

GUÍA SOBRE CAPITAL RIESGO Y CORPORATE FINANCE PARA EMPREENDEDORES Y BUSINESS ANGELS

**Desarrollado por el IE Executive Education
dentro de las actividades del PROYECTO EUROPEO AT VENTURE
COFINANCIADO POR LA COMISION EUROPEA A TRAVÉS DE LA
INICIATIVA INTERREG IV B ARCO ATLÁNTICO**

INDICE

	Página
Introducción	3
Corporate Finance y Capital Riesgo	4
- Herramientas financieras	4
- Valoración de empresas mediante ratios	9
- Análisis y valoración de inversiones	13
- Analizando la viabilidad económica de un negocio	23
- Valoración del negocio de una empresa	24
- Negociación con inversores de capital riesgo	34
- Corporate Venturing	40
- El Plan de Negocio	46
- Cómo evaluar un Plan de Negocio	52
- El perfil y las habilidades del emprendedor	55
IE Business School – Claustro de Profesores	59

“GUIA SOBRE CAPITAL RIESGO Y CORPORATE FINANCE PARA EMPRENDEDORES Y BUSINESS ANGELS”

INTRODUCCIÓN

La presente guía forma parte de los resultados finales y conclusiones del “Programa de Corporate Finance y Capital Riesgo” impartido por el Equipo de Educación Ejecutiva del IE en colaboración con el Proyecto europeo AT VENTURE.

El objetivo del proyecto AT Venture, del que SODERCAN es socio, es promocionar los instrumentos de Capital Riesgo y las Redes de Business Angels (CR/BA) de base regional como fuente de financiación para el desarrollo de nuevos proyectos empresariales de carácter innovador y base tecnológica.

Esta guía intentará hacer un repaso de los conceptos básicos del “Corporate finance” de una manera accesible, despejando dudas sobre algunos aspectos básicos en la toma de decisiones empresariales que afectan tanto a las grandes empresas como a nuestros emprendedores. Se pretende asimismo proporcionar conocimientos básicos sobre el Capital Riesgo tratando de eliminar los posibles recelos que puede suponer la entrada de un nuevo inversor en la empresa.

Con esta guía pretendemos dar respuesta a preguntas tales como:

- ¿Qué es el capital riesgo?,
- ¿Puede ser una buena alternativa de financiación para mi negocio?
- ¿Qué me puede aportar un inversor externo?
- ¿Qué capacidades necesito desarrollar como emprendedor o como inversor para llevar a cabo un exitoso proceso de inversión?

CORPORATE FINANCE Y CAPITAL RIESGO

Corporate finance es un concepto amplio, que engloba tanto los servicios financieros, las actividades de banca comercial y de inversiones relacionadas con fusiones, adquisiciones, los seguros, y el capital riesgo, así como las decisiones financieras tomadas para el desarrollo corporativo y la planificación estratégica de las empresas.

El papel de los directores de empresa es incrementar el valor de estas para sus accionistas cumpliendo la legislación vigente y las responsabilidades inherentes al cargo. El concepto de Corporate Finance hace referencia a los aspectos financieros estratégicos asociados con este objetivo, entre otros, la manera en la que la empresa debe conseguir y gestionar su capital, qué inversiones debería realizar, qué parte de los beneficios deberían ser distribuidos a los accionistas como dividendo y si tiene sentido asociarse con otra empresa o adquirirla.

HERRAMIENTAS FINANCIERAS

Dirigir un negocio significa afrontar los problemas, analizarlos y tomar las decisiones que contribuyan a resolver dichos problemas. Los ejecutivos tienen que definir los problemas correctamente, usando las herramientas analíticas que les permitan tomar las decisiones acertadas.

La información económica y financiera de un negocio está presente en sus estados financieros. Para utilizar esta información de manera correcta los directores deben ser conscientes de que los estados financieros no pretenden desvelar toda la "verdad" sobre un negocio, sino que más bien su objetivo es ofrecer una aproximación razonablemente honesta a ciertos aspectos del mismo.

- La cuenta de Pérdidas y Ganancias

La cuenta de Pérdidas y Ganancias, conocida también como Income Statement (Informe de Resultados), ofrece información sobre la rentabilidad contable de la empresa o de uno de sus negocios en particular en un período de tiempo determinado, comparando las ganancias obtenidas y los gastos incurridos para alcanzar dichos ingresos.

La Figura 1 muestra un ejemplo de una cuenta de Pérdidas y Ganancias.

FIGURA 1
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

CIFRAS EN MILES DE EUROS

Período: Noviembre 2009

Ingresos Totales	1.000
Coste de la mercancía vendida	600
Margen bruto	400
Costes generales y de administración	200
Costes de amortización	75
Intereses	25
Beneficios antes de impuestos	100
Impuesto de sociedades (al tipo del 30%)	30
Beneficio neto	70

La cuenta de Pérdidas y Ganancias nos indica que los beneficios netos durante el mes de noviembre del 2009 alcanzaron los 70.000 Euros, con una rentabilidad neta del 7% sobre las ventas del mes.

El valor de este resultado dependerá de los objetivos fijados, y no será posible tomar una decisión basada únicamente en esta información, porque la cuenta de Pérdidas y Ganancias solo brinda información sobre los beneficios netos o el beneficio contable, lo cual no constituye una base sólida para decidir si una decisión es acertada o no.

Una cifra de beneficio neto que es buena o mala en términos absolutos no siempre es un indicador fiable de una buena o mala gestión. De hecho, no es lo mismo obtener un beneficio de 70.000.-€ haciendo uso de recursos por valor de cinco millones que obtener el mismo resultado haciendo uso de recursos valorados en quince millones. El retorno sobre la inversión (ROI) es tres veces más alto en el primer caso que en el segundo.

En resumen, dirigir un negocio únicamente sobre la base de la información proporcionada por la cuenta de Pérdidas y Ganancias puede conducir a conclusiones no deseables, entre otras razones, porque:

- Cualquier beneficio o pérdida que no se corresponda con una entrada o salida efectiva (cash flow) es irreal.
- El beneficio en términos absolutos debe ser comparado con los recursos utilizados para obtener dicho beneficio, incluso si se corresponde con una entrada real de efectivo.

Es imprescindible apoyar esta información proporcionada por los beneficios contables en otras informaciones y considerar los recursos económicos utilizados.

- El Balance

El Balance nos habla de la riqueza de un negocio en términos contables: las empresas tienen activos y pasivos, y esto es lo que describe el Balance de una empresa.

Los estados financieros nos proporcionan información desde dos puntos de vista:

- El valor de una empresa en términos contables; esto es, sus recursos en términos de dinero efectivo, cuentas bancarias, sus inventarios de productos, sus edificios, terrenos, el importe que le deben sus clientes, etc. Todo ello se conoce como activos.
- La manera en la que la empresa ha financiado los activos que posee; esto es, si han sido financiados con deuda o con capital de los accionistas. A esto se denomina pasivo.

Los términos “activo” y “pasivo” son neutros; de ninguna manera indican el buen estado o el mal estado de una empresa, sino que únicamente se refieren a la riqueza de una empresa contemplada desde dos puntos de vista distintos.

La Figura 2 muestra un ejemplo de un Balance.

FIGURA 2

BALANCE (EN MILES DE EUROS)

Fecha: 30 de noviembre, 2009

ACTIVO		PASIVO	
Efectivo en caja y bancos	20	Cuentas a pagar	200
Cuentas a cobrar	1.000	Impuestos diferidos	100
Inventarios	300		
Gastos diferidos	50	Créditos y préstamos bancarios	2.500
Activos fijos brutos	5.000	Capital	1.000
Amortización acumulada	-2.000	Reservas	570
Activos fijos netos	3.000	Total capital propio	1.570
Activos totales	4.370	Pasivo total (propio + ajeno)	4.370

Este Balance nos informa de que el valor contable de la empresa, a 30 de noviembre de 2009, era de cuatro millones trescientos setenta mil Euros. La fecha es importante, ya que el Balance nos muestra la situación del activo y pasivo hasta una fecha concreta. Esto lo diferencia de la cuenta de Pérdidas y Ganancias que nos habla del beneficio o pérdida contable durante un período determinado.

La riqueza de 4.370.000.-€ ha sido invertida en los diferentes capítulos del activo. Por ejemplo, el efectivo de la empresa en caja y bancos es de 20.000.-€, y tiene cuentas a cobrar de sus clientes por valor de un millón de Euros.

- **Rentabilidad, flujo de fondos y liquidez**

El hecho de que las partidas del pasivo estén financiando el activo no significa que el pasivo esté disponible en forma de dinero efectivo, precisamente por el hecho de que ha sido invertido en las partidas del activo. Este es un punto importante, que nos ayuda a entender la diferencia entre liquidez disponible y una fuente de financiación que ya ha sido utilizada para financiar algo.

Saber distinguir entre dinero efectivo y otros tipos de activos es fundamental para tomar las decisiones de negocio correctas. Un gasto que es pagado reduce la liquidez de un negocio, puesto que significa hacer uso del dinero para pagar algo. De la misma manera, comprar un activo y pagar por él equivale a dedicar dinero a este fin. El activo nos dice dónde ha ido el dinero; esto es, en qué se ha invertido, y las partidas del pasivo nos informan acerca de la fuente de la que proviene dicho dinero.

En un negocio, no todas las ventas se cobran al contado, no todos los gastos se pagan de manera inmediata y también hay algunas ventas que nunca se cobrarán, etc. Por ello, la única manera de analizar la generación real de efectivo es considerando esta información tanto en la cuenta de Pérdidas y Ganancias como en el Balance, aplicando las siguientes reglas:

Durante un período determinado:

- Cualquier aumento del activo implica una salida de dinero efectivo
- Cualquier aumento de los gastos implica una salida de dinero efectivo
- Cualquier aumento del pasivo implica una entrada de dinero efectivo
- Cualquier aumento de los ingresos implica una entrada de dinero efectivo
- Cualquier reducción de los activos implica una entrada de dinero efectivo
- Cualquier reducción de pasivos implica una salida de dinero efectivo

Durante el mismo período de tiempo, el resultado neto de las entradas y salidas de fondos iguala la variación de la liquidez neta, es decir, el dinero efectivo del negocio.

Al conjunto de los flujos de entrada y salida de dinero efectivo se le conoce como estado de origen y aplicación de fondos, y proporciona una buena foto-fija de lo que ha ocurrido con la liquidez de una empresa en un determinado período de tiempo.

- **Estado de origen y aplicación de fondos**

El estado de origen y aplicación de fondos puede mostrarse de diferentes maneras. El ejemplo que mostramos a continuación establece una lista de las variaciones de las partidas de los activos y de los pasivos. Esta es una de las maneras más sencillas de mostrar este informe.

Estado de Origen y Aplicación de Fondos

Cash flow generado por la gestión de la cuenta de P&G:

Beneficio neto
+ Costes de amortización
= Cash flow de las operaciones

Cash flow generado por la gestión de los activos / pasivos actuales:

+/- Cambios en:
Cuentas a cobrar
Inventarios
Cuentas a pagar

Cash flow generado por la gestión de los activos fijos:

+/- Inversiones en, o desinversiones de, activos fijos:

Cash flow generado por la gestión del capital de los accionistas:

+/- Aumentos / reducciones de capital
- Dividendos repartidos

El Cash flow de Operaciones indica el dinero efectivo generado por la empresa como consecuencia de su negocio ordinario, tal y como se refleja en la cuenta de Pérdidas y Ganancias; esto es, vendiendo y comprando bienes o servicios y efectuando gastos.

El Cash flow Operacional Total es la liquidez generada como resultado de las operaciones de negocio a corto plazo, e incluye las entradas y salidas de dinero efectivo generadas por la gestión de los activos reales de la empresa en el período considerado. Representa una cifra importante a la hora de hacer un juicio de la liquidez de una empresa, y puede ser interpretado de dos maneras distintas:

- Como la liquidez que genera la empresa debido a sus políticas a corto plazo (en relación a su cuenta de ingresos y la gestión de sus activos y pasivos corrientes)
- Como el efectivo generado por las operaciones normales del negocio, y que está disponible para financiar el resto de las acciones desde un punto de vista de medio y largo plazo (política de inversiones y de retribución a los accionistas).

El cash flow neto se calcula como:

Cash flow Operacional Total
+ / - Inversiones / desinversiones
+ / - Aumentos de capital, pago de dividendos
+ / - Otros flujos de caja atípicos

La viabilidad económica de un negocio tiene mucho que ver con su capacidad para generar un Cash flow Neto positivo, dado que cualquier Cash flow negativo tiene que ser financiado con dinero efectivo en caja y/o más deuda bancaria, lo cual siempre tiene un límite. En otras palabras; una empresa que siempre genera Cash flow Neto negativo acabará de manera inevitable en la suspensión de pago o en bancarrota, porque se quedará sin dinero efectivo, y el banco acabará por cerrar el acceso a la financiación y le dejará de prestar más dinero. De hecho, a la hora de conceder un crédito, los bancos prestan mucha atención a la capacidad de las empresas para generar un Cash flow Neto positivo, puesto que esta es la fuente que permitirá la devolución de los créditos.

Por todo ello, podemos decir que juzgar la manera en la que una empresa es dirigida basándonos de manera exclusiva en la información de su cuenta de Pérdidas y Ganancias puede conducirnos a tener una visión incorrecta de lo que realmente está ocurriendo en la empresa.

El criterio para juzgar si una empresa está bien gestionada consiste en el análisis de su viabilidad (medida en términos de su generación de liquidez neta) y su rentabilidad en términos reales o económicos. De hecho, para generar un beneficio real, es necesario generar liquidez neta o flujos de caja positivos, lo que significa que es necesario considerar los recursos utilizados y como los mismos han sido financiados.

Para tener una visión global de un negocio, esto es, de las interdependencias entre las diferentes políticas empresariales, es necesario conocer qué información ha sido suministrada por los estados contables, cuál es la relación de estas informaciones con la realidad del negocio y que es importante y secundario para generar una rentabilidad sostenible.

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS MEDIANTE RATIOS

Un ratio financiero es una magnitud relativa entre dos valores numéricos determinados provenientes de los estados financieros de una empresa. Existen muchos ratios estándar para tratar de evaluar el estado financiero general de una empresa o de otra organización, y para comparar los puntos fuertes y débiles de varias empresas. Cuando se negocian las acciones de una empresa en Bolsa, el precio de mercado de las acciones es utilizado a veces en ciertos ratios financieros.

Los ratios pueden ser expresados en valores decimales, tales como 0,10, o en su valor porcentual equivalente, como 10%. Algunos ratios se citan normalmente como porcentaje, especialmente aquellos ratios cuyo valor es siempre o la mayor parte de las veces inferior a 1, como por ejemplo el “**earnings yield**” (cociente de los beneficios por acción, dividido entre el precio de la acción), mientras que otros se expresan en cifras decimales, especialmente aquellos ratios cuyo valor es

por regla general mayor que uno, como por ejemplo el ratio P / E (precio / beneficios). A estos ratios también se les conoce con el nombre de **múltiplos**.

Cuanto más se parezca una empresa que tratamos de valorar a aquellas empresas para las que calculamos los ratios, tanto mayor será la fiabilidad de nuestra estimación del valor de sus acciones.

- PER

El PER es el ratio más común. El PER mide la relación entre el precio de la acción y su beneficio y es la mejor manera de ver cómo se utiliza el ratio. En la Tabla I tenemos información sobre las empresas eléctricas europeas. En marzo del 2008, las acciones de Électricité de France estaban a 60,50 Euros, un Beneficio por Acción (BPA) de 2,92 Euros. El PER de esta empresa = precio de la acción / BPA es 20,72, tal y como se puede ver en la Columna V de la Tabla I.

Tenemos los siguientes datos de empresas del sector petrolero a nivel mundial.

I	II	III	IV	V	VI
Nombre de la empresa	País	Capitalización	Deuda	EBITDA	EV/EBITDA
Exxon Mobil Corporation	Estados Unidos	452.130,81	9.566,00	93.663,94	4,93
Chevron Corporation	Estados Unidos	182.332,52	7.232,00	43.820,52	4,33
ConocoPhillips	Estados Unidos	125.139,12	21.687,00	38.493,88	3,81
Occidental Petroleum Corporation	Estados Unidos	62.070,91	1.788,00	12.741,93	5,01
BP plc	Reino Unido	100.824,77	31.045,00	42.951,95	3,07
Repsol YPF S.A.	España	25.870,10	7.948,00	8.625,36	3,92
Royal Dutch Shell plc	Holanda	109.500,04	18.099,00	52.161,50	2,45
Indian Oil Corporation Limited	India	614.841,63	294.811,19	126.449,33	7,19
CNOOC Limited	Hong Kong	530.668,88	20.341,83	51.102,17	10,78

De esta manera, podemos continuar calculando la relación existente entre la cotización y el BPA para todas las empresas eléctricas europeas. El rango del ratio hallado oscila entre un exuberante 39,74 para EDF Energies Nouvelles hasta un pobre 12,91 para la empresa italiana ENEL.

- El Ratio Precio sobre Valor en Libros

El ratio del Precio sobre Valor en Libros, o ratio P / B , es un ratio financiero utilizado para comparar el valor en libro de una empresa con su valor actual de mercado. El valor en libros es un término contable que denota aquella parte de la empresa que está en manos de los accionistas; en otras palabras, se trata de todos los activos materiales de una empresa menos su pasivo. El cálculo se puede hacer de dos maneras distintas, pero el resultado debe ser en ambos casos el mismo. De la primera manera, la capitalización total de mercado de la empresa puede ser dividida entre el valor total de la empresa según su Balance. La segunda posibilidad, usando el valor de las acciones, es dividiendo el valor actual de la acción por su valor en libros por acción (esto es, el valor en libros dividido por el número de acciones).

Como con la mayoría de los ratios, estos cambios de manera importante dependen de la industria. Aquellas industrias que requieren más capital en infraestructura (por cada Euro de beneficio), normalmente cotizarán a ratios P / B muy inferiores que, por ejemplo, empresas de consultoría. Los ratios P / B son utilizados de manera habitual para comparar bancos, porque la mayor parte de

los activos y pasivos de los bancos son valorados siempre a precios de mercado. Un ratio P / B más alto significa que los inversores esperan que la dirección de la empresa creará más valor con un conjunto de activos (y/o el valor de mercado de los activos de la empresa es sustancialmente más alto que su valor contable). No obstante, los ratios P / B no proporcionan directamente ninguna información sobre la capacidad de la empresa para generar beneficios o dinero en efectivo para los accionistas.

Se calcula de la siguiente manera:

$$P/B \text{ Ratio} = \frac{\text{Stock Price}}{\text{Total Assets} - \text{Intangible Assets and Liabilities}}$$

- Ratio “Dividend Yield” (Rendimiento del Dividendo)

El ratio “dividend yield” permite a los inversores comparar el último dividendo recibido con el valor actual del mercado de la acción como un indicador del retorno obtenido por sus acciones. El precio actual de la acción es posible que se parezca poco al precio que el inversor pagó por sus acciones. Echando un vistazo al historial del precio de las acciones de una empresa a lo largo del último año o los dos últimos años, uno puede ver que el precio de las acciones puede ser hoy mucho más alto o mucho más bajo que hace un año, o dos años.

La fórmula para calcular el “dividend yield” es la siguiente:

$$\text{Dividend yield} = \frac{\text{Ultimo dividendo anual}}{\text{Precio actual de las acciones}}$$

- Valor de la empresa – EBITDA (Beneficio antes de Intereses, Impuestos y amortizaciones)

El cálculo del EBITDA que sigue es un indicador del desempeño financiero de la empresa:

$$\text{EBITDA} = \text{Beneficios} - \text{Gastos (excluidos impuestos, intereses y amortización)}$$

El EBITDA es, esencialmente, el beneficio neto al que se le han sumado los intereses, los impuestos y las depreciaciones y amortizaciones. Este ratio puede ser utilizado para analizar y comparar la rentabilidad entre empresas e industrias, porque elimina los efectos de la financiación y las decisiones contables.

Hay que tener en cuenta que si únicamente utilizamos **ratios**, el resultado que obtendremos es cuanto vale una empresa si se comporta como el promedio de sus competidores. Hay cosas que el promedio nos indica, pero aún muchas más cosas que un promedio esconde. De manera que ¿no sería mucho mejor para valorar una empresa utilizar el Flujo de Efectivo Descontado y luego comparar dicho valor con el promedio del sector? Esta visión parece más razonable, y es la más usada.

- Otras Ratios P/E útiles

$$\text{Rentabilidad del Retorno} = \frac{\text{Eps}}{\text{Stock price}}$$

$$\text{Rentabilidad del Retorno} = \frac{1}{\text{P/E Ratio}}$$

$$K_{cp} = \frac{\text{Dividend1}}{\text{Stock price}} + g$$

$$\text{Precio de la acción} = \frac{\text{Dividend1}}{K_{cp} - g}$$

P/E Ratio: Ratio de Precio de la Acción sobre Beneficios

Kcp: Coste del capital propio

g: Tasa de crecimiento del dividendo esperada

EPS-earnings per share = ganancias por acción

Los ratios son un resumen de valoraciones basadas en el cash flow descontado. Son muy sencillos de usar y se calculan para empresas comparables. Se calcula el promedio y éste se aplica a las empresas que deseamos valorar. Hemos explicado los ratios más populares o extendidos en el mercado, y aunque existen otros muchos, todos ellos se rigen por las mismas reglas de uso.

La facilidad con la que podemos aplicar los ratios los hace esclavos de sus propias limitaciones. Hay que utilizar los ratios con cautela, y para completar las valoraciones según el cash flow descontado, que es lo que realmente denota lo que podemos esperar de la empresa que vamos a valorar.

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE INVERSIONES

Una de las responsabilidades y tareas más comunes a las que se enfrenta un director financiero es decidir cómo utilizar el dinero que los inversores (tanto los accionistas como los banqueros) han puesto a su disposición; esto es, cómo distribuir estos recursos entre los activos de la empresa para obtener la mejor tasa de retorno.

- Análisis de inversiones

El “inversor” de la empresa necesita decidir si va a invertir en la ampliación de la fábrica durante los cinco próximos años, y cuánto.

La previsión de inversión y beneficios es como sigue:

CUADRO 1

		Final del año						
		0	1	2	3	4	5	6
Maquinaria	1200							
Ventas adicionales			700	1000	1300	1600	1900	
Coste de la mercancía vendida			420	600	780	960	1140	
Depreciación (6 años)			200	200	200	200	200	
Beneficios antes de impuestos			80	200	320	440	560	
Impuestos			28	70	112	154	196	
Beneficios después de impuestos			52	130	208	286	364	

El “Fin del período 0” es utilizado para indicar el comienzo del proyecto: el momento en el que es necesario invertir el dinero para arrancar la actividad de la empresa.

Durante cada uno de los períodos siguientes, las actividades acumuladas durante dicho período, tales como ventas, costes, impuestos y nuevas inversiones, se concentran al final del período.

Una vez que se ha definido el tiempo de vida del negocio, se le añade normalmente un período adicional para “liquidar” el proyecto, de manera que una vez hayan cesado todas las actividades del negocio, se pueda recuperar el valor residual de los activos.

La propuesta en el presente ejemplo es analizar una inversión de 1.200 millones en nueva maquinaria.

La inversión será financiada con las ventas adicionales generadas, que arrojarán los beneficios mostrados en el Cuadro 1.

Los activos se incrementarán en 1.200 millones de Euros, y los beneficios de la empresa crecerán durante los cinco próximos años. Con estos datos, podemos obtener una medida inicial de la rentabilidad de la inversión, conocida como Book Yield (Rendimiento Contable en Libros).

- Book Yield

El Book Yield pone en relación las inversiones con el beneficio obtenido de ellas. Utiliza magnitudes promedio basadas en la duración del proyecto. Se define como el beneficio anual promedio dividido por la inversión promedio a lo largo del tiempo de vida del proyecto, expresado como porcentaje.

$$\text{BookYield} = \frac{\text{Profit}_{\text{average}}}{\text{Investment}_{\text{average}}} \times 100$$

En el ejemplo, el beneficio promedio (la suma de los beneficios, dividido entre cinco) en relación a la inversión promedio (dinero invertido, dividido entre 2), es igual a:

$$\text{BookYield} = \frac{208}{500} \times 100 = 41.6\%$$

El book yield nos indica que los beneficios anuales promedio representarán el 41,6% de la inversión promedio, si consideramos un tiempo de vida del promedio de cinco años.

- Los inconvenientes del Book Yield

El book yield cumple el objetivo de clasificar las posibles inversiones en una clasificación desde la más deseable hasta la menos deseable, pero no tiene en cuenta dos factores importantes:

- El Book Yield no toma en consideración la disponibilidad de fondos

El problema fundamental del book yield es que éste se calcula poniendo en relación magnitudes que casi nunca son homogéneas: Inversiones y beneficios. Las inversiones implican necesariamente hacer pagos, pero los beneficios no siempre implican recibir fondos. El beneficio es un dinero ganado en los libros, pero no siempre refleja el dinero que la empresa tiene disponible como dinero efectivo.

- El Book Yield no tiene en cuenta el valor del dinero a lo largo del tiempo

En nuestro ejemplo, el book yield ha sido calculado usando los siguientes datos:

Proyecto 1	Final del año						Promedio
	0	1	2	3	4	5	
Maquinaria nueva	1,200						500.0
Beneficios antes de impuestos		52	130	208	286	364	208.0
Book Yield							41.6%

Sin embargo, podríamos imaginar la posibilidad de otras inversiones que generen pagos de beneficios iguales, y que por consiguiente tienen el mismo book yield, pero que por contra tienen una distribución a lo largo del tiempo distinta. Por ejemplo:

Proyecto 2	Final del año						Promedio
	0	1	2	3	4	5	
Maquinaria nueva	1,200						500.0
Beneficios antes de impuestos		364	286	208	130	52	208.0
Book Yield							41.6%

Ambas inversiones tienen idéntico book yield, pero el Proyecto 2 produce beneficios antes que el Proyecto 1. Por lo tanto, en el supuesto de que este beneficio estuviera disponible tan pronto se haya generado, y si el valor del dinero decreciera a lo largo del tiempo, el Proyecto 2 sería una alternativa mejor que el Proyecto 1.

Por este motivo, podemos concluir que parece que el book yield clasifica como equivalentes inversiones que producen resultados financieros distintos. Es necesario, pues, continuar con el análisis para encontrar herramientas más exactas y tratar de eliminar el problema causado por la heterogeneidad entre el desembolso de la inversión y el beneficio.

- Cash flow disponible

No es exactamente lo mismo ganar dinero que tenerlo en realidad. Podemos ver esta diferencia en el ejemplo anterior, donde obtenemos la información de la cuenta de Pérdidas y Ganancias, pero de la que no obtenemos información sobre la manera en la que estarán disponibles dichos beneficios.

Veamos la siguiente hipótesis:

- Plazo de cobro: supongamos que las ventas realizadas se cobran en un plazo de tres meses
- Plazo de pago: nosotros pagaremos el coste de las ventas tres meses más tarde, y los impuestos en el año posterior
- El dinero efectivo necesario en caja para afrontar contingencias e imprevistos representa el 1% sobre las ventas
- El inventario representará dos meses de costes

Con esta información podemos ahora construir un estado financiero que al mismo tiempo nos diga cuánto dinero vamos a ganar y cuanto dinero efectivo vamos a generar para nuestra empresa. La Tabla 2 nos muestra el resultado.

TABLA 2

Proyecto 1	Final del año					
	0	1	2	3	4	5
Maquinaria nueva	1200					
Ventas		700	1000	1300	1600	1900
Coste de la mercancía vendida		420	600	780	960	1140
Amortizaciones		200	200	200	200	200
Beneficios antes de impuestos		80	200	320	440	560
Impuestos		28	70	112	154	196
Beneficios después de impuestos		52	130	208	286	364
Amortizaciones		200	200	200	200	200
Cash flow		252	330	408	486	564
- Efectivo en mano para gastos (1%)		7	3	3	3	3

s/venta)						
- Crédito a clientes (90 días de ventas)	175	75	75	75	75	
- Inversión en inventarios (60 días de ventas)	70	30	30	30	30	
+ Financiación de proveedores (90 días de los costes)	105	45	45	45	45	
+ Impuestos financiados (1 año)	28	42	42	42	42	
Efectivo generado por las operaciones	133	309	387	465	543	
- Inversión en Activos Fijos	1200					
Cash flow Neto	-1200	133	309	387	465	543

La Tabla 1 acababa con la previsión de beneficios para los cinco primeros años. El primer ajuste que tenemos que hacer para calcular el dinero efectivo disponible es eliminar de la cuenta de Pérdidas y Ganancias los costes imputados, pero no desembolsados, como es el caso de las amortizaciones. La amortización es un concepto contable que trata de imputar a cada período el coste de usar la maquinaria durante el proceso de producción. Este coste no supone un desembolso de efectivo. La maquinaria fue pagada cuando se compró. Por lo tanto, debe añadirse el coste de la amortización al beneficio para eliminar la distorsión en el cálculo del efectivo disponible.

La suma del beneficio y de las amortizaciones siempre se ha definido como **Flujo de caja (cash flow)**, que expresa la cantidad de efectivo que producen las actividades de una empresa, antes de tener en cuenta las inversiones necesarias para obtener este beneficio.

Sin embargo, el cash flow, entendido como los recursos generados por la actividad de la empresa, no es suficiente para cuantificar el dinero efectivo realmente producido por la empresa. Al igual que en los activos fijos, necesitamos invertir el dinero efectivo en caja, en clientes y en inventarios. De manera similar, la empresa recibe financiación de sus proveedores, de sus acreedores y del Estado a través del diferimiento de los impuestos. Parecería lógico que restáramos la inversión en activos circulantes del cash flow, y que le sumáramos la financiación obtenida de los proveedores y acreedores. Estas sumas y restas nos permiten calcular lo que se conoce generalmente como Efectivo Generado por las Operaciones (Cash Generated by Operations), definido como el dinero efectivo disponible para otros usos que es generado por la actividad de la empresa.

Este concepto es importante en Finanzas. Cuantifica el dinero generado por un negocio que se puede usar de manera discrecional. Esto significa que si cumplimos nuestras precisiones, este dinero efectivo estará disponible para retribuir a los inversores o para financiar actividades nuevas. También nos dice *cuánto* dinero produce la inversión y *cuándo*.

Ahora estamos en disposición de comparar la inversión en el Proyecto 1 (el dinero efectivo que tenemos que pagar) con el Efectivo Generado por las Operaciones (el dinero que vamos a obtener como resultado de nuestra inversión, reflejado en la Tabla 2 como Flujo de Efectivo Neto, pues de esta manera ambas variables son homogéneas en términos tanto económicos como temporales.

El primer método para la comparación es el Período del Payback o Devolución de la Inversión.

- El Período de Devolución de la Inversión (Payback)

El periodo de payback es el cálculo del número de años necesarios para recuperar el desembolso inicial. Se trata de un índice sencillo de calcular y es ampliamente usado por los hombres de negocio con un enfoque intuitivo que piensan que los cálculos demasiado sofisticados no son otra cosa que una pérdida de tiempo. El período de payback se calcula por lo habitual comparando la inversión con el beneficio, pero nosotros vamos a calcularlo usando el Cash flow Neto. Los números que necesitamos para ello están al pie de la Tabla 2:

Proyecto Alfa	Final del año					
	0	1	2	3	4	5
Cash flow Neto	-1200	133	309	387	465	543
Cash flow Neto acumulado		-1.067	-758	-371	94	637

Al calcular el cash flow neto acumulado, vemos que la inversión se recupera durante el cuarto año. Un cálculo más exacto sería el siguiente:

$$3 \text{ años} + \frac{371}{465} = 3.8 \text{ años}$$

O, de manera aproximada, 3 años y 10 meses.

- El Valor Futuro y Presente del Flujo de Efectivo Neto

Valor futuro

Después de realizar los ajustes adecuados a la información de las cuentas obtenidas de las previsiones, hemos llegado a la conclusión de que el dinero que nos disponemos a invertir, el dinero que esperamos recibir y cuándo lo vamos a recibir, está fielmente representado por el flujo de efectivo neto reseñado al pie de la Tabla 2.

Tabla 2

Proyecto 1	Final del año					
	0	1	2	3	4	5
Cash flow Neto	-1200	133	309	387	465	543

Vamos a analizar ahora toda la información disponible. Sabemos que si invertimos hoy 1.200 millones en el Proyecto 1, tenemos la posibilidad de obtener una serie de flujos de efectivo netos a lo largo de los próximos cinco años. Vamos a suponer que en proyectos con un nivel de riesgo similar, los inversores a los que representamos desean obtener una rentabilidad del 15%.

La primera cosa que podemos hacer es saber cuál es el valor futuro que tendrían los 1.200 millones de € si los invirtiéramos al 15% en otro proyecto alternativo. También, y con el fin de ser

coherentes, deberíamos asumir que el flujo de efectivo neto producido en el Proyecto 1 a lo largo de los próximos cinco años puede ser también al 15% al tiempo que es generado.

Echemos un vistazo a los resultados:

TABLA 3

0	1	2	3	4	VF en el año	5
1.200,00					VF $1.200 \times (1,15)^5$	= 2.413,63
	133,00				VF = $133 \times (1,15)^4$	232.62
		309,00			VF = $309 \times (1,15)^3$	469.95
			387,00		VF = $387 \times (1,15)^2$	511.81
				465,00	VF = $465 \times (1,15)^1$	534.75
					VF = $543 \times (1,15)^0$	543.00
						2.292,13

En la Tabla 3 podemos comparar dos valores futuros: el valor de los 1.200 millones de € invertidos al 15% sobre cinco años, y el valor del flujo de efectivo neto que producirían los 1.200 millones de € invertidos en el proyecto, teniendo en cuenta que estos flujos de efectivo netos también serían reinvertidos al 15% durante los años en los que esto fuera posible.

Los resultados indican que estaríamos mejor si invirtiéramos los 1.200 millones de € en el negocio alternativo y no en el Proyecto 1, dado que el valor futuro del proyecto alternativo sería 2.413,63 millones de €, mientras que la suma de los valores futuros del flujo efectivo del Proyecto 1 solo llegará a los 2.292,12 millones de €.

Debemos hacer hincapié que no estamos diciendo que el Proyecto 1 sea un proyecto malo. Más bien estamos diciendo que no es lo suficientemente bueno; esto es, no decimos que no se trate de un proyecto rentable, pero que es menos rentable que otros proyectos que nos dan un retorno del 15%.

El Valor Futuro es un buen sistema para elegir inversiones, ya que nos permite conocer cuál de las dos alternativas nos añade más riqueza en el futuro.

Valor Presente

Sabemos que el retorno exigido por los inversores (al cual llamaremos r), tiene su correspondencia cuando los movemos hacia adelante o hacia atrás en el tiempo (n) entre el Valor Futuro (VF) y el Valor Presente (VP). En términos matemáticos, esto significa lo siguiente:

Si $VF = VP \times (1+r)^n$, entonces

$$VP = \frac{VF}{(1+r)^n}$$

O, en otros términos, en el ejemplo expuesto anteriormente, si el VF de los 1.200 millones de € dentro de cinco años, al 15%, son 2.413,63, el VP de 2.413,63 millones de € dentro de cinco años, es 1.200.

Si el $VF = 1.200 \times (1+0.15)^5 = 2.413.63$, entonces,

$$VP = \frac{2.413.63}{(1+0.15)^5} = 1.200$$

Si este es el caso, entonces podemos establecer la misma correspondencia entre el VF de los Flujos de Efectivo Netos y sus VP. De esa manera, el VP del VF del Flujo de Efectivo Neto del primer año sería el siguiente:

$$VP = \frac{FN_{\text{of}} NCF_1}{(1+r)^n} = \frac{232.62}{(1+0.15)^5} = 115.65$$

Y la suma de todos los valores presentes:

$$\sum VP = \frac{232.62}{(1+0.15)^5} + \frac{469.95}{(1+0.15)^5} + \frac{511.81}{(1+0.15)^5} + \frac{534.75}{(1+0.15)^5} + \frac{543.00}{(1+0.15)^5} = \frac{2.292.13}{(1+0.15)^5} = 1.139,59$$

Esta fórmula puede escribirse también de la siguiente manera, si echamos un vistazo a la Tabla 3:

$$\sum VP = \frac{133 \times 1.15^4}{(1+0.15)^5} + \frac{309 \times 1.15^3}{(1+0.15)^5} + \frac{387 \times 1.15^2}{(1+0.15)^5} + \frac{465 \times 1.15^1}{(1+0.15)^5} + \frac{543 \times 1.15^0}{(1+0.15)^5} = \frac{2.292.13}{(1+0.15)^5} = 1.139,59$$

Y si eliminamos los términos que se repiten en el numerador y el denominador, la suma quedaría como sigue:

$$\sum VP = \frac{133}{(1+0.15)} + \frac{309}{(1+0.15)^2} + \frac{387}{(1+0.15)^3} + \frac{465}{(1+0.15)^4} + \frac{543}{(1+0.15)^5} = 1.139,59$$

La suma de los Valores Presentes de los flujos de efectivo del ejemplo asciende a 1.139,59, y para alcanzar este valor, necesitamos invertir 1.200. Anteriormente habíamos dicho que invertir en el Proyecto 1 habría significado que nuestros inversores habrían renunciado a 121,5 millones de € en cinco años en comparación con una inversión alternativa con una tasa de retorno del 15%. Por este motivo, el hecho de que el VP de los flujos de efectivo netos sea menor que las necesidades de inversión significaría que elegir el Proyecto 1 nos produciría una pérdida de $2.100 - 1.139,59 = 60,41$ millones de € ahora. Esto implica que nuestra decisión ha hecho más pobres a nuestros inversores por valor de 60,41 millones de €.

El VP es una herramienta útil para asignarle un valor a los flujos de efectivo netos. Las empresas que operan en mercados spot, comprando y vendiendo en el día y al contado, solo necesitan dos elementos de la información: cuánto cuestan las mercancías y cuánto pueden obtener por ellas al venderlas. Si el precio de venta es más alto que el precio de compra, cierran la transacción; en caso contrario, la rechazan. Para las empresas que necesitan realizar pagos hoy para recibir ingresos en el futuro, lo que hace el VP es darle a sus operaciones la apariencia de estar operando al contado.

El VP expresa lo que vale el negocio. El desembolso inicial es lo que cuesta lanzar el negocio. De esta manera, si una inversión vale más que lo que cuesta, es aceptado. De lo contrario, si cuesta más de lo que vale, el negocio es rechazado. Esta es una buena interpretación de lo que es el VP, y nos conduce al concepto más popular utilizado en el análisis de una inversión, precisamente el Valor Neto Presente (Net Present Value).

Valor Neto Presente (VNP)

El VNP es la diferencia entre el desembolso hecho en el momento "0" y el VP de los flujos de efectivo netos futuros. Su expresión matemática es la siguiente:

$$VNP = -Inversión + \sum VP,$$

Lo cual, si lo extendemos y lo hacemos más general, significa lo siguiente:

$$VNP = -Inversión + \frac{FEN_1}{(1+r)^1} + \frac{FEN_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FEN_n}{(1+r)^n}$$

En esta fórmula, el desembolso es la inversión en el momento "0", el flujo de efectivo representa los beneficios durante la vida del proyecto y r es la tasa de retorno deseada por los inversores que invierten en el proyecto, o la tasa de retorno disponible en otras inversiones alternativas. En nuestro ejemplo, el resultado sería:

$$VPN = -1,200 + \frac{133}{(1+0.15)^1} + \frac{309}{(1+0.15)^2} + \frac{387}{(1+0.15)^3} + \frac{465}{(1+0.15)^4} + \frac{543}{(1+0.15)^5} = -60.41$$

Un VPN implica que el dinero que tenemos que invertir es mayor en 60,41 millones de € del dinero que vamos a recibir, lo que significa que no lo podemos considerar una inversión aceptable. En general, un VPN representa la diferencia entre lo que vale una inversión y lo que cuesta. De esta manera, un VPN negativo nos dice que una inversión cuesta más de la que vale, y nos alerta, ya que la inversión nos hará menos ricos de lo que quisiéramos. Un valor positivo del VPN implica que la inversión vale más de lo que cuesta, y de esta manera, lo hace recomendable, porque hace más ricos a los inversores. Un VPN de valor "0" significa que la inversión vale lo que cuesta; esto es, que produce el mismo retorno que una inversión hipotética al 15%.

La Tasa de Descuento

Descontar implica reducir o hacer decrecer el valor del dinero futuro, haciendo uso de lo que se conoce como Tasa de Descuento, que no es otra cosa que la tasa a la que los inversores pueden invertir sus fondos en negocios distintos de aquél que están tomando en consideración.

La Tasa de Descuento es la tasa de retorno que los inversores desean recibir de un negocio determinado, porque es el retorno que pueden lograr con inversiones alternativas.

Uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR)

La TIR es la tasa de descuento que hace que el VPN sea igual a “0”. En nuestro ejemplo, hemos visto que si utilizamos el 15% como tasa de descuento, el VPN es negativo por un valor de 60,41 millones de €. Pero, ¿Qué ocurriría si usáramos una tasa algo inferior, por ejemplo el 14%? Obviamente, el VPN sería mayor, es decir, menos negativo. Su valor llegaría a – 27,02 millones. Si continuamos reduciendo la tasa, el VPN se hará gradualmente mayor hasta llegar al 13,22%, que es la tasa que hace que el VPN se convierta en “0”. Esta tasa es conocida como la TIR del proyecto.

La TIR marca la frontera entre las inversiones con un VPN positivo y las inversiones con un VPN negativo.

- Conclusiones

Resumiendo todo lo que hemos visto hasta este momento, éstos son los puntos clave:

- Metodologías utilizadas con mayor frecuencia por los directores financieros para decidir dónde deben invertir los fondos que les son confiados por los accionistas:
 - Los métodos contables son poco precisos, porque no tienen en cuenta la manera en la que las empresas generan dinero.
 - El período de payback o devolución de la inversión puede provocar que tomemos decisiones incorrectas, dado que se olvida del dinero que una actividad puede generar una vez que ha sido recuperado el desembolso inicial.
 - Las inversiones con un período de payback largo pueden ser peligrosas como consecuencia de la incertidumbre del momento lejano en el tiempo en el que producirán beneficios.
- El uso del VP nos ha acercado al fascinante mundo de la valoración de los activos financieros. ¿Cuánto valen los activos que conforman una empresa? El dinero que se espera que produzcan, teniendo en cuenta cuándo lo generarán y los riesgos que hay si no consiguen cumplir sus previsiones. ¿Cuándo es bueno un proyecto de empresa? Cuando valga más de lo que cuesta, lo que es tanto como decir que el valor presente de sus flujos de efectivo sea mayor de lo que tendríamos que desembolsar para lanzar el negocio y hacerlo funcionar.
- El VPN no es otra cosa más que la diferencia entre lo que vale una inversión y lo que cuesta, y sirve para clasificar las inversiones como recomendables cuando su VPN es positivo o “0”, porque valen tanto o más de lo que cuestan.

- La TIR se obtiene al particularizar la fórmula matemática del VPN, y es utilizada para emitir juicios sobre inversiones en término de rentabilidades comparativas. Aquellos negocios cuyo TIR sea mayor que la tasa de descuento exigida por los inversores son recomendables, dado que tienen una tasa de retorno más alta de la que exigen los inversores.
- VP, VPN y TIR se basan en la hipótesis implícita de que los flujos de efectivo son reinvertidos a la misma tasa a la que se están descontando. Esta generalización nos puede conducir a resultados poco deseables cuando la reinversión no parece posible en las mismas tasas de retorno.

ANALIZANDO LA VIABILIDAD ECONÓMICA DE UN NEGOCIO

Al analizar la viabilidad económica de un negocio, necesitamos intentar definir los recursos financieros que tendremos que aportar durante la vida del proyecto o del negocio. Esto dependerá de los supuestos asumidos que consideremos razonables sobre el progreso previsto de la empresa, y estos aspectos cubren más aspectos que simplemente la evolución esperada de las ventas y los gastos, o la cuenta de Pérdidas y Ganancias en términos generales.

Podemos analizar la viabilidad de diferentes maneras – el proceso explicado aquí consistirá de varias fases distintas:

- 1.- Establecer el horizonte temporal de las previsiones
 - Definir cuanto tiempo es necesario para que la empresa se asiente
- 2.- Determinación de los supuestos de partida para realizar las previsiones
 - Aspectos operacionales de la cuenta de Pérdidas y Ganancias
 - Aspectos operacionales de la gestión del activo circulante
 - Inversiones necesarias para el negocio
 - Otros supuestos que tengan que ver con el aspecto financiero
- 3.- Establecer la cuenta de Pérdidas y Ganancias prevista de la empresa
- 4.- Cálculo de los Balances de Situación asociados con la cuenta de Pérdidas y Ganancias previsional
- 5.- Deducir la previsión de los flujos de efectivo
 - Sobre la información del Balance de Situación y la cuenta de Pérdidas y Ganancias prevista, es posible establecer el estado de origen y aplicación de los fondos.
- 6.- Sacar conclusiones

En el mundo de los negocios, es esencial tener siempre en cuenta que es de suma importancia tener intuición. Pero es igualmente importante asegurarse de que la intuición sea correcta. Hacer un análisis en detalle siguiendo los pasos anteriores es la única manera de predecir a donde nos conducirán nuestras decisiones. Solo entonces podremos entender por qué ocurren las cosas e intentar emprender las acciones apropiadas.

VALORACIÓN DEL NEGOCIO DE UNA EMPRESA

Saber cuánto vale realmente un negocio es uno de los asuntos que más intrigan a los profesionales en el mundo de los negocios. Los emprendedores y también los ejecutivos se enfrentan con frecuencia a la necesidad de valorar sus empresas y esta tarea no siempre es fácil.

La valoración es realmente compleja, porque existen diferentes métodos, y prácticamente ninguno de estos métodos es capaz de resolver los problemas que pueden surgir en los diferentes tipos de negocios, y tampoco ninguno de estos métodos es capaz de considerar plenamente las motivaciones y objetivos distintos de cada una de las partes involucradas en el proceso.

Las valoraciones son también intrínsecamente subjetivas, dependiendo de las circunstancias o de la persona que está expresando su punto de vista.

Es necesario, por lo tanto, asumir un considerable número de hipótesis sobre el comportamiento tanto del mercado como de la empresa, y esto significa asumir riesgos a la hora de emitir una opinión sobre el valor de una empresa. Este no debería ser un problema si estamos utilizando los medios apropiados para enlazar las hipótesis con el resultado de la valoración. Siendo rigurosos en el análisis y flexibles en los supuestos o hipótesis de partida llegaremos, la mayoría de las veces, a conclusiones serias y responsable acerca del valor de una empresa.

En suma, el valor de una empresa –como en el caso de cualquier inversión- depende de la cantidad de dinero efectivo que ésta será capaz de generar en el futuro.

TABLA 1

METÁLICA, S.A.
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS Y BALANCE DE SITUACIÓN (EN MILLONES DE EUROS)

Ventas	1,500
Coste de las ventas	1,050
Margen Bruto	450
Gastos generales	100
Amortización	50
Beneficio antes de intereses e impuestos	300
Intereses	32
Beneficio antes de impuestos	268
Impuestos	94
Beneficio después de impuestos	174
 Caja / bancos	 10
Inversiones financieras	50
Cuentas a cobrar	265
Inventario	80
Activo circulante	405
Activos fijos	500
Total Activos	905
 Proveedores	 95
Deuda a Largo Plazo	400
Capital y reservas	410
Total Pasivo	905

El Balance de Situación incluye en el Activo el total de bienes y derechos que son propiedad de la empresa, y en el Pasivo las obligaciones con los proveedores, los bancos y los accionistas. El valor contable de las participaciones de los accionistas – o en otras palabras: el valor de la empresa – es:

$$\text{Valor Contable de la Empresa} = \text{Valor contable del Activo} - \text{Valor Contable del Pasivo}$$

$$\text{Valor Contable de la Empresa} = 905 - 495 = 410$$

El valor contable es pocas veces un buen enfoque para calcular el valor de una empresa. El consejo de los auditores nos lleva a valorar el Activo por su valor de adquisición, lo que lleva a calcular el valor de una empresa de acuerdo al precio de los activos en el momento en que éstos fueron adquiridos, y no por el valor que tienen en el momento de la valoración.

- VALOR DE LIQUIDACIÓN

Hemos visto que el valor contable no es una garantía para fijar el valor real de una empresa. El Balance de Situación es útil para saber qué posee una empresa, pero no tanto para saber cuánto. Pero aún tenemos una serie de opciones. Una de ellas sería valorar la empresa de acuerdo al valor de venta de sus activos. Al hacerlo, estaríamos ajustando su valor contable al valor de mercado; después, deduciríamos las deudas, y de esta manera obtendríamos una nueva estimación del valor de la empresa. Debemos hacer notar que este método de valoración no tiene en cuenta la cantidad de dinero efectivo que la empresa podría generar en el futuro, y se centra de manera exclusiva en cuánto podremos obtener por las ventas de sus activos. Por lo tanto, lo podemos considerar como su valor de liquidación:

$$\text{Valor de Liquidación} = \text{Valor de Mercado de los Activos} - \text{Pasivo Circulante}$$

Para calcular el valor de liquidación, fue necesario hallar primero un valor de mercado para cada uno de los activos de la empresa. Algunos de estos activos tienen un valor claro, tales como el dinero en caja o en bancos. Otros activos, tales como las acciones o las obligaciones cotizadas, tienen un valor de mercado que es fácil de hallar. Por último, el valor de mercado de otras partidas del activo, tales como plantas industriales complejas, o la maquinaria para usos muy específicos, es más difícil de obtener.

Un Balance de Situación ajustado a valores de mercado nos puede ayudar a estimar el valor de liquidación, pero este valor no tiene en cuenta las expectativas de generar fondos por la explotación de dichos activos. ¿Como podemos evaluar los resultados de esas expectativas que hemos venido en denominar Valor del Negocio (Business Value)?

- BUSINESS VALUE

A continuación veremos varios métodos para calcular el dinero generado por un negocio; El más aceptado es el del Valor Presente, el cual trata de calcular el valor en Euros del dinero que un negocio generará en el futuro. El término matemático es el siguiente:

$$PV = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n}$$

Donde "D" representa el dinero que esperamos recibir cada año, "i" el tipo de interés que queremos ganar (o que se puede obtener de inversiones alternativas con riesgos y duración similares), expresado en tanto por uno y "n" el número de años que se supone durará el negocio.

La regla del Valor Presente puede considerarse como el principio de “conservación de la riqueza” y su potencial para generar riqueza adicional.

Si en un negocio ponemos más dinero del que generará su valor presente haremos decrecer nuestra riqueza futura, porque estaremos de hecho ganando menos dinero del que realmente podríamos obtener con inversiones alternativas.

Por la misma razón, si aportamos menos dinero que el Valor Presente, haremos crecer nuestra riqueza, porque ganaremos más dinero con esta inversión del que ganaremos con otras posibles inversiones a las que tenemos acceso.

Por último, si aportamos a un negocio la misma cantidad de dinero que la que esperamos recibir en el futuro, en términos de Valor Presente estaremos ganando la misma cantidad de dinero de la que ganaríamos si invirtiéramos nuestros fondos en otras inversiones.

De todo lo anterior podemos concluir que el valor máximo de un negocio –si deseamos mantener su valor potencial – es el Valor Presente de todas las cantidades de dinero que el negocio generará en el futuro.

Ya sabemos que es difícil hacer predicciones, especialmente acerca del futuro, pero también sabemos que para evaluar un negocio es necesario hacer una serie de predicciones sobre lo que vendrá. El futuro está lleno de interferencias; es un ruido de fondo que tiene que ser decodificado con ayuda de nuestros conocimientos del pasado y del presente, y también sobre la base de hipótesis razonables acerca de cómo este conocimiento cambiará. Sin esta habilidad de realizar análisis, sería imposible hacer uso del método del Valor Presente.

- **CASH FLOW LIBRE (FREE CASH FLOW)**

El Cash Flow Libre (FCF en inglés) es el flujo de efectivo disponible para ser distribuido entre todos los que tienen intereses en la empresa, lo que incluye sus accionistas, sus acreedores, los accionistas preferentes, los tenedores de bonos convertibles, etc.

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Beneficio después de Impuestos} + \text{Amortizaciones} - \text{Inversiones en activos fijos} - \text{inversiones en activos circulantes}$$

Elemento	Fuente de información
Beneficio neto + intereses	Cuenta de Pérdidas y Ganancias
Depreciación + amortización	Cuenta de Pérdidas y Ganancias
Cambios en el capital circulante	Balance actual y anterior: activo circulante y cuentas de pasivo
Capex (gastos de capital)	Balance actual y anterior: activos fijos (propiedades, plantas y equipos)

= Cash Flow Libre (FCF)

Esta es la fórmula general del FCF: Al beneficio después de impuestos le sumamos la amortización (así como todos los demás gastos incluidos en la cuenta de Pérdidas y Ganancias que no supongan pagos, como por ejemplo las reservas) y después le deducimos las inversiones, tanto en activo fijo como en circulante (las necesarias para alcanzar el nivel de ventas previsto):

$$\begin{aligned}
 \text{FCF} = & \text{Beneficio después de impuestos} \\
 & + \text{amortizaciones} \\
 & + \text{intereses} \\
 & + \text{valor contable de los activos vendidos} \\
 & - \text{inversiones en activos fijos} \\
 & - \text{aumento del activo circulante neto}
 \end{aligned}$$

Existen dos diferencias entre el Beneficio Neto y el FCF que hay que destacar:

La primera es la forma de contabilizar el consumo de los bienes de capital. Cuando hablamos de Beneficio Neto utilizamos la amortización, mientras que al hablar de FCF utilizamos las compras netas de capital del último periodo.

La segunda diferencia es que la medición del FCF deduce los aumentos del activo circulante neto, mientras que el enfoque del beneficio neto no lo hace.

Típicamente, una empresa en crecimiento con un plazo de cobro de 30 días, un plazo de pago de 30 días y un pago semanal de salarios, necesitará cada vez más capital circulante para financiar los costes laborales y los componentes del beneficio que están incluidos en sus crecientes cuentas a cobrar. La medida del beneficio neto dice en esencias “Vd. puede llevarse el beneficio a casa”, porque uno aún tendría la misma capacidad productiva con la que comenzó el negocio.

Por el contrario, la medición del FCF dirá: “Vd. no puede retirar el efectivo”, porque Vd. va a impedir que la empresa siga evolucionando.

De manera análoga, cuando una empresa tiene crecimientos de ventas negativos, es probable que reduzca de manera dramática sus desembolsos de capital. También descenderán de manera importante sus cuentas a cobrar, suponiendo que cobra las facturas a su vencimiento teórico. Toda esta “desaceleración” aparecerá como aumentos del FCF.

La definición del Cash Flow Libre Neto también debería permitir generar efectivo para afrontar las deudas a corto de la empresa. Igualmente, debería tener en cuenta los dividendos que la empresa desea repartir.

Cash Flow Neto = Cash Flow Operacional
 – Gastos de capital para mantener el nivel actual del negocio
 – Dividendos
 – Parte actual de la deuda a largo plazo
 – Amortizaciones

Con el fin de completar la valoración de una empresa, no hay duda de que hay que incluir algo más que el FCF presupuestado: el Valor Residual.

- EL VALOR DE LIQUIDACIÓN COMO VALOR RESIDUAL

El Valor de Liquidación puede ser definido como la cantidad de dinero estimada que un activo o la empresa podrá lograr por su venta. Literalmente significa convertir un activo en dinero efectivo disponible.

Si el valor de liquidación por acción de una empresa es más alto que el valor actual de las acciones, normalmente significa que la empresa debería retirarse del negocio (o que el mercado está infravalorando las acciones), aunque esto es poco frecuente.

En realidad existen dos tipos de valores de liquidación, dependiendo del plazo de tiempo disponible para llevar a cabo el proceso de liquidación:

- El valor de una liquidación ordenada: en este caso, se asume que la empresa puede permitirse vender sus activos al mejor postor. Asume un proceso de venta o liquidación ordenada, esto es, que el vendedor puede tomarse un tiempo razonable para vender cada una de las partidas que componen sus activos en su momento adecuado y a través de

canales de venta capaces de lograr el máximo precio que razonablemente se pueda alcanzar.

- El valor de una liquidación acelerada: se trata de un “precio de emergencia”. Se supone que en este caso la empresa tiene que vender todos sus activos prácticamente de golpe y en el mismo momento a uno o más compradores. Se supone que en estos casos, la compra típica la hace un negociante especializado en la liquidación completa de una empresa. Por razones obvias, el valor de esta liquidación acelerada o forzada será siempre inferior al valor de una liquidación ordenada.

Dependiendo de la empresa y de la naturaleza de sus activos, la diferencia entre ambos valores puede ser sustancial. Esta metodología de valoración solo debería utilizarse si la liquidación es probable al final del período presupuestado.

- **Valor Neto de los Activos (Net Asset Value)**

El VNA es el valor en Euros de una acción de un fondo. Se calcula totalizando el valor de todas las propiedades de un fondo, más el dinero en efectivo en espera de ser invertido, menos los costes de operación, y dividiendo el resultado entre el número de las acciones en circulación.

El VNA es el precio por acción que un fondo mutualista le pagará cuando Vd. redime, o le vende, sus acciones. Con fondos mutualistas que no cargan comisiones, el VNA y el precio de oferta – o lo que paga Vd. para comprar una acción- son iguales. Con fondos que si cargan comisiones, el precio de oferta es la suma del VNA más un plus por acción, y a veces se le conoce como Maximum Offering Price (Precio Máximo de Oferta).

El VNA de un fondo cotizado en Bolsa (Exchange Traded Fund ó EFT) o de un fondo mutualista closed-end puede ser más alto o más bajo que el precio de la acción del fondo. Con un EFT, no obstante, la diferencia es por lo general mínima dado el mecanismo único que permite a los inversores institucionales comprar o vender grandes paquetes de acciones al precio del VNA con cestas de las acciones del fondo.

En el contexto de fondos mutualistas, el VNA por acción se computa una vez al día, sobre la base del precio de cierre del mercado de bonos en la cartera del fondo. Todas las órdenes de compra y venta del fondo son procesadas al VNA del día de la transacción. Los fondos mutualistas reparten virtualmente todos sus beneficios y ganancias de capital; el retorno total, que incluye las ganancias y los repartos, es una medida más completa. Dado que los ETFs y los fondos cerrados cotizan como acciones, sus acciones cotizan al precio de mercado durante todo el día de la cotización, lo que significa que en cualquier momento del día es posible que estén cotizando con un premium (por encima del VNA) o con un descuento (por debajo del VNA).

- **Valoración de la deuda (Debt Valuation)**

Para determinar el valor de una empresa aún tenemos que dar un paso más y es calcular el valor de la deuda y restarlo del valor de los activos.

Existen diferentes métodos para calcular el valor de la deuda. Una de las herramientas que puede usarse para saber si una empresa está incurriendo en deudas fuertes es el ratio “Debt to Equity” (Deuda sobre Capital Propio). Este ratio proporciona información acerca de la parte de la deuda que está siendo usada para financiar los activos de la empresa.

Para calcular el “Debt to Equity Ratio” de una empresa concreta, tenemos que aplicar la siguiente fórmula:

$$\text{Debt to Equity} = \text{Total Pasivo Exigible} / \text{Capital Propio}$$

Si el resultado de la fórmula es igual a 1 o superior, la empresa está utilizando más deuda que fondos propios para financiar los activos. Si los tipos de interés suben, una empresa con un ratio superior que las empresas competidoras del mismo sector es posible que esté dando señales de que está en riesgo.

Ratio de Cobertura de los Intereses

El dinero que la empresa ha pedido no es gratis. Esto significa que la empresa tiene que pagar intereses sobre la deuda. Para determinar si una empresa es capaz de pagar los intereses que tiene que pagar por su deuda, podemos aplicar la siguiente fórmula:

$$\text{Ratio de Cobertura de los Intereses} = \text{EBITDA} / \text{Coste de los Intereses}$$

EBITDA significa Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Beneficios antes de Intereses, Impuestos, depreciación y amortizaciones). Este valor representa el valor del desempeño o rendimiento operativo que tiene una empresa. Este rendimiento es antes de aplicar cualquiera de las convenciones contables y antes de deducir los cargos que no corresponden a sus operaciones normales.

El Ratio de Cobertura de los Intereses le proporciona información acerca de la capacidad de la empresa para pagar el coste de los intereses. Por lo tanto, proporciona una idea sobre si la empresa genera suficiente efectivo para pagar los intereses.

El valor deseable de este ratio es de 1,5 o más. Un valor inferior significaría que la empresa está encontrando dificultades para atender el pago de los intereses de su deuda.

Finalmente, no hay que ver la deuda como algo malo en sí mismo. Muy al contrario, si se utiliza de acuerdo con los planes de la empresa, la deuda permitirá que la empresa alcance todo su potencial. Por el otro lado, si el dinero no es usado de manera correcta, la empresa puede sufrir un descenso en su rendimiento.

- **Calcular el valor de una empresa ayuda a fijar su precio**

Con todo lo que llevamos visto hasta el momento, tenemos toda la información necesaria para hacer una estimación del valor de una empresa: el valor presente del FCF que creemos vamos a generar con nuestras operaciones; una estimación del valor de liquidación de los activos que no son necesarios para generar FCF; el valor de los activos.

Igualmente disponemos de una serie de hipótesis acerca del crecimiento de las ventas, los costes, las inversiones, las tasas de descuento, etc. Estas predicciones convierten nuestros juicios en algo ciertamente subjetivo, postura que no tiene por qué ser necesariamente compartida por otras personas. Esto no significa que el método no sea apropiado, sino más bien que las hipótesis sobre las que nos basamos no son idénticas a las hipótesis de las demás personas que también están involucradas en el proceso de valorar la empresa. Es muy importante ser consciente de este hecho para entender que el valor de las cosas depende completamente de quién está calculando el valor, y no de lo que se está valorando.

A partir de este punto, tenemos que determinar qué persona está realizando la valoración o para quién se está haciendo la misma. En otras palabras: ¿Para quién estamos valorando la empresa?

Vamos a suponer que la valoración se ha hecho basándonos sobre las predicciones más conservadoras del propietario de la empresa. ¿Cuál sería el significado del resultado obtenido? Sería el importe mínimo que el propietario desea obtener, o el precio mínimo al que el propietario estaría dispuesto a venderla.

Vamos a suponer ahora que el comprador potencial ha utilizado el mismo sistema que el propietario de la empresa para calcular el valor de la misma, pero que considera que las ventas continuarán creciendo durante los cinco próximos años a un ritmo del nueve por ciento. Obviamente, en este supuesto, el valor de la empresa será mayor, representando el valor máximo que el comprador potencial estará dispuesto a pagar.

Cada cambio en las hipótesis se traducirá en un cambio del valor. Diferentes tasas de descuento, por ejemplo, conducirán a diferentes valores. No obstante, existirá siempre un valor mínimo para el que vende y un precio máximo para el que compra. Si el valor mínimo para el vendedor es mayor que el precio máximo para el comprador, probablemente nunca se pondrán de acuerdo los dos. Pero si no es así, y el valor mínimo para el vendedor es inferior al precio máximo para el comprador, los dos abrirán una negociación, y fijarán finalmente un precio para la transacción.

El valor es el resultado de un cuidadoso análisis que depende de la subjetividad de la persona que realiza dicho análisis, mientras que el precio es un dato real que no requiere ningún esfuerzo para entenderlo o para fijarlo. El precio es lo que cuestan las cosas, no lo que valen, y como Vd. bien

sabe, si se desea hacer buenos negocios, lo importante es comprar cosas que valen más de lo que cuestan y venderlas a un precio mayor de lo que valen.

- **Métodos alternativos usados en otros países**

Aquí estaremos considerando la situación en los Estados Unidos, que no solo es el único país en el que se produce el mayor número de transacciones de empresas, sino que también es el país en el que se cierran las operaciones de mayor importancia en términos de la cantidad de dinero que cambia de manos.

En la práctica, existen seis sistemas de referencia:

1.- Comparable trading value (Valor Comparativo de Mercado)

En este sistema, el valor de una empresa es fijado en relación al precio de mercado de otras empresas comparables. La comparación se hace teniendo en cuenta todo tipo de parámetros, incluyendo los financieros (beneficios, fondos generados por las operaciones, etc.) El principal problema de este sistema es la dificultad para encontrar otra empresa que sea verdaderamente similar a la empresa que estamos valorando.

2.- Break-up value (Valor de Realización o Liquidación de las partes de la empresa)

Aquí la empresa es dividida en sus partes – si se pueden hallar partes diferenciadas dentro del negocio – y cada una de estas partes es valorada por separado, bien usando el método del descuento del flujo de efectivo o el método del valor comparativo del mercado. En este caso, el valor total de la empresa es igual a la suma de todas sus partes. A menudo, la suma de las partes es más alta que el valor de la empresa como tal, y con frecuencia, esto es una razón en si misma para comprar un negocio.

3.- Leveraged buy-out value (LBO) o Valor de Venta Apalancada / con apalancamiento de activos

El LBO es la adquisición de una empresa usando como financiación el valor de los activos de la empresa que compramos.

El concepto de las cifras del leveraged buy-out es la clave de este método. El término se refiere a la compra de una empresa que se paga con fondos que deja la empresa tan endeudada como sea posible (con frecuencia por encima del 90%). La empresa garantiza la devolución de la deuda con el dinero que le empresa generará a través de sus operaciones, caso de que la empresa continúe su actividad, o bien con el resultado de su liquidación por partes y venta.

Usando este principio como punto de partida, este método calcula el importe máximo de la deuda que la empresa podría afrontar con sus futuros flujos de efectivo o con la venta de sus activos. Este sería el precio máximo a pagar por la empresa, y por lo tanto, su valor.

4.- Leveraged recapitalization value (Valor de Recapitalización Apalancada)

Este método es muy similar al anterior. La diferencia está en el hecho de que se asume un menor grado de endeudamiento que en el escenario anterior (donde incluso se puede pasar del 90%) y una mayor aportación de capital. Aquí la intención es devolver la deuda con fondos generados por el negocio y después crear valor para aquellos que contribuyeron con fondos, aportando capital.

5.- Discounted cash flow value (Valor del Cash Flow Descontado)

6.- Strategic value (Valor estratégico)

Este es un sistema que incorpora aspectos estratégicos y conceptos que a veces son ambiguos, como p.e. posibles sinergias, economías de escala de índole operativa, recursos compartidos y similares a la valoración. El sistema lleva estos conceptos a un método de valoración – por regla general, el FCF – y a menudo viene acompañado por la disposición a pagar precios sustancialmente por encima de los precios del mercado.

Tal y como se mencionó antes, la valoración de un negocio es difícil y, ante todo, subjetiva. Los métodos de valoración son numerosos, y a pesar de que hayamos identificado uno de ellos en particular como el técnicamente perfecto y deseable, es imposible evitar que otros participantes en el proceso de valoración elijan el método que mejor satisfaga sus propios intereses y que ellos creen que es el más apto. Y además, no todas las reglas de las que se cree que son correctas desde el punto de vista financiero se aceptan de manera uniforme por todo el mundo.

Además, surge un problema adicional: las hipótesis consideradas. Estas son las que nos van a proporcionar la información necesaria para la valoración, cualquiera que sea el método elegido. Los factores que incluyen la postura del comprador o del vendedor, el nivel de optimismo mayor o menor, la mayor o menor aversión al riesgo, - y muchos otros – influirán de manera importante en las hipótesis y el proceso de valoración, conduciendo a la no existencia de un sistema de valoración y un juego de reglas de aceptación general por todos.

NEGOCIACIÓN CON INVERSORES DE CAPITAL RIESGO

Si Vd. es un emprendedor buscando capital riesgo, probablemente sea consciente de lo difícil que es encontrar carteras abiertas en los mercados financieros. Su negocio es demasiado joven, o su producto aún no ha sido suficientemente probado para permitir una intermediación convencional. O quizás, y a pesar de que Vd. sabe que probablemente esté cualificado para un crédito, Vd. no desea correr el riesgo de más deuda.

Vd. ya ha echado mano de sus ahorros y ha pedido prestado de familiares para obtener el capital semilla que Vd. necesita. Y es posible que Vd. haya alcanzado el punto en el que genera cifras de venta saludables. Pero Vd. aún tiene por delante un largo camino antes de poder pensar en una

oferta pública de acciones, y Vd. no puede financiar el crecimiento al que aspira solo con los beneficios retenidos.

Vd. necesita capital propio. Si su equipo directivo tiene un buen historial, y su negocio tiene el potencial de generar un elevado ROI – Retorno sobre la Inversión – digamos de un 30% o 40% anual – es posible que inversores profesionales de capital riesgo estén preparados para proporcionarle el capital de alto riesgo de digamos 1 millón de US \$ o más para financiar su crecimiento. No es imprescindible que su empresa sea del sector de la alta tecnología para que esto suceda; los inversores de capital riesgo también invertirán en empresas de negocios convencionales que ofrezcan un elevado potencial de ROI.

A menudo la gente teme que por pedir demasiado dinero, la empresa de capital riesgo perderá el interés. Esta es una actitud comprensible; la inversión de capital riesgo es un tipo de negocio del que le surgirán muchas preguntas cuando se siente Vd. a negociar, y siempre habrá un punto a partir del cual el acuerdo dejará de tener sentido para Vd. Vd. debe trazarse sus propias líneas que no está dispuesto a cruzar y defender su punto de vista. El grado en el que Vd. será capaz de defender su territorio dependerá, sin duda alguna, de su poder de negociación. Si su negocio ya está obteniendo beneficios o si Vd. está vendiendo un servicio o un producto muy demandado, Vd. tendrá más poder de negociación que si su empresa está “quemando efectivo” porque las ventas están aún muy por detrás de los planes.

Antes de que Vd. y el inversor de capital riesgo lleguen a un acuerdo sobre la financiación del proyecto, Vd. debe afrontar y resolver dos asuntos importantes: el valor de su negocio antes de que los inversores pongan su dinero en él y el tipo de seguridades que van a recibir a cambio de su inversión.

- **Valoración**

A pesar de que el valor neto tangible de su empresa (valor contable) sea bajo o incluso negativo, el valor justo de mercado es posible que sea más alto, por la tecnología, el potencial de ventas, u otros factores. Vd. podrá defender más fácilmente el valor que Vd. le da a su empresa si sus proyecciones han sido preparadas con la ayuda de una empresa contable de reconocido prestigio. También suele ayudar aportar a las negociaciones los datos de valoración de empresas comparables.

Es importante negociar duramente para obtener una valoración razonable de su empresa, porque la porción de capital que Vd. va a ceder a los inversores del capital riesgo (VCs) dependerá en gran medida de dicha valoración.

- **Estructura del capital**

Cuando se habla de la estructura del capital, los inversores VC desean una parte del capital puesto que esto les va a proporcionar una parte de los beneficios si su empresa tiene éxito. Pero también desean deuda, porque los tenedores de deuda cobran antes que los tenedores de acciones si la empresa fracasa. De manera que suelen invertir por lo habitual en acciones preferentes que puedan vender. Si las cosas van bien, los VCs pueden convertir sus préstamos en acciones ordinarias, y si las cosas van mal, en cualquier caso cobrarán antes que Vd. y los demás tenedores de acciones.

Si Vd. tiene opción, trate de que ellos acepten una estructura de capital que consista enteramente en acciones ordinarias, porque es la opción más simple y mantiene limpio el balance. Es posible, no obstante, que Vd. no logre que acepten su postura, salvo que su propia posición negociadora sea extremadamente fuerte.

En algunas ocasiones, los inversores pedirán obligaciones (bonos) conjuntamente con warrants (opciones) que les permitirán comprar acciones ordinarias al precio nominal. En estas circunstancias, los VC a la vez “se comen su pastel y lo mantienen”, porque no están obligados a convertir la deuda en acciones. Ellos recuperarán el 100% de su inversión cuando la deuda sea devuelta, y aún se beneficiarán del aumento de precio de las acciones cuando ejerciten sus opciones.

- Protección de la inversión

Muchos VC tratan de proteger sus inversiones solicitando cláusulas que los protejan contra la dilución de sus intereses, o cláusulas “performance/forfeiture” (rendimiento/pérdidas) o que los protejan de otra manera. Su preocupación por mantener el valor de su capital es legítima. Al mismo tiempo, Vd. debe revisar estas cláusulas detenidamente, para asegurarse de que son justas para Vd. mismo y para el resto de los socios fundadores.

La protección contra la dilución de las acciones (disminución de su valor) no significa necesariamente que una inversión deba siempre ser convertible en un porcentaje fijo de acciones de la empresa, sin relación con el crecimiento y la inversión. Mientras cualquier emisión de acciones nuevas sea vendida a un precio igual o superior al ratio al que los VC pueden convertir sus opciones en acciones, su inversión no se verá diluida. A pesar del que el tamaño de su parte del pastel decrecerá, el pastel mismo crecerá. Pero si las acciones nuevas son vendidas por debajo de ese precio, el pastel no crecerá lo suficiente para compensar la reducción de la participación de los VC – por lo tanto, su inversión se verá diluida. Para protegerse de este resultado, el derecho de conversión por lo general contiene un ajuste anti-dilución.

- Cláusulas Performance/Forfeiture (rendimiento/pérdidas)

Es posible que los VC sometan las acciones de su empresa – incluyendo las acciones que Vd. puede haber adquirido años antes – a un acuerdo para protegerse con una cláusula de este tipo. Bajo esta cláusula, si la empresa no logra ciertos niveles de beneficio u otros objetivos, Vd. debe ceder una parte de sus acciones o la totalidad de las mismas.

Una cláusula performance/forfeiture sirve para varios fines. Por un lado, protege al VC para impedir que pague por una empresa sobrevalorada. La valoración de empresas aún no consolidada depende fuertemente de proyecciones especulativas de ventas y beneficios. Si Vd. ha sobreestimado los resultados operacionales por un amplio margen, los VC habrán pagado demasiado por su parte de la empresa.

Otra razón por la que los VC puedan querer esta cláusula es que –si la empresa no va bien– ellos quedan libres para traspasar las acciones a cualquier nuevo ejecutivo traído por ellos sin diluir los fondos aportados por el VC. La cláusula de “performance/forfeiture” también sirve como unas esposas de oro: le motivará a Vd. y al resto de los fundadores a trabajar duro y permanecer en el negocio.

- **Contratos de los empleados**

Los términos del contrato de los socios fundadores pueden formar parte del acuerdo de financiación. Los VC querrán un acuerdo que incluya sus condiciones salariales, bonus y beneficios, así como las condiciones en las que Vd. puede dimitir o ser despedido por el consejo de administración.

Si los VC están comprando el control de la empresa, Vd. debe tratar de obtener un contrato de trabajo con una duración razonable, de, al menos, dos a tres años. Si su empresa va bien después de la fase del start-up, probablemente Vd. deseará negociar una duración más larga, de al menos cinco años.

Existe, no obstante, un inconveniente: un contrato demasiado largo puede evitar que Vd. deje la empresa para emprender otras actividades. Si la empresa tiene un rendimiento pobre, es posible que los VC quieran que Vd. permanezca en la empresa y que lo siga intentando, aún después de que Vd. haya decidido abandonarla. A pesar de que no puedan evitar su marcha, es posible que puedan acusarle de incumplimiento de contrato. También es posible que su contrato le impida trabajar dentro del mismo sector después de su marcha.

- **Control**

Vd. debe permitir la participación de los VC en la gestión de su empresa. Con toda probabilidad, le pedirán que Vd. certifique sus estados financieros con ayuda de una empresa contable de

prestigio nacional. Vd. deberá aceptar que se unan al equipo directivos propuestos por los VC para cubrir áreas de las que ellos piensan que necesitan mejora. Normalmente, ellos nombrarán a uno, y quizás más, consejeros, dependiendo de que parte representa su inversión sobre el total de la empresa. Las decisiones importantes, como por ejemplo unirse a otras empresas, liquidar activos, o vender acciones, necesitarán su consentimiento, incluso si solo poseen la minoría de su empresa.

- **Acuerdos de los socios**

Habrán casos en los que los VC querrán que los socios fundadores firmen un acuerdo especial de socios y es posible que sean requeridos para votar en favor de uno o varios de los consejeros propuestos por el VC.

También es posible que este acuerdo les garantice a los VC el control del consejo si la empresa entra en serias dificultades, incluso aunque el VC solo represente la minoría.

- **Revelación de información**

Antes de que los VC le transfieran dinero, sin duda alguna ellos querrán que Vd. les desvele de manera completa la información de su empresa. Le pedirán que Vd. compruebe que la empresa está en buen estado, que está al día en sus impuestos y que cumple todos los preceptos legales. Vd. también deberá poder declarar que los estados financieros de la empresa son correctos, y que la empresa no tiene otros acuerdos u obligaciones distintas o adicionales a las declaradas por Vd. Siempre que le sea posible, Vd. debe tratar de limitar el alcance de estas declaraciones, y declararlas como representativas de su leal saber y entender en ese momento. La inclusión de cualquier asunto que Vd. piensa que debe incluir evitará que más adelante los VC le puedan acusar de haber ocultado información.

- **Liquidación de la inversión**

En cualquier acuerdo de capital riesgo, los VC estarán considerando con antelación la fecha en la que ellos podrán liquidar la inversión en su empresa. Probablemente, ellos querrán incluir una cláusula que le permita la oportunidad de desinvertir y convertir su inversión en dinero efectivo en un momento favorable de su elección.

- **Derechos de registro**

Las leyes federales (y las leyes de “blues sky” de muchos países) le prohíben a Vd. vender un interés en su empresa a no ser que haya registrado una solicitud ante la SEC (ente supervisor de la Bolsa, CNMV en España) o que haya recibido confirmación de que Vd. está exento de tal registro. El registro es un proceso caro, que muchas empresas evitan obteniendo una exención de “private

placement” (colocación privada). Para tener opción a esta exención, su empresa no debe acercarse a más de un número pequeño de inversores acaudalados.

Las leyes también imponen una serie de restricciones legales que impiden a los VC y a los demás accionistas revender las acciones adquiridas bajo la exención de una colocación privada durante un período de dos años, y pueden también limitar el importe que se puede vender sin registrar la venta incluso después de dicho período. Por consiguiente, es probable que los VC deseen el derecho a requerir a la empresa que registre sus acciones, con cargo a la empresa.

- **Cláusulas de liquidación y fusión**

Las cláusulas referidas a la liquidación y a las fusiones de su empresa son importantes, a pesar de que con frecuencia no son tenidas en cuenta. Si Vd. no pone atención, es posible que Vd. acceda inadvertidamente a una cláusula que le perjudique a Vd. o que cree ventajas innecesarias para los VC en el caso de una fusión u otras combinaciones corporativas. Si, por ejemplo, sus accionistas preferentes están autorizados a tratar una fusión como una liquidación, ellos podrían solicitar un pago en efectivo en el momento de la fusión.

Este tipo de cláusulas hacen una fusión menos atractiva para un socio potencial, y pueden evitar el acuerdo, o al menos, dar a los accionistas preferentes una palanca para obtener otras concesiones – normalmente a costa de Vd.

- **Modificación de derechos**

Para evitar una situación en la que un derecho otorgado a un VC pueda aparentar ser una transacción crucial para la supervivencia de la empresa, es importante incluir una cláusula que permita modificar los derechos del VC. Sus derechos no pueden ser modificados sin su consentimiento. Dado que es posible que Vd. haya recibido inversiones de una serie de empresa de capital riesgo, y por este motivo quizás no sea incapaz de lograr unanimidad, Vd. debería intentar por adelantado que ellos acepten que 2/3 de sus derechos de voto combinados puedan anular ciertos derechos del conjunto de los VC.

Su negociación debería estar guiada por el espíritu del ‘juego limpio’ y el respeto a los intereses legítimos de los demás. Gestionadas de manera adecuada, la negociación puede crear la base para que exista confianza y colaboración desde el mismo inicio de la relación – brindándole a su negocio las mejores oportunidades de éxito.

CORPORATE VENTURING

El término Corporate Venturing (CV) se refiere a la gestión del emprendimiento dentro de las empresas, lo que en idioma inglés se conoce como “entrepreneurship”. Con el fin de diferenciar esta actividad de las actividades normales de la empresa, nos vamos a referir con este término a actividades que:

- Incluyen alguna actividad “nueva” para la empresa
- Son iniciadas y desarrolladas de manera interna
- Implican un mayor nivel de riesgo que las actividades habituales de la empresa
- Implican un mayor nivel de incertidumbre que el negocio principal (“core business”) de la empresa
- Serán gestionadas de manera independiente en algún momento del proyecto
- Son desarrolladas para ayudar a la empresa a crecer, aumentar sus ventas, sus beneficios, su productividad, su calidad, innovación o competitividad, generar nuevos retos para los ejecutivos, etc.

En ocasiones, es difícil trazar la línea que separa las operaciones normales de la empresa y la actividad del capital riesgo, aunque podríamos utilizar criterios como riesgo, incertidumbre, novedad, ambición y grupo diferenciado de directivos para ayudarnos a separar ambos conceptos. En ocasiones, algunas organizaciones activas en capital riesgo combinan proyectos internos con nuevas adquisiciones que incorporan directivos emprendedores, a menudo bajo el liderazgo de un Departamento de Nuevos Proyectos o de Desarrollo Corporativo.

- Elementos comunes entre Creación de Empresas y Corporate Venturing

Al hablar de ‘Creación de Empresas’ nos estamos refiriendo a un emprendedor independiente o a una empresa involucrada en el mismo proceso. Nosotros vemos cuatro elementos esenciales dentro de dicho proceso:

- El emprendedor
- El análisis de la viabilidad
- La dirección
- La idea
- Los recursos

La actividad individual y la corporativa comparten los siguientes elementos:

- El proceso comienza con la existencia de un emprendedor (equipo) o un ejecutivo de empresa (equipo) si nos estamos refiriendo al corporate venturing. Ambos son los dos líderes del proceso.

- El emprendedor o el equipo identifica una idea de negocio, generalmente referida a una capacidad o recurso que no están siendo explotados, o a una necesidad que no está siendo satisfecha por el mercado, un sector con potencial de crecimiento, el conocimiento de un sector, una tecnología exclusiva, etc.
- La idea se convierte en una oportunidad, es cambiada o rechazada o propuesta, dependiendo del resultado de un análisis de viabilidad o de un Plan de Negocio.
- Al llegar a este punto, todo lo que resta por hacer es evaluar el proyecto y dotarlo con los recursos humanos y directivos más apropiados.

Lo expuesto más arriba nos conduce a ciertas conclusiones acerca del proceso creativo; estas conclusiones pueden ser también aplicadas a la actividad del emprendedor, tanto si nos referimos a emprendedores individuales o corporativos.

- La actividad de CV es un proceso. Hemos analizado el proceso creativo de un nuevo proyecto empresarial, y lo hemos diseccionado en elementos como el equipo, la idea, el análisis de viabilidad y los recursos. Cuando se unen todos estos elementos, todos los recursos deben ser gestionados adecuadamente para lanzar el proyecto, hacerlo crecer y sobrevivir (desarrollo) y continuar creciendo (expansión). En el caso de un emprendedor individual, la recompensa viene en la forma de beneficios y la posibilidad de una venta futura de parte o de todo el negocio. Si contemplamos un proyecto corporativo, tenemos que añadir además la adaptación del proyecto al entorno corporativo, paralelamente al diseño de la estrategia o del proceso. En cualquier caso, los frutos de este proceso emprendedor se “institucionalizan” como parte de la organización, tan pronto como el proyecto ha pasado de la fase de desarrollo.
- El entorno corporativo es de importancia vital para el éxito de un programa de Corporate Venturing (CV). Sin la ayuda desde arriba, los grandes cambios culturales y a nivel directivo que implica un programa de CV son imposibles de implantar. Es especialmente crítica la manera en la que se gestionan los “fracasos”. Aquellas empresas que implantan con éxito programas de CV aceptan “fracasos” parciales como parte del proceso de aprendizaje.
- Los emprendedores son gestores del riesgo. La actividad corporativa implica un aumento del riesgo, si bien una buena dirección del proyecto puede reducir el riesgo de manera sustancial. Un análisis de viabilidad diligente, una adecuada asignación de recursos y la gestión habilidosa del proyecto son los mejores ingredientes para controlar y gestionar el riesgo.
- El proceso emprendedor puede y debe ser dirigido. Llegados a este punto, es evidente que los nuevos proyectos emprendedores deben ser dirigidos con habilidad. El proceso mismo debe ser dirigido; los mecanismos que dan empuje y regulan la actividad de CV deben ser también dirigidos con habilidad.
- La optimización de los recursos elimina los incentivos para buscar nuevas oportunidades. “Business as usual” (“Siempre lo hemos hecho así”) no contribuye al éxito de un programa de directivos emprendedores para proyectos internos de las organizaciones.

- Desarrollo de un modelo de Corporate Venturing (CV)

- 1.- Poniendo las bases. En esta fase, la alta dirección diseña el proceso más apropiado para su organización, estableciendo cuáles son las condiciones más adecuadas para este entorno en particular. Las empresas que han desarrollado estrategias de CV nos pueden enseñar algunos de los elementos clave usado por la alta dirección a la hora de implantar programa de CV:
 - Se trata de un desarrollo interno de un Nuevo negocio y debe implicar a toda la empresa.
 - Los diferentes niveles de la dirección, desde arriba hacia abajo, deben demostrar su compromiso personal y profesional con esta política. Se trata de un compromiso a largo plazo.
 - El nuevo negocio debe ser dotado con los mejores recursos humanos que haya disponibles.
 - Desde el punto de vista financiero, los nuevos proyectos requieren un apoyo suficiente para garantizar el margen operativo.
 - La empresa debe desarrollar suficiente conocimiento del mercado, sus clientes y competidores del nuevo negocio en el que pretende entrar.
 - La empresa debe inspirar confianza en la organización, y debe aportar incentivos para el programa de CV.
 - Los que dirijan el nuevo proyecto deben tener poder de decisión.
 - Dado que se trata de una actividad de riesgo, es necesario aceptar posibles fracasos dentro de la organización, y hay que aprovecharlos para aprender.
- 2.- La búsqueda de oportunidades y la elección de una idea de negocio. Esta es una fase vital dentro del proceso, una que requiere la toma de decisiones en términos de metodología (start-up, adquisiciones), sector de actividad (diversificación relacionada con el negocio actual o totalmente nueva), tamaño y localización del proyecto., etc. Una vez que ha sido tomada la decisión relativa al proceso, es de suma importancia seleccionar bien al equipo de dirección y dotarle del poder suficiente para desarrollar el proyecto.

La primera decisión que debe tomar la alta dirección es la elección del tipo de estrategia de desarrollo que empleará el proyecto de CV. Esta puede ser una estrategia evolutiva (expandiendo el know-how existente en nuevos productos / servicios y / o nuevos mercados) o una estrategia revolucionaria (desarrollo agresivo de nueva tecnologías en búsqueda de know-how nuevos). Obviamente, la elección de una u otra estrategia, o un modelo mixto, dependerá en gran medida de los recursos disponibles, la situación de riesgo actual de la empresa en el mercado, el objetivo de horizonte temporal para obtener el retorno de la inversión, la aversión del riesgo de la empresa, su capacidad tecnológica, etc.

Existen una serie de filtros que pueden ser usados a la hora de fijar criterios específicos para la selección de nuevas actividades o negocios en los que concentrar la actividad CV:

- Su enlace estratégico con las operaciones actuales, la diversificación relacionada con la actividad actual o sin ella, y –tal y como se definió más arriba – una estrategia evolutiva frente a una revolucionaria.

- El tamaño potencial del mercado y las oportunidades para la unidad de negocio futura
- La cuota de mercado mínima a medio y largo plazo
- El tamaño de la inversión
- El retorno sobre la inversión
- El horizonte temporal y el pay-back de la inversión
- Nivel y tipo de riesgo de la actividad, el impacto de la nueva actividad sobre el core business (negocio principal) y el posible impacto de un fracaso sobre la reputación de la empresa
- La viabilidad general de la actividad
- Las sinergias con la organización

3.- El análisis de viabilidad. Una vez que se haya aprobado la integración estratégica, cualquier inversión sobre si invertir en un programa CV, un proyecto independiente u otro tipo de proyecto corporativo requiere un análisis de viabilidad – un Plan de Negocio que permita analizar la viabilidad del proyecto, rechazarlo si no está en concordancia con nuestras ideas generales del negocio, o si es inviable, diseñar un modelo de negocio más apropiado si fuese necesario, analizar en profundidad el mercado, fijar unas estrategias más adecuadas, ponerlas en relación con las capacidades y recursos de la empresa, y dotar al proyecto con los recursos técnicos, humanos y financieros más adecuados. Por supuesto que este proceso también aportará una mejor idea del retorno de la inversión.

Desde el punto de vista de la gestión interna del proyecto, el Plan de Negocio debería contener no solo la información necesaria relativa a la oportunidad misma y al mercado de referencia, sino también información sobre la relación entre los recursos y capacidades de la empresa y los requerimientos del proyecto. De manera específica, deberíamos ser capaces de encontrar las respuestas a preguntas como:

- La composición del equipo directivo para el nuevo proyecto, su ubicación dentro de la estructura de la organización y la política de remuneración.
- La naturaleza del nuevo proyecto, nueva división, subsidiaria, spin-off, etc.
- La estructura y posición de la operación corporativa de CV dentro de la organización
- Los hitos y las etapas en la financiación del proyecto
- Desarrollo estratégico del Plan de Negocio

Normalmente, el Plan de Negocio es alentador; el proceso de aprobación de la idea suele seguir el mismo proceso de toma de decisiones empresariales que el resto de los proyectos, involucrando un comité de inversiones, el consejo de administración, etc., cuyos miembros son los responsables de poner su firma en el proyecto.

- 4.- Organización y recursos y arranque de la actividad. En esta fase, la empresa debe aportar al proyecto los recursos necesarios (dinero, personas, oficinas, equipos, etc.) y comenzar las operaciones. Los recursos financieros pueden venir de los beneficios operativos de la empresa, o del mercado (capital privado, capital riesgo, financiación bancaria, etc.) o de cualquier tipo de modelo mixto.

En relación a los recursos humanos, es bastante importante no olvidar una serie de parámetros a la hora de seleccionar el personal y asignarlo a los diferentes puestos. Las siguientes acciones mejorarán su integración y operación dentro de la organización:

- El desarrollo de cada Nuevo proyecto debería tener su correspondiente equipo de calidad, con un jefe del proyecto capaz de implantar el proyecto.
- La organización debería establecer de manera continua nuevos retos a sus ejecutivos con el fin de desarrollar líderes y directivos para nuevos proyectos, ayudándoles a moverse con confianza en un entorno lleno de incertidumbre.
- El potencial individual de cada directivo debería ser medido de acuerdo a su aprendizaje y su aplicación a la actividad. Un plan es un elemento flexible que debe ser readaptado de manera continua.
- La retribución de los directores debe estar en línea con los requerimientos de cada proyecto, la cultura corporativa dominante y las necesidades de cada equipo de directivos.
- Los cambios en la dirección deben ser vistos como procesos de actualización y puesta al día razonables, y la aplicación de valor al proyecto, no como fracasos de los directivos.

- 5.- Gestión del proyecto y control. Dentro de un modelo corporativo, estos aspectos están por lo general enlazados con los usos y costumbres de la organización, pero deben estar abiertos a la flexibilidad requerida por un nuevo proyecto o una nueva división dedicada a Nuevos Proyectos.

Los diferentes tipos de proyectos internos normalmente demandan una fórmula para organizar los recursos internos, así como una serie de directrices para la gestión y el control internos. Un proyecto de integración vertical no tiene el mismo impacto que un proyecto de diversificación a nuevos horizontes. No obstante, a continuación proponemos cuatro máximas para asegurar que los procedimientos de control no impedirán el desarrollo normal de las nuevas actividades de CV:

- Organizar la dirección para maximizar el proceso de aprendizaje en las distintas áreas operativas. Si es necesaria la formación durante las distintas etapas del proceso, el aprendizaje de los mercados debería tener prioridad sobre el aprendizaje de los

productos o de la tecnología. Una vez que Vd. tenga suficiente información sobre el mercado, Vd. puede dedicar grupos específicos para aprender sobre el producto o la tecnología.

- Organícense para ganar el máximo know-how que les sea posible. Identifique el know-how que añadirá valor a los nuevos proyectos, y aplique dichos conocimientos al arranque y el desarrollo del proyecto.
- Evite, o minimice, la interferencia en la dirección de la nueva unidad o de la unidad responsable de gestionar el CV.
- Utilice los mecanismos más directos para responder/informar sobre necesidades de los nuevos proyectos y para comunicar la información necesaria para el control de sus operaciones.
- Evite en lo posible los procesos de preparación de presupuestos de capital.
- Diseñe los métodos de control y dirección más apropiados para lograr los siguientes fines:
 1. Maximizar las probabilidades de éxito del Nuevo proyecto
 2. Minimizar los costes de un posible fracaso
 3. Generar un modelo de evaluación de líderes de proyectos
 4. Establecer un sencillo modelo para tomar decisiones sobre el futuro del proyecto

6.- Liderazgo de los Nuevos Proyectos. Con el desarrollo y el crecimiento de la nueva actividad y su establecimiento como un elemento de la organización corporativa, el nuevo equipo de dirección aprende cómo gestionar los proyectos, la “política interna” de las nuevas actividades y su relación con la organización en términos generales. De esta manera, se promueve el crecimiento y la integración del proyecto CV. Aquí, al igual que en todo el proceso CV, es esencial el liderazgo en los más altos niveles de la organización con el fin de asegurar el éxito de los proyectos, posibilitando el proceso de aprendizaje y generando un modelo futuro de éxito para la organización.

- Razones para el CV

Las empresas utilizan el CV como una herramienta para crecer, diversificar el riesgo y responder a los cambios de mercados y a las oportunidades.

Si consultamos a los ejecutivos máximos de empresas que habitualmente están involucradas en proyectos de corporate venturing acerca de sus razones para realizar esta actividad, éstas serían las respuestas más frecuentes:

- Para crecer y alcanzar los objetivos estratégicos de crecimiento
- Para diversificar el riesgo
- Para responder a los cambios de mercado
- Debido a la madurez del core business (el negocio principal de la empresa)
- Para ofrecer nuevos retos a los ejecutivos de la empresa
- Para desarrollar nuevos directivos
- Para sobrevivir
- Para aplicar tecnologías nuevas, aún no testadas
- Para generar innovación

La supervivencia de una empresa de cualquier tamaño y sector de actividad depende de una estrategia de crecimiento continuado, de la adaptación al mercado y de defenderse de la acción de los competidores. La competitividad de una empresa a largo plazo no puede mantenerse sin prestar atención a procesos innovadores, o sin la generación continua de nuevos productos o servicios que respondan a las necesidades del mercado.

EL PLAN DE NEGOCIO / BUSINESS PLAN

En estos últimos años el Plan de Negocio se ha convertido en un documento indispensable para el análisis, control y venta dentro del proceso emprendedor, tanto a nivel de las nuevas iniciativas del negocio, como para el desarrollo interno de proyectos corporativos en empresas medianas y grandes.

En su papel principal, el Plan de Negocio es un documento que identifica, describe y analiza una oportunidad de negocio, examina su viabilidad técnica, económica y financiera, y desarrolla todos los procedimientos y estrategias necesarias por convertir la oportunidad inicial en un proyecto específico de negocio. En una segunda aplicación, que a estos efectos denominaremos “uso corporativo”, el Plan de Negocio constituye un instrumento fundamental en el análisis corporativo de una nueva oportunidad de negocio, un plan de diversificación, un proyecto de internacionalización, la toma de control de otra empresa o de una unidad de negocio externa, o incluso el lanzamiento de un nuevo producto o servicio en un entorno corporativo. En resumen, tanto para el desarrollo o el lanzamiento de un start-up, así como el análisis de nuevas inversiones empresariales, el Plan de Negocio se convierte en una herramienta indispensable.

- El Plan de Negocio satisface varios objetivos :

Por un lado, permite al promotor emprender un exhaustivo estudio de mercado para lograr la información necesaria para diseñar el mejor modelo de negocio posible para el proyecto, respondiendo a las necesidades de posicionamiento y segmentación del mercado, así como para realizar una primera aproximación a la viabilidad del proyecto. Adicionalmente, el Plan de Negocio

desarrollará las medidas estratégicas necesarias en cada una de las áreas funcionales para la consecución de los objetivos que el mismo plan habrá establecido en base al modelo de negocio y los recursos disponibles.

Una vez puesto en marcha, el Plan de Negocio servirá de herramienta interna que permitirá valorar el progreso de la empresa y las desviaciones con respecto del escenario planificado, y proponer, cuando sea necesario, las adaptaciones al modelo de negocio inicial y permitir que se obtenga información actualizada para la gestión diaria de la empresa y la preparación de presupuestos e informes.

Por el otro lado, y generalmente a través de su versión resumida (executive summary – resumen ejecutivo), un Plan de Negocio sirve de "tarjeta de presentación" de los emprendedores y para presentar el proyecto a terceros, tales como bancos, inversores institucionales y privados (Venture capital o business angels), entes públicos y otros gentes que tengan que ver con todo tipo de cooperación, ayuda financiera o ayudas de cualquier tipo.

Finalmente, y éste es un aspecto que no siempre se entiende bien ni se valora adecuadamente, en muchos casos, es el propio estudio sobre la factibilidad del proyecto lo que facilita su viabilidad, o el interés de un inversor, o el encaje estratégico de un proyecto a desarrollar. Un elevado porcentaje de los análisis llevados a cabo nos debería llevar a una conclusión negativa acerca de la viabilidad del proyecto analizado, poniéndole fin al proyecto en muchos casos de manera definitiva, o conduciendo en otros casos al rediseño del modelo de negocio propuesto.

Los múltiples fines para los que un Plan de Negocio puede ser usado constituyen una de las principales razones que hace excesivamente difícil escribir el borrador del Plan. Esta dualidad de usos crea un conflicto constante entre el uso "interno o estratégico" y su uso como "documento de marketing". Cuando el Plan es preparado como una guía para el proyecto de una start-up, el emprendedor generalmente tiende a minimizar de alguna manera el riesgo inherente al negocio, colocando el proyecto en una posición ligeramente más pesimista de lo que sería razonable. De la misma manera, el hecho de que el Plan de Negocio sea también utilizado para lograr la financiación de la nueva empresa, significa que el emprendedor está tentado normalmente a ligeramente "tocar al alza" las previsiones financieras y operacionales con el fin de hacer aparecer los resultados de la inversión y su viabilidad algo más atractivos de los que cabría suponer de manera razonable.

Por lo tanto, es muy importante tener siempre presente el fin último de un Plan de Negocio, y de escribirlo de acuerdo a dicho fin, aún a pesar de que en la mayoría de los casos el plan nos tiene que ayudar a cubrir múltiples objetivos de análisis, formulación de la estrategia, posicionamiento, valoración y venta de un proyecto. En cualquier caso, una premisa vital para darle validez a un Plan de Negocio es que el mismo esté basado sobre todo en supuestos o hipótesis verdaderas, y demostrar nuestra mejor integridad personal y capacidad profesional para desarrollarlo

- Aspectos formales al redactar el Plan de Negocio

Redactar un Plan de Negocio conlleva una serie de reglas o estándares que afectan sus aspectos formales, tales como la elección del vocabulario, la estructura interna del documento y el contenido de cada uno de sus capítulos, o la presentación misma del documento, todo ello dependiendo de los objetivos que pretende alcanzar el Plan. A pesar de todo ello, queda un amplio margen de libertad, dependiendo del objetivo último del Plan, el público al que va dirigido, el grado de desarrollo del negocio o el proyecto corporativo al que se dirige, el sector y el tipo de actividad que se estén considerando e incluso el momento en el que se va a llevar a cabo la principal actividad.

Para comenzar con el lenguaje utilizado: un Plan de Negocio normalmente va dirigido a más de un tipo de público, y por lo tanto es importante hacer uso de un vocabulario que sea inteligible para más de un público objetivo: inversores, directores generales, banqueros, proveedores, consultores etc. Las personas que redactan un Plan de Negocio para productos o servicios con un alto contenido tecnológico necesitan realizar un esfuerzo especial para traducir su terminología específica en un lenguaje comprensible para todos los grupos que integran su audiencia, aunque las especificaciones técnicas del producto o del servicio sean esenciales y deban aparecer por lo tanto en algún capítulo del Plan de Negocios.

Pasando a la estructura del documento, debemos hacer hincapié en que no hay reglas fijas, porque el Plan de Negocio nunca es un documento oficial que deba obedecer a ciertos formatos predefinidos.

- Modelo Genérico de un Plan de Negocio

Un Plan de Negocio es un relato que escribimos para nosotros mismos y para el mercado, Como cualquier historia, tiene que tener un guión coherente que entenderá nuestro público objetivo. Este hilo de conceptos y decisiones nos permitirá evaluar los recursos necesarios para ejecutar el plan y la rentabilidad que pensamos que nuestra historia va a obtener.

Algunas sugerencias para un Plan de Negocio genérico:

- A. - Resumen ejecutivo (3 páginas como una separata del documento principal)
- B.- El Plan de Negocio propiamente dicho

Introducción – La Oportunidad

El equipo de los líderes del proyecto (champions team): Es el QUIEN del Plan del Negocio. ¿Cuál es el nombre de la empresa y la marca del producto o servicio? En un entorno corporativo, ¿quién es la persona que tomará la decisión de aprobar el proyecto en cada uno de los niveles? En un entorno independiente, ¿quienes son los inversores potenciales, dependiendo de las características del proyecto, su grado de desarrollo, el sector o industria y la ubicación el proyecto?

El Modelo del Negocio:

Es el QUE del negocio. ¿Cuál es la finalidad del plan? ¿Cuáles serán nuestros productos o servicios? ¿Cuál es el contenido de nuestro Plan? ¿Cual es nuestra propuesta de Valor? ¿Qué posicionamiento estamos pensando desarrollar para competir? ¿En qué mercados queremos entrar?

Análisis del Sector:

Es el DONDE del negocio, la descripción de la actividad del negocio. ¿Dónde pensamos vender nuestros productos o servicios? La definición del ámbito de nuestro negocio determinará el tipo de recursos que necesitaremos para hacerlo funcionar.

Estrategia para la implantación del Modelo de Negocio:

El Marketing es una de las estrategias que más directamente están asociadas con el éxito o el fracaso de una nueva iniciativa de negocio. El posicionamiento y la segmentación son respuestas clave que nuestro modelo debe ofrecer y son los fundamentos esenciales de un buen plan de marketing. Posicionamiento tiene que ver con la percepción que el mercado tiene (esto es, los clientes) de nuestro producto o servicio, y nos tiene que ayudar a contestar la pregunta clave de "¿por qué alguien va a elegir mi producto o servicio antes que los productos o servicios de mis competidores"?

La segmentación responde a la pregunta incluida en el Modelo de Negocio de "¿cuál es mi mercado objetivo?", y es a través del plan de marketing y sus decisiones asociadas sobre precios, distribución, comunicación, promoción, etc. la que nos ayudará a ofrecer respuestas a nuestros consumidores-objetivo.

Además, el plan de marketing tiene como objetivo fijar las estrategias comerciales que nos permitirán alcanzar las cifras de ventas incluidas en el estudio económico / financiero. Por lo tanto, el plan de marketing tiene que explicar en detalle la estrategia general de marketing que nos permitirá explotar nuestra oportunidad de negocio y la ventaja competitiva inherente a ella. El plan de marketing debe contener qué es lo que hay que acometer, cómo hay que llevar a cabo dichas acciones, y cuándo hay que implantarlas, así como quién será responsable de la implantación de las medidas comerciales. A continuación vamos a exponer un resumen del contenido de los principales elementos de un plan de marketing:

- Estructura legal

En este apartado, debemos describir la forma legal de la empresa y la razón por la que hemos elegido dicha forma frente a otras alternativas permitidas por la ley, así como el régimen legal, la elección de los socios y la filiación de los fundadores de la empresa. Si la empresa ya existe, deberemos añadir igualmente cualquier circunstancia que afecte su estatus legal o su naturaleza. En los anexos legales deberá incluirse una copia de los estatutos de la sociedad.

El apartado legal deberá incluir igualmente los nombres y situación legal de los demás socios e inversores, junto con el porcentaje del capital detentado por cada uno de ellos y sus diferentes tipologías, obligaciones y limitaciones. Adicionalmente, este apartado debe incluir todo lo relacionado con los servicios externos de consultoría que se recibirán, con una descripción de la situación legal de los consultores, su área de especialización y el coste que sus servicios supondrán para la empresa.

Todas las formalidades administrativas y legales necesarias para la creación de una empresa, como p.e. creación de la misma, registro, alta en el régimen fiscal que corresponda, autorizaciones y permisos, etc. deben ser descritos en detalle y paso a paso, con indicación del tiempo necesario para cumplir cada trámite y su coste, factor especialmente importante si se trata de un sector regulado.

- Análisis económico-financiero

El Plan Financiero es otro elemento básico a incluir en el Plan de Negocio. Su finalidad es evaluar el potencial económico de un proyecto de negocio y presentar alternativas viables para su financiación. Obviamente, antes de llegar a este punto concreto, y después de haber llevado a cabo el estudio de mercado, el diseño de nuestro modelo de negocio y el Plan de Negocio, habrá sido necesario ‘hacer algunos números’ por adelantado para obtener una idea de la viabilidad económica y financiera del negocio. Al preparar el Plan Financiero, es necesario considerar nuestro proyecto de manera creativa y tomar en consideración formas alternativas para financiarlo.

Al comenzar a redactar el Plan Financiero, debemos referirnos a las hipótesis sobre las que se basa, hipótesis que en su mayoría estarán incluidas en los diferentes apartados del Plan de Negocio (datos de mercado, estrategias específicas, etc.). A continuación, deberemos describir la estructura del capital a la que aspiramos o que tenemos en mente, junto con los instrumentos del crédito previstos.

Como una parte central de nuestro Plan Financiero, deberemos aportar la siguiente lista de estados financieros provisionales:

- El ratio del efectivo disponible a lo largo del primer año, desglosado por meses, para mostrar los posibles efectos de la estacionalidad;
- Flujos de caja;
- Cálculo del punto muerto (break-even) y explicación de cómo se puede reducir el mismo en el caso de no alcanzar la cifra de ventas prevista:
- Planes y necesidades financieras, incluyendo información relativa a las opciones consideradas y la elegida o propuesta como la más rentable para el proyecto:
- Balances previsionales para los primeros cinco años, con desglose mensual para el primer año, y siempre basado en el sector (para un negocio que ya está marcha, el año en curso y los dos años inmediatamente anteriores);
- Cuenta de Pérdidas y Ganancias previsionales para los próximos cinco años, con desglose mensual para el primero, siempre basadas en el sector.

Una vez que esta documentación financiera ha sido preparada, merece la pena comentar las principales conclusiones obtenidas (datos como máximo de capital necesario, y cuándo será necesario, las necesidades de deuda y cuándo ésta será devuelta, etc.).

En cuanto a la rentabilidad, será necesario determinar y explicar con detalle la rentabilidad interna de la inversión esperada, los períodos de recuperación de la inversión y los ratios financieros más apropiados para este plan financiero.

Antes de dar por concluido este apartado del Plan Financiero, es un buen momento para recordar una vez más que el plan financiero cubre de manera general la estrategia del proyecto del negocio y que es, al mismo tiempo, una herramienta de marketing para obtener la financiación.

- **Riesgos y cómo mitigarlos**

Arrancar un proyecto de negocio o lanzar un nuevo producto es siempre una actividad que sin duda alguna encierra varios riesgos, y el Plan de Negocio debe contener referencias a dichos riesgos.

El Plan de Negocio debe contener una descripción de los posibles riesgos y las consecuencias posibles de cualquier circunstancia adversa que pueda afectar a la industria en la que estamos presentes, nuestra empresa, nuestro equipo de personal, la aceptación de nuestro producto o servicio o las dificultades para obtener los recursos financieros necesarios.

El juicio y la valoración de estos riesgos deben hacer referencia a los factores externos, tales como una recesión, nuevas tecnologías, la reacción de los competidores, cambios en la demanda, obsolescencia prematura, etc., así como su influencia sobre el desarrollo de nuestro negocio y las posibles acciones correctoras que podemos emprender para evitar estos riesgos.

Identificar y debatir acerca de estos factores de riesgo en relación a nuestro proyecto de negocio y la propuesta de planes de contingencia, demuestra la habilidad directiva del autor del plan e incrementa su credibilidad a los ojos de los inversores.

El último apartado del Plan de Negocio debe incluir las conclusiones y un resumen del mismo. Aquí tenemos que ser breves y concisos a la hora de reiterar los principales puntos fuertes del proyecto, sus puntos débiles, sus ventajas y oportunidades, así como las amenazas y los riesgos.

El resumen es una oportunidad para reforzar nuestros argumentos de cara al inversor que aún no haya quedado plenamente convencido de la solidez de nuestro proyecto, y por eso no debemos escatimar esfuerzos para resaltar la verdadera rentabilidad del proyecto

CÓMO EVALUAR UN PLAN DE NEGOCIO

A continuación enumeramos una serie de preguntas como una herramienta útil para evaluar un Plan de Negocio:

- La Presentación

¿Que piensa Vd. de la presentación del Plan de Negocio?

¿Tiene el estilo correcto, en términos de claridad, concisión, homogeneidad, etc..?

¿Está la información que se aporta al Plan lo suficientemente actualizada?

¿Qué mejoras haría Vd. en términos de presentación del Plan?

- La Idea

¿Le ha impactado a Vd. la idea sobre la que se basa el proyecto como original y ambiciosa?

¿Cuáles son las principales innovaciones que ofrece?

¿Qué opinión tiene Vd. de la descripción del negocio que hacen sus promotores? ¿Se podría mejorar?

- Estudio de Mercado

¿Siente Vd. que el Mercado en el que se espera operar ha sido estudiado con suficiente detalle?

¿Qué datos se podrían añadir?

¿Qué piensa Vd. del análisis de la competencia que incluye el estudio? Teniendo en cuenta el sector de la industria, ¿piensa Vd. que habría que añadir más información sobre la competencia?

¿Se han considerado todas las barreras de entrada actuales y futuras, o habría que incluir alguna más?

- **La descripción comercial**

¿Cuál es el nicho de Mercado que va a ocupar el Nuevo negocio?

¿Cuáles son las ventajas competitivas para entrar en este nicho de mercado?

¿Ha sido definido el cliente típico al que se dirige la propuesta?

¿Está Vd. de acuerdo con el perfil del público objetivo elegido, o se dirigiría Vd. a un segmento del mercado distinto?

¿Piensa Vd. que la estrategia de ventas propuesta es la adecuada para atraer al público objetivo?

¿Qué piensa Vd. del plan promocional y de publicidad? ¿Están suficientemente bien definidos y valorados a su coste real?

¿Qué otras medidas se podrían implantar?

¿Son realistas en su opinión las previsiones de ventas?

¿Se han explicado en el plan las hipótesis sobre las que se basan estas previsiones de ventas?

¿Considera Vd. que los canales de distribución propuestos son los correctos? ¿Son coherentes con la estrategia de ventas?

- **La descripción técnica**

¿Qué piensa Vd. de la descripción técnica? ¿Es demasiado simple o, por lo contrario, usa un vocabulario con demasiados tecnicismo, haciéndola incomprensible para los no iniciados?

¿Piensa Vd. que se han dado suficientes datos en lo referente al personal, terrenos, maquinaria, etc. para ser capaz de evaluar la viabilidad del proyecto? ¿Qué datos adicionales se podrían añadir?

¿Se han valorado correctamente todas las inversiones?

- **El Plan de Compras**

¿Se han definido con precisión las materias primas necesarias para hacer funcionar el negocio?

¿Se ha incluido una lista detallada de proveedores?

¿Incluye el plan las condiciones ofrecidas por los proveedores, tales como descuentos, plazos de pago, plazos de entrega, etc.?

Si existen procesos estacionales, ¿se mencionan proveedores alternativos?

¿Qué otra información podría merecer la pena incluir?

- **La estructura de la organización**

¿Incluye el Plan un organigrama de la empresa que los promotores desean crear?

¿Piensa Vd. que el equipo que se planea contratar es el correcto para este negocio?

¿Se corresponden los sueldos y salarios incluidos en el plan con la realidad del mercado?

¿Está definido el tipo de contrato de los empleados?

¿Se podrían ofrecer otros tipos de contrato que fueran más beneficiosos para la empresa que se desea crear?

- **Estructura legal**

¿Es la estructura legal que los promotores del plan proponen la adecuada, o sugiere Vd. una estructura legal distinta?

Si el plan menciona el régimen fiscal bajo el que actuará la empresa, ¿qué cambios propondría Vd.?

¿Ofrece el plan una lista detallada de los pasos a dar para la creación de la empresa, junto con el coste de los mismos?

¿Le parece a Vd. bien la elección de socios propuesta por el promotor del plan, o le daría Vd. a la empresa una estructura de capital distinta?

- **El estudio económico / financiero**

¿Cuál es su opinión acerca de las hipótesis sobre las que se basa la evaluación económica y financiera de la empresa?

A la vista de las proyecciones financieras del plan, ¿cuál es su valoración del proyecto desde un punto de vista económico / financiero?

¿Añadiría Vd. otros parámetros financieros a los que están incluidos en las previsiones financieras del proyecto?

- **Evaluación del Riesgo**

¿Piensa Vd. que los autores del plan han evaluado de manera correcta el riesgo, o se le han pasado por alto algunos factores que podrían constituir un riesgo serio para la viabilidad del proyecto que se está analizando?

¿Menciona el plan acciones alternativas a seguir si se materializa cualquiera de los riesgos mencionado?

- **Conclusiones**

¿Ofrecen los autores el resumen del proyecto que en su opinión merece el Plan?

¿Cuáles son los puntos fuertes del proyecto?

¿Y cuáles son sus puntos débiles?

A la vista de los C.V. de los promotores, ¿piensa Vd. que serán capaces de llevar el proyecto al éxito?

¿Invertiría Vd. en el proyecto?

EL PERFIL Y LAS HABILIDADES DEL EMPRENDEDOR

La imagen del emprendedor ha ido cambiando en función de los períodos y los entornos profesionales, de acuerdo con la coyuntura económica, su imagen en la sociedad y otros factores varios.

Hoy en día, lanzar un nuevo proyecto es una alternativa considerada por muchos como una opción profesional. No obstante, es importante considerar primero las implicaciones personales, los requisitos y los riesgos que una aventura de este tipo conlleva.

En primer lugar, una aventura personal emprendedora de éxito requiere la Gestión de Competencias, esto es, casar las necesidades del proyecto con los perfiles de aquellos que han de poner el proyecto en práctica, y, por otro lado, un liderazgo fuerte por parte del emprendedor.

Las empresas y las compañías necesitan personas con grandes habilidades de liderazgo y tres características principales:

- Intuición para el negocio: lo que se define como la habilidad para mejorar el conocimiento de los negocios y obtener los resultados óptimos para los accionistas
- Capacidad para mantener relaciones: esta es la capacidad para crear e influir sobre las relaciones, de manera que todos los integrantes de la cadena del negocio cooperen y dediquen sus mejores esfuerzos para el cumplimiento de los objetivos.
- Efectividad personal: que es la capacidad para alcanzar la madurez y por ende, la excelencia en condiciones de trabajo difíciles.

Esta definición de capacidades, habilidades y competencias es igualmente válida para el proyecto de una nueva empresa, tanto en lo referente a la empresa como al futuro emprendedor. Sería extremadamente arriesgado lanzar un proyecto si el emprendedor no tuviera suficientes cualidades como líder, o si no hubiera realizado una revisión completa de todos los requerimientos y las posibles consecuencias.

- El perfil del emprendedor

El modelo del emprendedor ha ido evolucionando con el paso del tiempo. La motivación personal lleva a las personas a aspirar a ser su propio jefe y a no trabajar en grandes corporaciones con

procedimientos estrictos. Claramente, la economía de Europa no tiene ni de lejos la capacidad de la economía de los Estados Unidos para crear empresas. En los Estados Unidos, se les enseña a los emprendedores qué pasos deben dar para lanzar una empresa, así como qué hay que hacer para obtener financiación y contratar a empleados. De la misma manera, en el contexto social, si en los Estados Unidos un proyecto empresarial fracasa, no hay un problema excesivo; simplemente, se vuelve a intentar (su percepción del fracaso empresarial es completamente distinta).

En general, podemos diferenciar cuatro perfiles de emprendedor: el “Principiante”, el “Iniciado”, el “Maduro” y el “Rebelde”.

- *El Principiante*: está relativamente cerca al entorno de los negocios, es por lo general un estudiante universitario que ha definido un proyecto y que lo lanza como proyecto de vida, tanto desde el punto de vista personal como profesional. Este emprendedor tiene que afrontar una serie de realidades, incluyendo las circunstancias financieras, que quizás no haya considerado a priori. Su motivación se basa de manera natural en el éxito de su negocio, con expectativas amplias y positivas, que por lo general están pobremente definidas.
- *El Iniciado*: la lógica del emprendedor “Iniciado” es de naturaleza hereditaria. Su cultura personal está próxima al mundo de los negocios, y hasta cierto punto, él mismo está predestinado para convertirse en emprendedor. Está motivado por una lógica hereditaria y sigue los pasos que le sugiere su entorno familiar, hasta desarrollar su propia carrera profesional. Tiene el apoyo y la protección de su familia, quien a menudo también le financia. Tiene normalmente una visión optimista sobre su futuro, y se mantiene fiel a un objetivo que puede ser difícil de alcanzar.
- *El Maduro*: el emprendedor “Maduro” ha alcanzado con frecuencia un buen equilibrio entre su carrera profesional como directivo y su vida familiar. Tiene inventiva, y su objetivo personal es siempre la independencia, y ha aprovechado su oportunidad para alcanzarla. El está motivado por la búsqueda de un equilibrio armonioso entre su vida profesional y su vida familiar, que trata de gestionar con un cierto grado de racionalidad.
- *El Rebelde*: el emprendedor “Rebelde” rompe con su carrera profesional, sin un conocimiento profundo de la dinámica de los negocios. No es necesariamente excesivamente ambicioso, pero siente la necesidad de auto-emplearse y/o tomarse la revancha de experiencias vitales anteriores. Tiene un espíritu bastante crítico, es tenaz y, sobre todo, está muy motivado por el éxito personal. No obstante, el emprendedor “Rebelde” es el que se ve más afectado por las amenazas y los contratiempos en el desarrollo interno de la empresa.

- **Los retos del emprendedor**

Los emprendedores tienden a ser el tipo de personas que han tenido que vencer retos complicados en su contexto profesional o personal. A su vez, la carrera de un emprendedor es una lucha continua contra problemas, y para crear una empresa en tales circunstancias, se paga un precio elevado en términos de sacrificio, trabajo y esfuerzo. Los elementos que se interponen en el camino y complican la creación de una empresa incluyen:

- Soledad durante la definición del proyecto, al conseguir fondos, al comenzar a vender, etc., aún a pesar de un entorno que le brinde apoyo moral.
- Inseguridad, que proviene de la aventura y de lo desconocido a nivel personal, porque el proyecto significa abandonar un entorno familiar y de estudio o trabajo conocido. Igualmente, el reto del negocio está basado en un concepto del mismo con una serie de innovaciones que no necesariamente aseguran la rentabilidad del proyecto.
- Falta de confianza, lo cual tiene dos lados: personal y social. La primera viene de las dudas propias del emprendedor, relativas a la gestión y el control del negocio, que por lo general proviene de puntos débiles de índole técnica, comercial, personal o financiera. La falta de confianza social es el resultado de la incapacidad por parte del promotor para ganarse el apoyo y compromiso de los demás para desarrollar la empresa: clientes, proveedores y agentes financieros.
- Sacrificio familiar es el precio que hay que pagar por todo el tiempo que hay que dedicar para poner en marcha el negocio. El desequilibrio personal es un riesgo demasiado alto para muchos que consideran que su empresa no es lo único que hay en sus vidas.
- Sacrificio financiero es el cambio sufrido en la economía personal y las prioridades. No obstante, el estilo de vida no debería ser “hipotecado” en exceso, porque eso llevaría a su vez a desequilibrios.

- **Cualidades a buscar**

Ahora que el futuro emprendedor es consciente de los retos personales que supone el proyecto de negocio, él debería descubrir las claves del éxito de cada una de las diferentes etapas. Estas cualidades se corresponden con competencias que le permitirán definir el concepto, estudiar el proyecto, lanzar la empresa y, obviamente, gestionar el negocio.

Cuando surge la idea, el emprendedor debe desarrollar dos cualidades que le permitirán definir un concepto para negocios diferenciados:

- Visionario: ver más allá del día actual. El emprendedor debe ser capaz de entender su marco y prever los cambios, de manera que su concepto se corresponda con una oportunidad con mucho potencial.
- Innovador: ¿Por qué pensar en grande si es posible pensar de otra manera? Es muy difícil desarrollar un concepto con el solo propósito de enfrentarse a las grandes empresas que ya están bien establecidas en ciertos mercados. Por esta razón, debe realizarse una búsqueda de todos los elementos diferenciadores que permitirán a la empresa destacarse sobre la oferta actual.

Cuando el emprendedor haya probado su visión e introducido las innovaciones a su concepto de negocio, debe definir la oportunidad de mercado y planificar el proyecto.

- **El desarrollo de las habilidades del emprendedor**

Las habilidades del emprendedor hacen referencia a las características observadas en emprendedores que han tenido éxito.

La Viabilidad de un Proyecto de Negocio es el equilibrio entre Cinco Elementos Básicos: la IDEA, el PLAN, los RECURSOS, la DIRECCIÓN y, en el corazón mismo del negocio, el EMPRENDEDOR. No obstante, con demasiada frecuencia se subestiman las virtudes reales del individuo, cuando en realidad son críticas para hacer de un proyecto atractivo y viable una empresa con cierta estabilidad y permanencia en el mercado. Por esta razón, el emprendedor en potencia debe “elegir entre viajar y quedarse en casa”. El debe analizar y fortalecer sus propias Habilidades y Capacidades, lo que implica:

- Evaluar sus propios puntos fuertes y débiles: como candidato, Vd. debe prepararse para un chequeo completo con objeto de descubrir si está realmente preparado para lanzar su negocio.
- Poner a prueba su determinación para emprender: es importante creer en uno mismo y estar convencido de que se es capaz de lanzar una aventura empresarial, pero es igualmente importante probar que se tiene la “Determinación para Emprender”, y hacer un inventario de sus deseos y dudas.
- Identificar las capacidades como emprendedor: todos los proyectos requieren una serie de cualidades humanas. La mayoría de estas cualidades coincide con las competencias como emprendedor. Por esta razón, un aspecto fundamental es identificar dichas Capacidades para el Negocio. Esto incluye el análisis, la mejora y complementar las habilidades, y saber cómo vender sus propias habilidades comerciales, técnicas, humanas y financieras.

- Buscar posibles ayudas: además de los socios y el equipo interno necesario para desarrollar la actividad, es muy importante buscar otras posibles ayudas, no solo para combatir la soledad, sino también para lanzar el negocio y aprovechar los contactos profesionales en búsqueda de apoyo.
- Identificar sus recursos financieros: muchas empresas no sobreviven debido a una capitalización insuficiente, falta de recursos o una pobre definición de los recursos necesarios. Por esta razón, una planificación adecuada de sus necesidades, tanto personales como de la empresa, no debe ser olvidada. El emprendedor en potencia debe identificar sus recursos financieros, con el fin de poder determinar hasta qué punto se va a involucrar personalmente en el proyecto.
- Incrementar el potencial de éxito: el trabajo de planificar el proyecto es igualmente un momento magnífico para consolidar la preparación el emprendedor y su proyecto, porque esto le permitirá incrementar el potencial de éxito.
- Reducir el riesgo de fracaso: el futuro emprendedor debe esforzarse para reducir el riesgo de fracaso a los distintos niveles, tales como los riesgos comerciales, una sobrevaloración de su clientela potencial, falta de realismo, etc.
- Decisión de crear la empresa: el último elemento del análisis se refiere a verificar el nivel de compromiso que uno tiene para con el proyecto, y evaluar si es el momento apropiado y si se dan las circunstancias favorables para decidirse a crear la empresa.

IE BUSINESS SCHOOL

PROGRAMA AT VENTURE-CLAUSTRO DE PROFESORES

El “Programa de Corporate Finance y Capital Riesgo” organizado dentro de AT Venture tuvo lugar del 19 de abril - 30 de junio de 2010. El contenido pedagógico fue desarrollado para proporcionar a los asistentes un mejor entendimiento de cómo acceder al Capital Riesgo y a los Business Angels con el fin de financiar el desarrollo de actividades en el campo de las tecnologías y los nuevos desarrollos.

El público del programa estuvo formado por ejecutivos de diferentes áreas del negocio, tales como el Capital Riesgo, los Business Angels y emprendedores pertenecientes a las áreas del proyecto “Interreg área Atlántica”. Los asistentes venían de diferentes países, tales como España, Irlanda, Portugal y el Reino Unido de las regiones socias del Proyecto AT VENTURE. En total asistieron 42 participantes. El lenguaje oficial del curso fue el inglés.

CLAUSTRO DE PROFESORES

PROFESOR FRANCISCO LÓPEZ LUBIÁN

E-mail: fco.lubian@ie.edu

- Licenciado en CC. Económicas, Universidad de Barcelona.
- Master in Economics and Business Administration (MED), Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE)
- Profesor Visitante en Harvard University. Graduate School of Management.
- Experiencia profesional previa: Hewlett-Packard, Sarrió C.P.L. y Grupo Isolux.
- Antiguo Catedrático del Departamento Financiero, IE Business School.
- Profesor de Dirección Financiera, IE Business School.



PROFESOR: CARLOS TAPIA MORAL

E-mail: carlos.tapia@estrategia-financiera.com

- Executive MBA, IE Business School.
- Licenciado en Dirección de Empresas y Ciencias Económicas
- Financial Valuation Certificate, New York University; Value Creation Certificate, Amsterdam Institute of Finance.
- Socio de Integra Estrategia Financiera (www.iefin.com).
- Socio de Solchaga Recio Corporate Finance (www.srcf.es).
- Profesor de Finanzas en IE Business School.



PROFESOR: JAMES McMILLAN- SCOTT

E-mail: james@mcmillanscott.com

James Macmillan-Scott tiene 30 años de experiencia en banca y mercados de capitales, y ha creado y dirigido plataformas de inversión bancaria y mercados de capital, así como gestión de fondos, tanto en los Estados Unidos como en Europa. Comenzó su carrera en banca en 1978 en Merrill Lynch en Londres. CEO de la subsidiaria estadounidense del broker europeo Savory Milln; Director de International Equity Distribution en Merrill Lynch North America (1989–1992); Director General y Head of Equity del Deutsche Bank; CEO de la plataforma de Euromarkets, ubicada en



París, de Hambrecht and Quist's; Fundador de Augusta and Co plc, un merchant bank con sedes en Londres y Fráncfort, especializado en financiación estructurada y especial y en actividades en el mercado de capitales; Co-fundador de Integra Estrategia Financiera y Solchaga Recio.

PROFESOR: MANUEL ROMERA

E-mail: manuel.romera@ie.edu

- Programa de Doctorado de Economía y Estrategia en Energía, IADE
- MBA, Instituto de Empresa (Madrid)
- Master in Stock Exchange Analysis, University of Chuo, (Japan)
- Master in Financial Marketing, Tulane University (USA)
- Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma de Madrid.
- Director del Sector Financiero, Instituto de Empresa
- Director Financiero, Alfar Training S.A. (1996- 2000)
- Analista, Mercado de Capitales, Renta 4 (1993- 1994)
- Profesor de Dirección Financiera, Instituto de Empresa,
- Profesor, Universidad Pública de Navarra
- Autor de numerosos artículos de investigación publicados en revistas científicas especializadas



PROFESOR: IGNACIO DE LA VEGA

E-mail: IgnaciodelaVega@ie.edu

- MA in International Affairs, The Fletcher School of Law, USA
- Licenciado en Derecho Cum Laude, Universidad Complutense de Madrid
- ECPCL, Harvard Business School, Harvard University, USA
- Programme of Instruction for Lawyers, Harvard Law School, USA
- International Teachers Programme, Harvard Business School.
- Profesor de Gestión de Emprendedores y Dirección Estratégica, IE
- Profesor Invitado en Escuelas de Negocios de Europa, Asia y América Latina
- Director de Desarrollo Estratégico, IE
- Director & Fundador, Centro Internacional de Emprendedores, IE
- Presidente del Consejo y Consejero Delegado, Instituto Madrileño de Desarrollo, Madrid
- Director General del Departamento de Nuevos Proyectos y Desarrollo, Grupo SIGLA, SA, Madrid, España, 1987 - 1989
- Director General de Comercio, Promoción Exterior, Consejería de Economía y Empleo, Madrid, España, 1996 - 1998



PROFESOR: RODRIGO FUENTES

E-mail: rfuentesgomez@deloitte.es

Rodrigo inició su carrera profesional en Deloitte en 1999. Durante sus 11 años como abogado, se convirtió en un experto en consultoría a inversores, tanto nacionales como internacionales en las siguientes áreas: legislación comercial, procesos de fusión y reestructuración, acuerdos de compra, due diligence y joint ventures. Rodrigo es un abogado especializado en Derecho Comercial y en fusiones y adquisiciones de empresas.

En Deloitte, Rodrigo fue responsable y gestionó más de 80 acuerdos de compra-venta de empresas, alianzas estratégicas y procesos de reestructuración, cubriendo virtualmente todas las áreas del negocio.

- Licenciado en Derecho, Universidad de Deusto (Bilbao) 1997
- Master of Laws (LL.M), IE Law School, 1998



- Profesor Adjunto de Derecho, IE Business School
- Ponente en aspectos legales de procesos de due diligence y acuerdos de compra-venta de empresas en diferentes foros de debate (IFAES, IEB, etc.)

PROFESOR JULIO URGEL

E-mail: Julio.urgel@ie.edu



- Doctor of Business Administration, Harvard Business School, Harvard University, Boston, USA
- MBA, IESE, Universidad de Navarra, Barcelona, España
- Ingeniero de Telecomunicaciones, Escuela Técnica Superior de Ingenieros de Telecomunicaciones, UPM, Madrid, España
- Profesor de Finanzas Corporativas & Negociación, IE, Madrid
- Presidente, Centro para la Innovación en la Gestión Turística, IE
- Director, EQUIS & Quality Services, European Foundation for Management Development, Bruselas
- Decano, IE, 1994 - 2000
- Consultor independiente en finanzas corporativas, con énfasis en procesos de fusiones & adquisiciones
- Consultor independiente y mediador en procesos de negociación complejos
- Associate, Departamento Financiero, Hewlett-Packard Spain, Madrid
- Ingeniero, Departamento de Análisis & Mediciones, Hewlett-Packard Spain, Madrid, 1979 - 1980



**Madrid, 2010. Asistentes al Curso AT Venture
Corporate finance and Venture Capital.**