



Financiación de la innovación

Núria Bosch

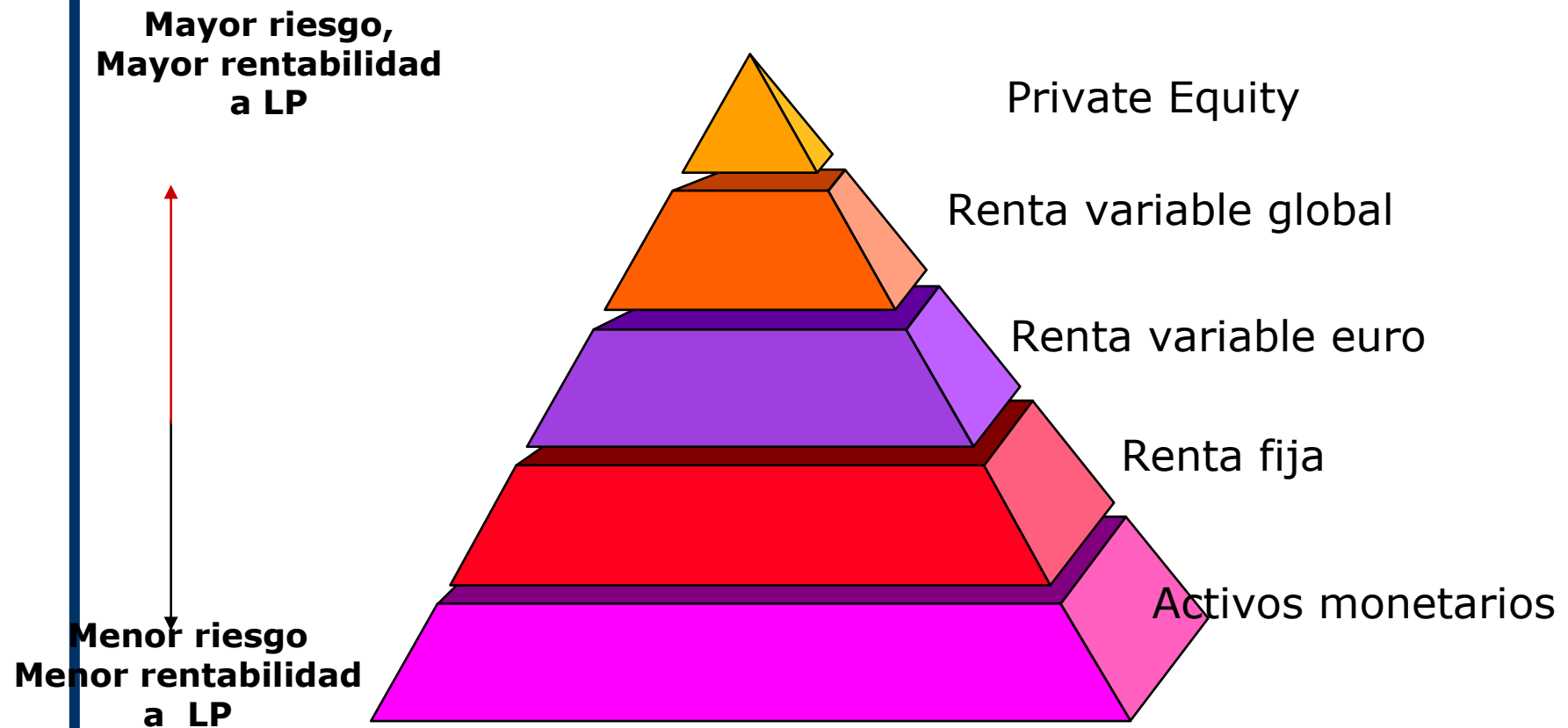
mayo /09

ÍNDICE

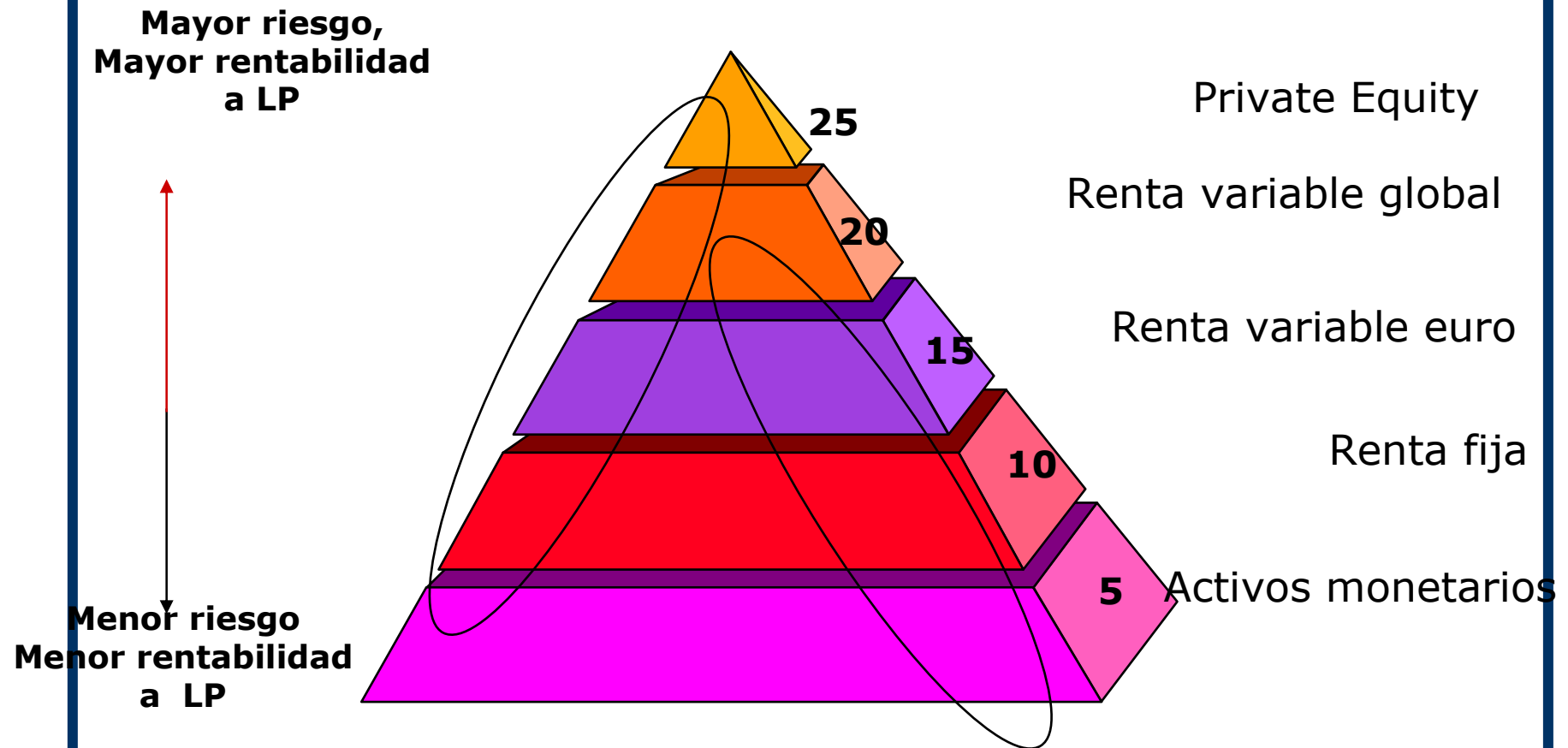
1. Introducción
2. Análisis de los estados financieros
3. El inversor financiero
4. La creación de valor
5. El precio, la defensa de la creación de valor

1. Introducción

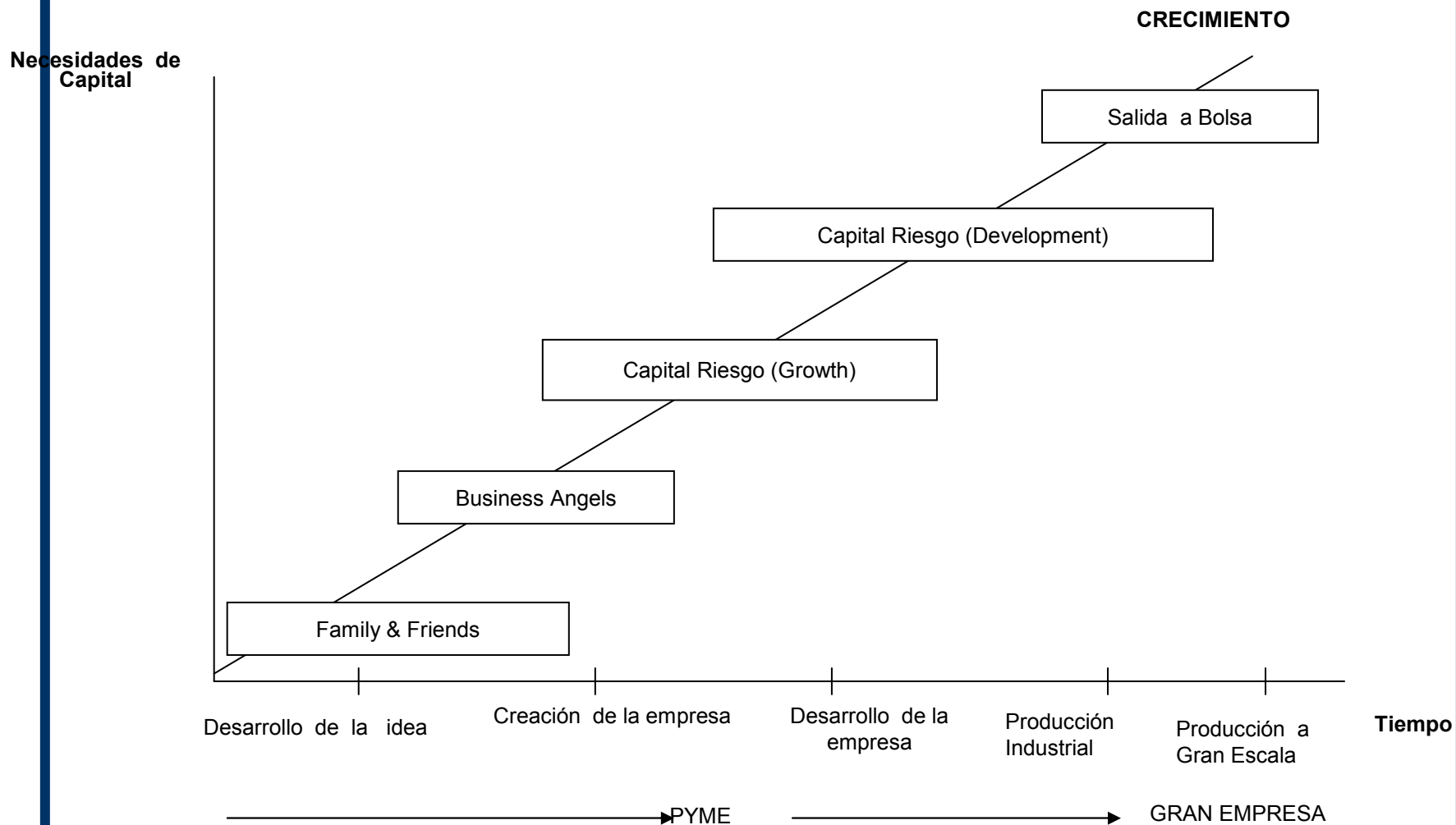
Asset allocation



Asset allocation



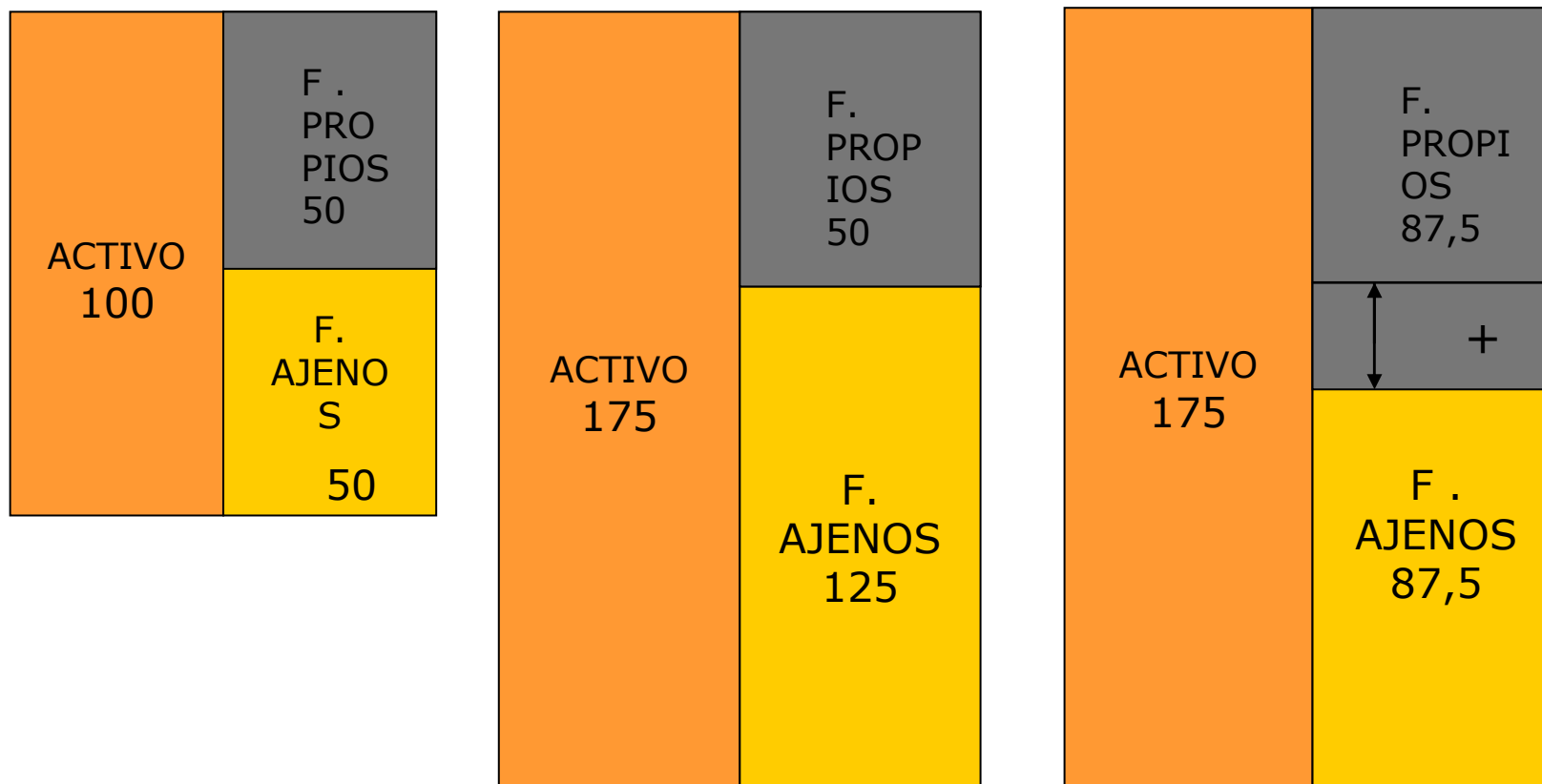
La recta de financiación



Tipología de finanzas

- Finanzas a corto plazo (1)
- Finanzas a largo plazo (2)
- Finanzas corporativas (3)
- Finanzas y control de gestión
- Finanzas internacionales
- Finanzas mercados y bolsas

El crecimiento y la capitalización



2. Análisis de los Estados Financieros

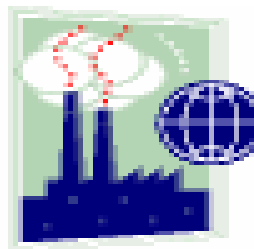
Nacimiento y crecimiento exigen financiación



INDUSTRIAL



AGRÍCOLA



INDUSTRIAL



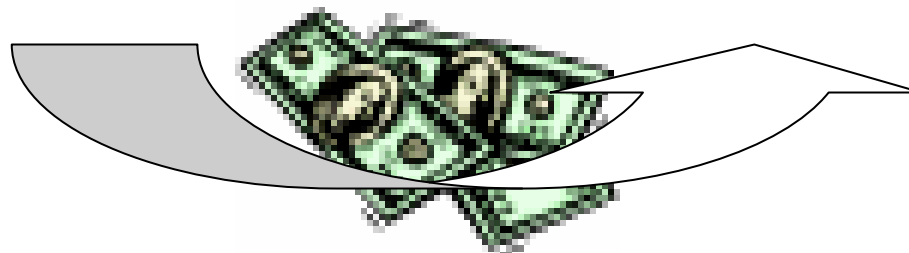
AGRÍCOLA



SERVICIOS



SERVICIOS



El equilibrio de Balance (1/3)



50%
Fondos Propios

50%
Fondos Ajenos

D
E
C
I
S
I
Ó
N

E
S
T
R
A
T
É
G
I
C
A

El equilibrio de Balance (2/3)

ACTIVO 175	F. PROPIOS 50
	F. AJENOS 125

$$50 - 50 = 0$$

Si los Fondos Propios no crecen

$$125 - 50 = 75$$

Posibilidades de incremento del pasivo de terceros:

- Financiación bancaria
- Incremento crédito proveedores
- Hacienda Pública / s.s.

El equilibrio de Balance (3/3)



$$87.5 - 50 = 37.5$$

Incremento de los Fondos Propios:

- . Capital Riego
- . Socio (financiero / industrial)

$$87.5 - 50 = 37.5$$

Incremento del pasivo de terceros; análisis de las NCT, buscar instrumentos "automáticos"

- Crédito de proveedores
- HP, SS

Recurso bancario si necesario

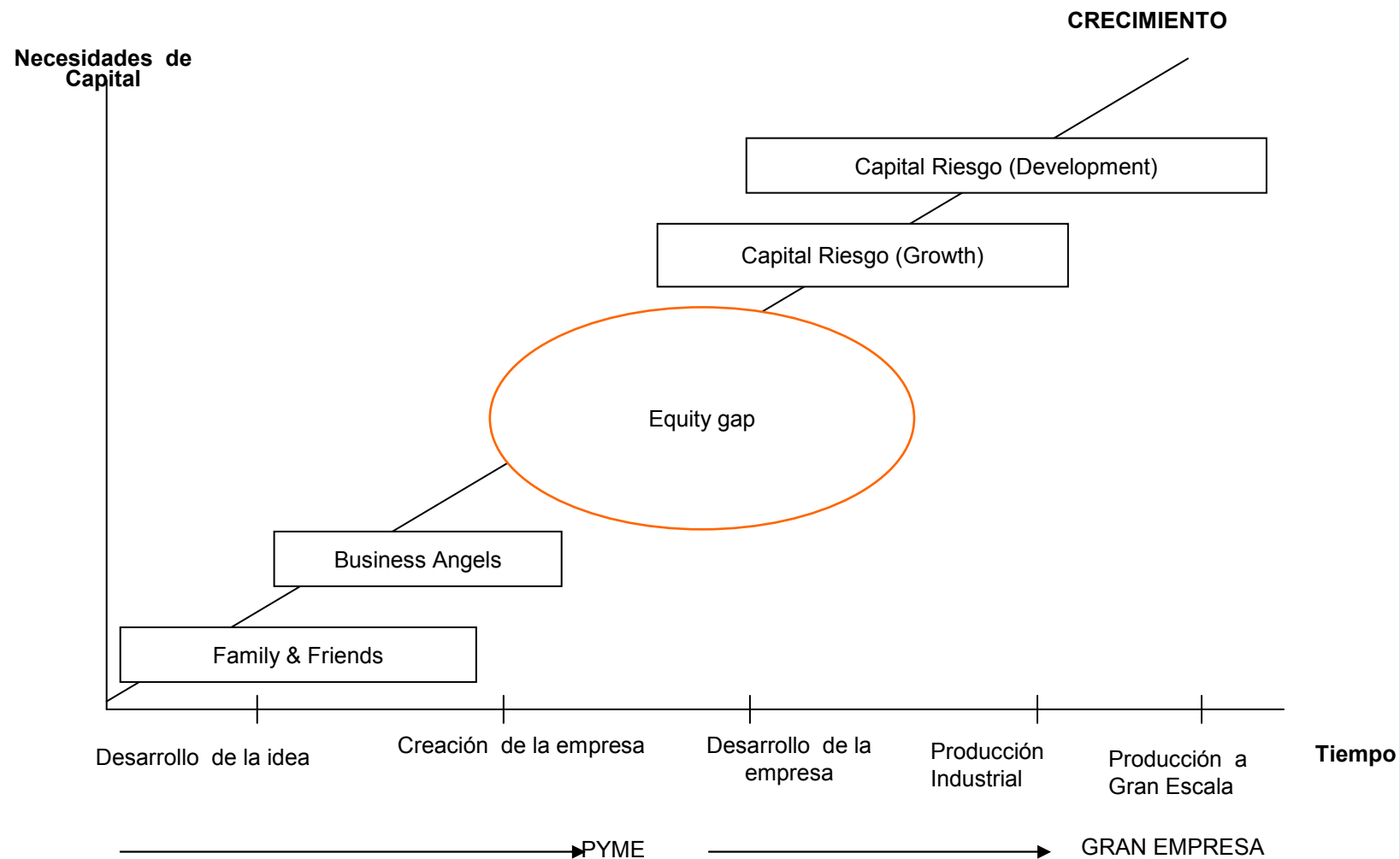
Repaso de conceptos

El punto de vista del inversor respecto a dichas magnitudes

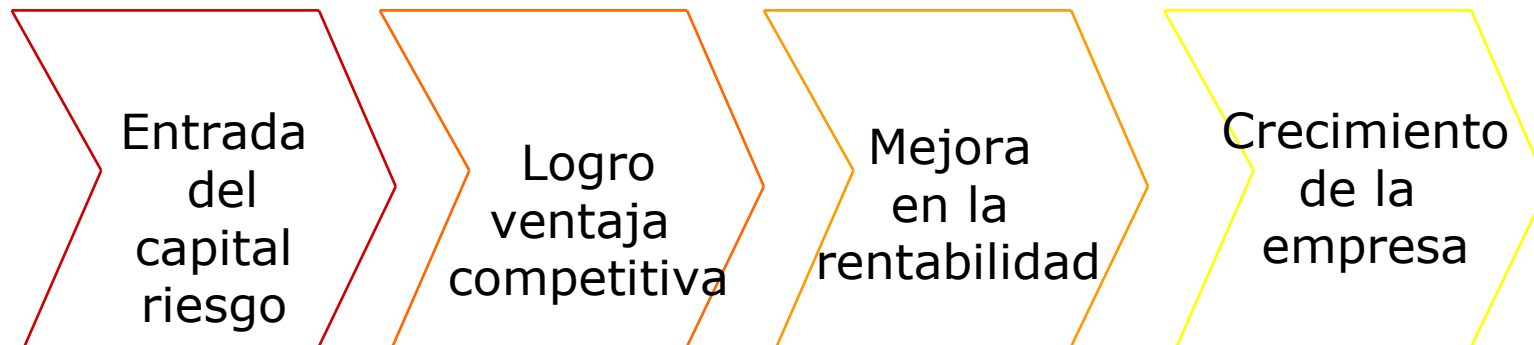
- Inversión
- Rendimiento del activo ($B^0/A \cdot 100$)
- Rentabilidad del pasivo (B^0/FP)
- Apalancamiento
- Liquidez - exigibilidad (recursos automáticos)
- Ratios
 - ≍ solvencia (capacidad: $Ac - PEx$, corriente FM, AC/PC)
 - ≍ endeudamiento ($deuda / cp$) = 1?
 - ≍ Margen y rotación ($AC/vtas \cdot 365$)

3. El inversor financiero

La recta de financiación



El capital riesgo visto por la empresa



El Sector del Capital Riesgo

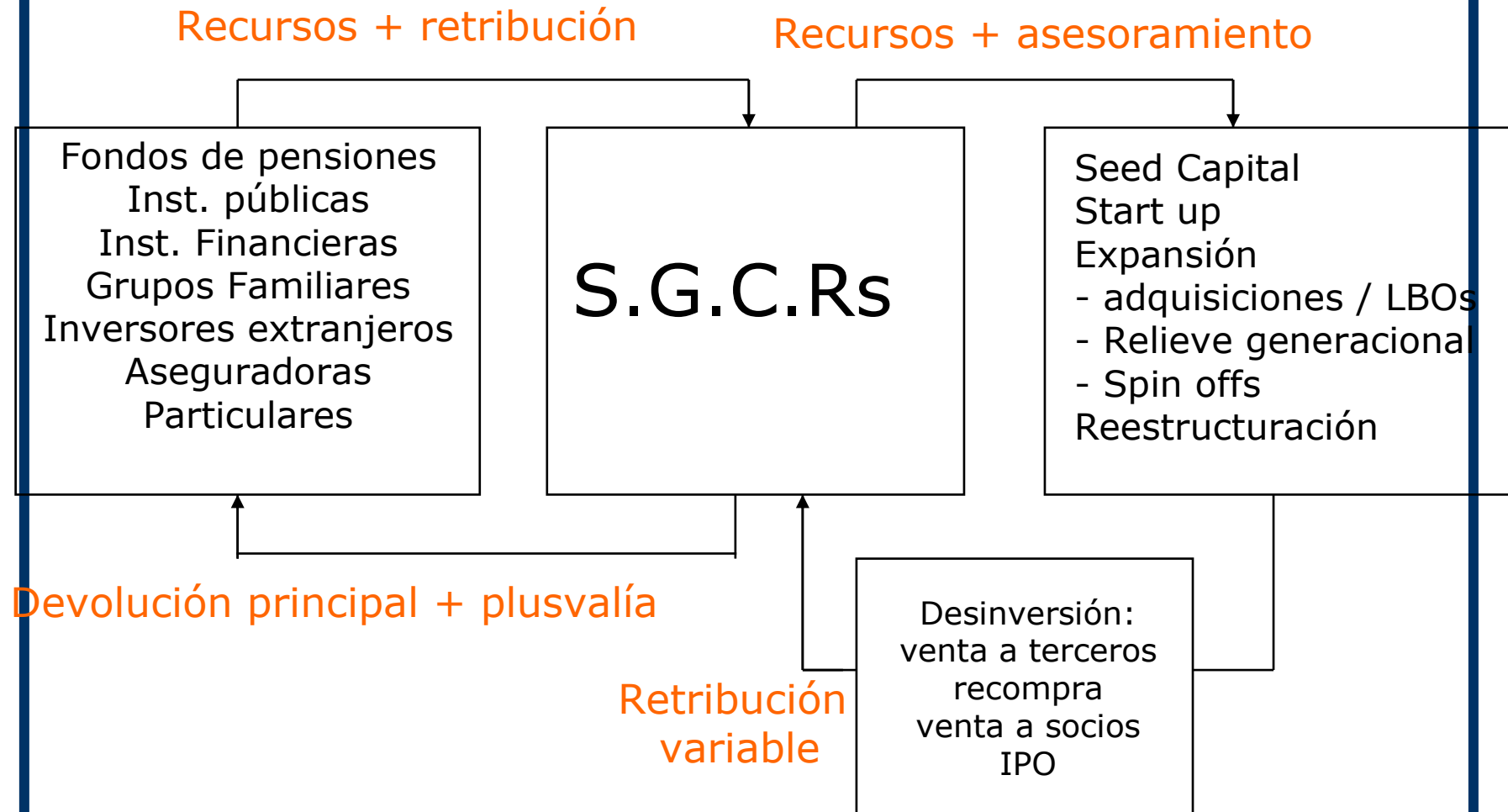
Su negocio...

- Toma de participaciones en empresas no cotizadas
- Con una temporalidad de 3 a 7 años
- Enfocado a sectores en crecimiento

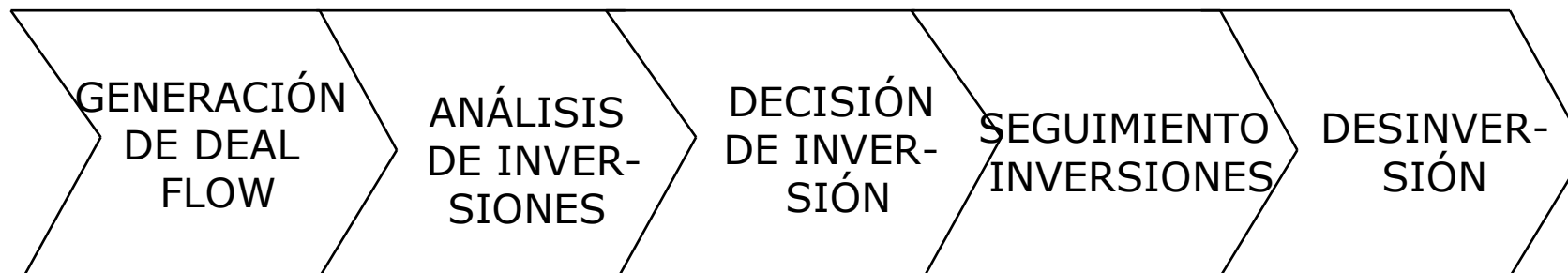
Sus objetivos...

- Potenciar el crecimiento y la creación de valor dentro de la empresa
- Obtener rentabilidad para sus accionistas a través de dividendos o de generación de plusvalías

Esquema de funcionamiento



El funcionamiento de un fondo



- Proceso crítico para la generación de inversiones
- *Deal Flow* genérico o especializado, según orientación del fondo

- Análisis *drivers*: equipo, modelo negocio, viabilidad...
- Valoración
- Negociación acuerdo de inversión

- La gestora propone inversión a comité de inversiones
- El comité aprueba
- Due Dilligences
- Redacción y firma de contratos de accionistas

- Participación en los Consejos

- Habitual salida a partir de los 4 años

Problemática del sector

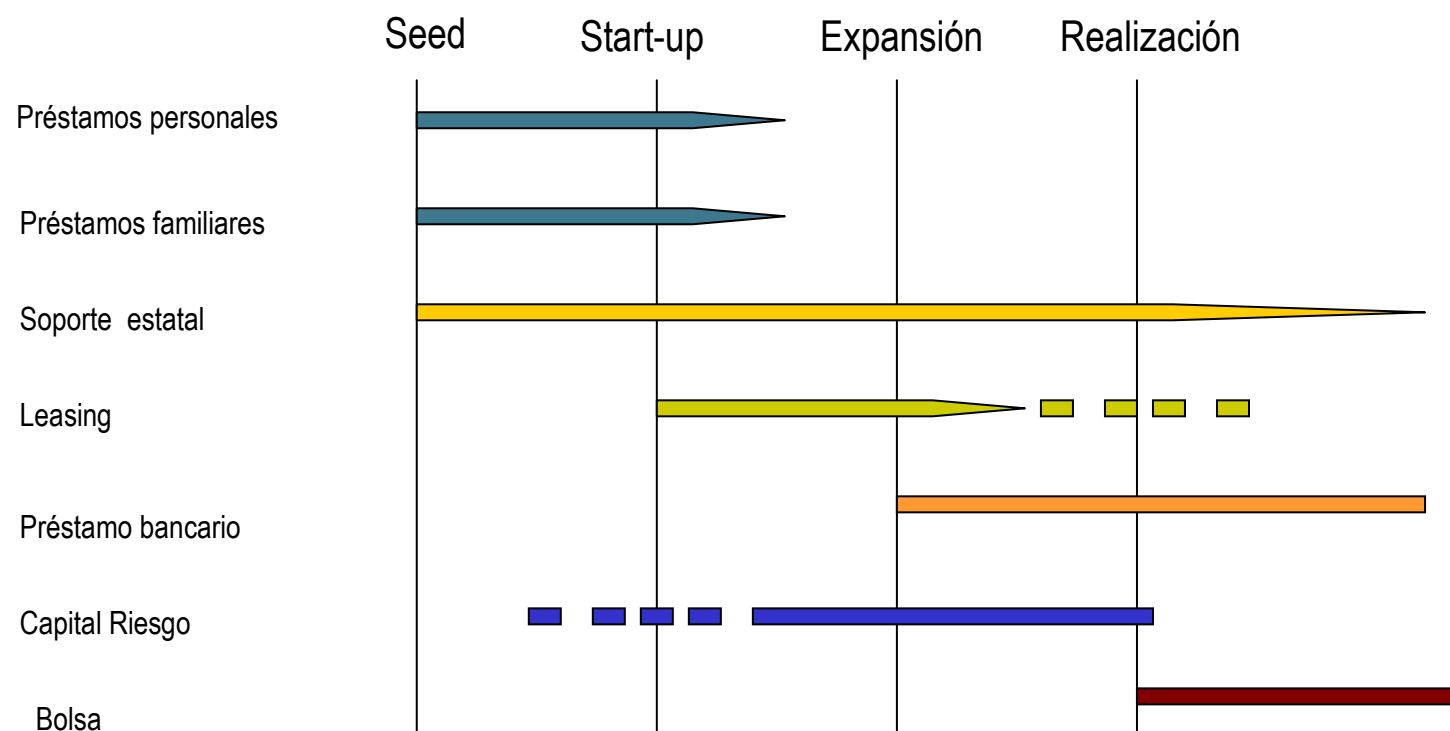
- Hands on: consumo de recursos
- Operaciones: a partir de cierto tamaño crítico
- TIR: el momento de la desinversión
- Salida: la forma de la desinversión

Mult.	TIR	Def
10	60	star
5	35	very good
2	15	fair
1	0	bad
0	0	catastrophic

Tir: +- **30%**
... Pero si cambiamos star
por fair: Tir +- **14%**

Instrumentos - RESUMEN

Fuente de capital



4. El valor (creado – percibido)

1. El equipo

FACTORES DE **ÉXITO**:

- Experiencia previa compartida de los miembros (trabajos – proyectos)
- Track record, relevancia?
- Conocen sus debilidades y dispuestos a cubrirlas?
- Tienen claros los roles futuros? (CEO)
- Diferencias de opinión subyacentes?

CARACTERÍSTICAS DE UN **EQUIPO** EFICAZ:

- Perfiles y fortalezas complementarias
- Visión compartida: todos “a una ”
- Tres personas.. mejor que seis
- Flexibilidad en la forma de afrontar problemas
- No se “deshace” ante adversidades

CONDICIÓN NECESARIA, NO SUFICIENTE

2. El Modelo de Negocio

- Orientado al “revenue”
- La intención de compra de los estudios de mercado NO implica compra efectiva
- La justificación de las ventas arranca de la parte de la cadena de valor que el negocio acomete (sustitución de procesos)
- Madurez de mercado
- Generador de caja?

3. El posicionamiento

- La medida de los nichos de mercado y la penetración prevista deben ser correctas (premisas para conseguir el posicionamiento objetivo).
- Análisis de los actores actuales del mercado. Vencer las incertidumbres de sus estrategias futuras.
- Cuánto cuesta alcanzar / mantener la posición?
- Evaluar la diferenciación y la reacción de los “grandes”.

4. El Potencial de Crecimiento

- El proyecto no será interesante para un VC si no puede crecer a ritmos sostenidos (dicho crecimiento es la base de consecución de los ROIs esperados y del atractivo para el futuro socio)
- Alianzas estratégicas (integraciones verticales / horizontales) – diferentes propuestas de valor
- Globalización : Fusiones & Adquisiciones
- Mercado - Sector: más demanda que oferta?
- NO improvisación de la actividad a los bioritmos del promotor (huidas hacia adelante)

5. El rendimiento

En el planteamiento de un proyecto empresarial la primera premisa es el **rendimiento del activo**: estamos diseñando un engranaje tal que de un Euro invertido en el activo de la empresa podemos obtener 1,5? 1,8? 10?!!

La solvencia a largo plazo se consigue con la equivalencia en la maduración de Activos – Pasivos ($FM > 1$)

La capacidad de endeudamiento se reduce más que proporcionalmente al aumentar el riesgo.

El apalancamiento no siempre consigue el efecto de reducción del coste de capital ponderado (los accionistas también exigen una remuneración de la inversión superior)

6. La negociación

El proceso de capitalización:

- Carta de confidencialidad
- Carta de intenciones

Reseña la aportación (importe)

El % de participación que supone (valoración implícita) – mayorías/minorías

Otros indicadores (salida, recompra pactada? arrastres? gobierno)

- Due Dilligence
- Firma

El valor objetivo vs. el precio subjetivo

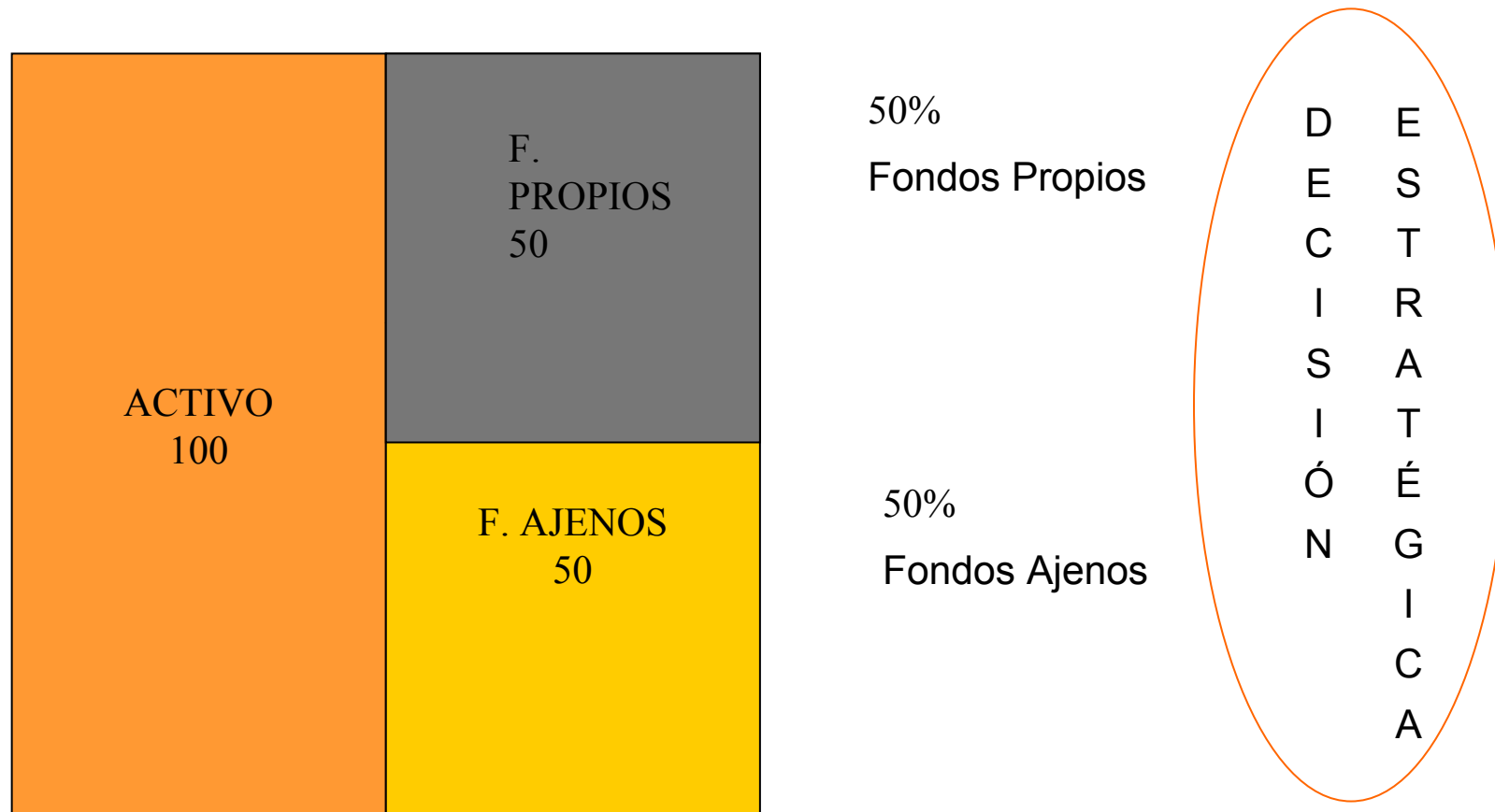
Dificultad de medida de la aportación de sinergias

Las posiciones han de estar cercanas

Búsqueda de “**contrapesos**”: una participación mayoritaria puede aceptarse si hay ratchets contra cumplimiento de hitos del BP.

Externalizar si es necesario

7. El equilibrio de Balance - solvencia



8. El Plan de Empresa

El contenido – el continente

Herramienta de planificación pero también ESPEJO!

Un “BUSINESS PLAN” que promete, debe:

- Plantear **la** solución a la cobertura de una necesidad detectada
- Ser innovador, único
- Tener un “focus” claro - ingresos
- Beneficio a largo plazo
- Efectivo (contiene la información para la toma de decisiones del inversor, ni más ni menos)
- Estructurado (capítulos)
- Comprensible (“hablar” con propiedad)
- Breve + “user-friendly”
- Atractivo

El Plan de Empresa – propuesta de guión

- Business Plan. Aspectos esenciales que debe incluir un Business Plan
- Resumen ejecutivo
- Propuesta
- Modelo de negocio
- Mercado al que va dirigido
 - ⌘ Descripción del mercado con datos a nivel España, Europa, mundial
 - ⌘ Cadena de valor
 - ⌘ Principales competidores
- Producto / Empresa
 - Descripción
 - Organigrama
 - Desarrollo por áreas de la compañía: comercial, compras, producción, marketing, logística, personal
 - Otros temas: control de calidad, mapa de procesos, servicio post venta, mantenimiento, sistemas de gestión
- Equipo
 - ⌘ Accionariado
 - ⌘ CV del personal clave de la compañía
- Análisis DAFO
- Datos financieros
 - Estados Financieros históricos: cuenta de resultados, balance y cash flow
 - Estados financieros proyectados: cuenta de resultados, balance y cash flow
 - Supuestos sobre los que se ha hecho la proyección de los Estados Financieros
 - Plan de inversiones

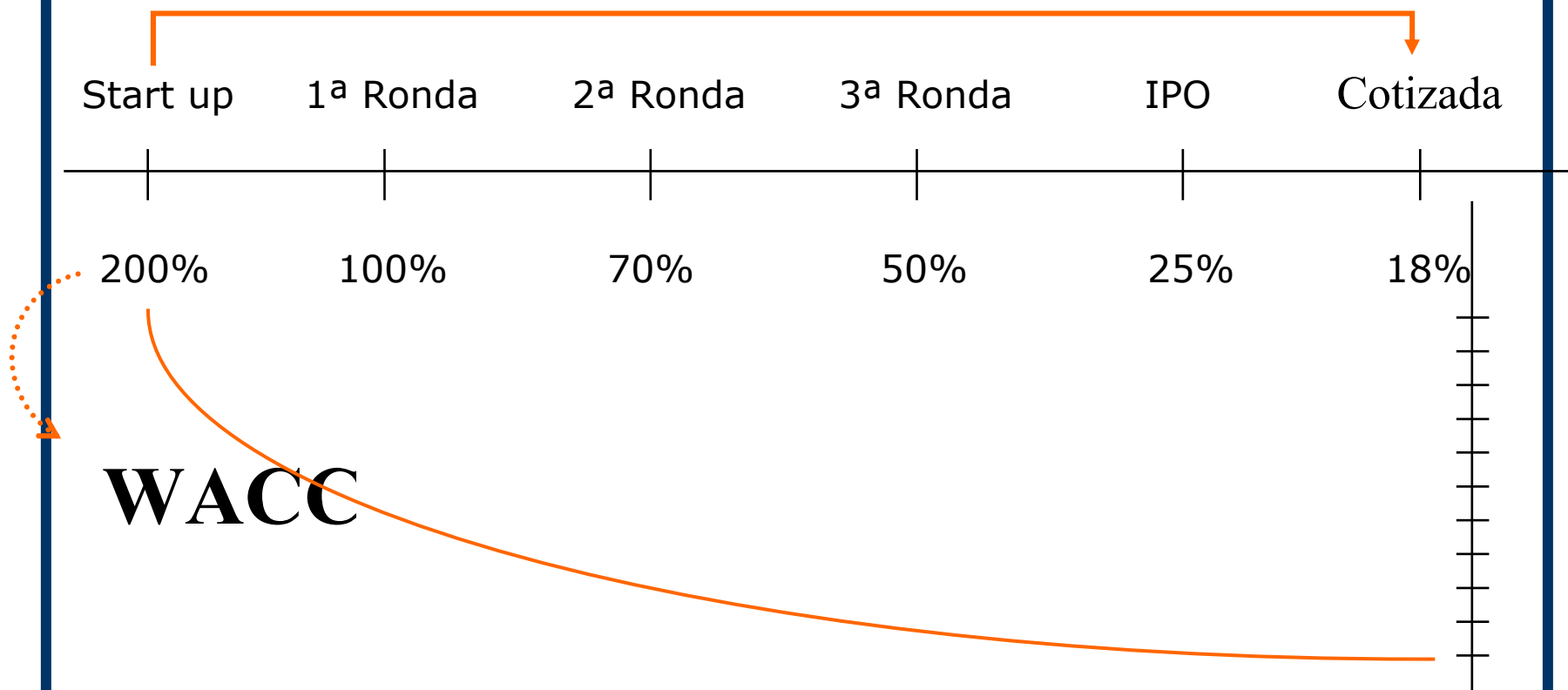
9. Tipología de socio

- Concepto de RIESGO (**inversor industrial vs. financiero – la “carta a los Reyes” – el negocio de cada uno de ellos**)
- La Creación de Valor (**el retorno**)
- Las barreras posibles (**base tecnológica?**)
- Los fondos sectoriales / business angels : el conocimiento de la cadena de valor

5. El precio, la defensa de la creación de valor

Evolución de la Tasa exigida

x 30



Tasa de descuento

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times K_e + \frac{D}{E + D} \times K_d$$

WACC, Coste Promedio Ponderado de Capital
E , Valor de Mercado de los Fondos Propios
D, Deuda

K_e, Cost of Equity- Tasa exigida por accionistas
K_d, Cost of Debt- Coste de la Deuda neto de impuestos

Normalmente "0" en Start-up

$$WACC = K_e$$

Tasa de descuento

$$WACC = K_e = R_f + \beta_e \times \text{Premium}$$

Tasa libre de
riesgo

- Consideraciones:
- Equity Duration
 - 5,7% → 6,0%

Coeficiente de riesgo
(Negocio + Financiero)

- Consideraciones:
- Diversificación
 - Beta e = Beta a, ya que no hay riesgo financiero
 - Cotizadas Tech al NASDAQ = 1,5
 - 1,5 → 2,0

Renta variable
vs renta fija

- Consideraciones:
- Prima por iliquidez
 - 4% → 6%

$$WACC = K_a = 5,7\% + 2 \times 4\% = 13.7\%$$

Valor terminal

$$VT = \frac{CFLE}{WACC - g}$$

Cash Flow Libre
de Explotación

Consideraciones:

- Nivel de inversiones vs. crecimiento previsto

Tasa de
Descuento

Consideraciones:

- Sensibilidad a los tipos de interés (duración)
- Posibilidad de endeudar la compañía (tax shield*)
- Fase de madurez (Beta)
- Liquidez (IPO)

Tasa de
Crecimiento

Consideraciones:

- Importancia al estimar la g
- Coherencia con el nivel de inversión

* http://en.wikipedia.org/wiki/Tax_shield

Descuento de flujos

Valoración	Unidades	2001	2002	2003	2004	VT
EBIT	Mil €	-46	18	643	1.955	
Ajuste impuestos		0	-6	-225	-684	
BCI		-46	12	418	1.271	
Amortizaciones		12	32	68	133	
Cash flow Explotación		-35	50	711	2.088	
Inversiones en fdo de maniobra		3	-13	52	104	
Cash Flow libre de Explotación		-32	37	763	2.192	12.456
Factor de actualización		1,14	1,29	1,47	1,67	1,67
CFLE de contado		-28	29	519	1.311	7.453

Valor Actual Neto

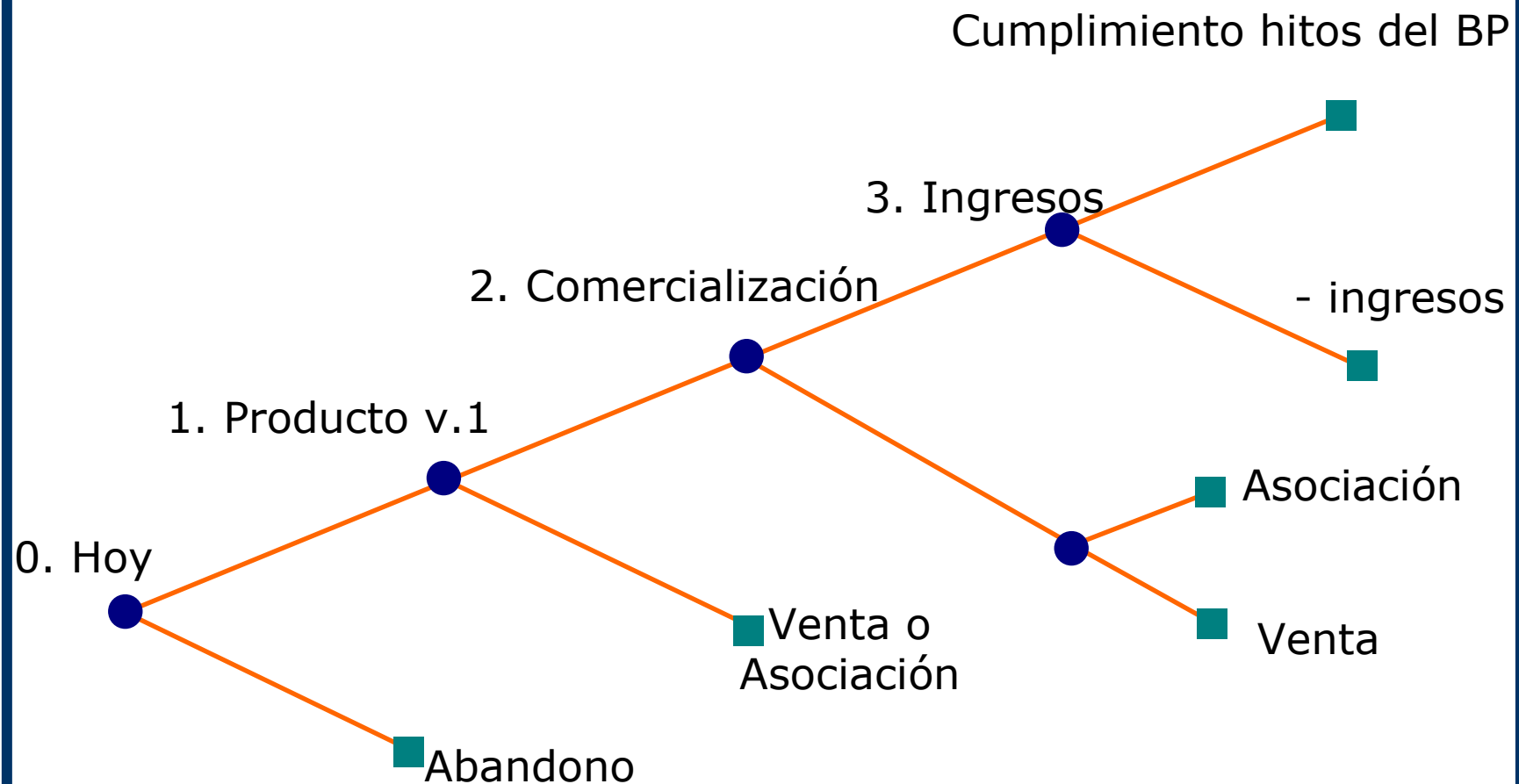
Mil €

9.284

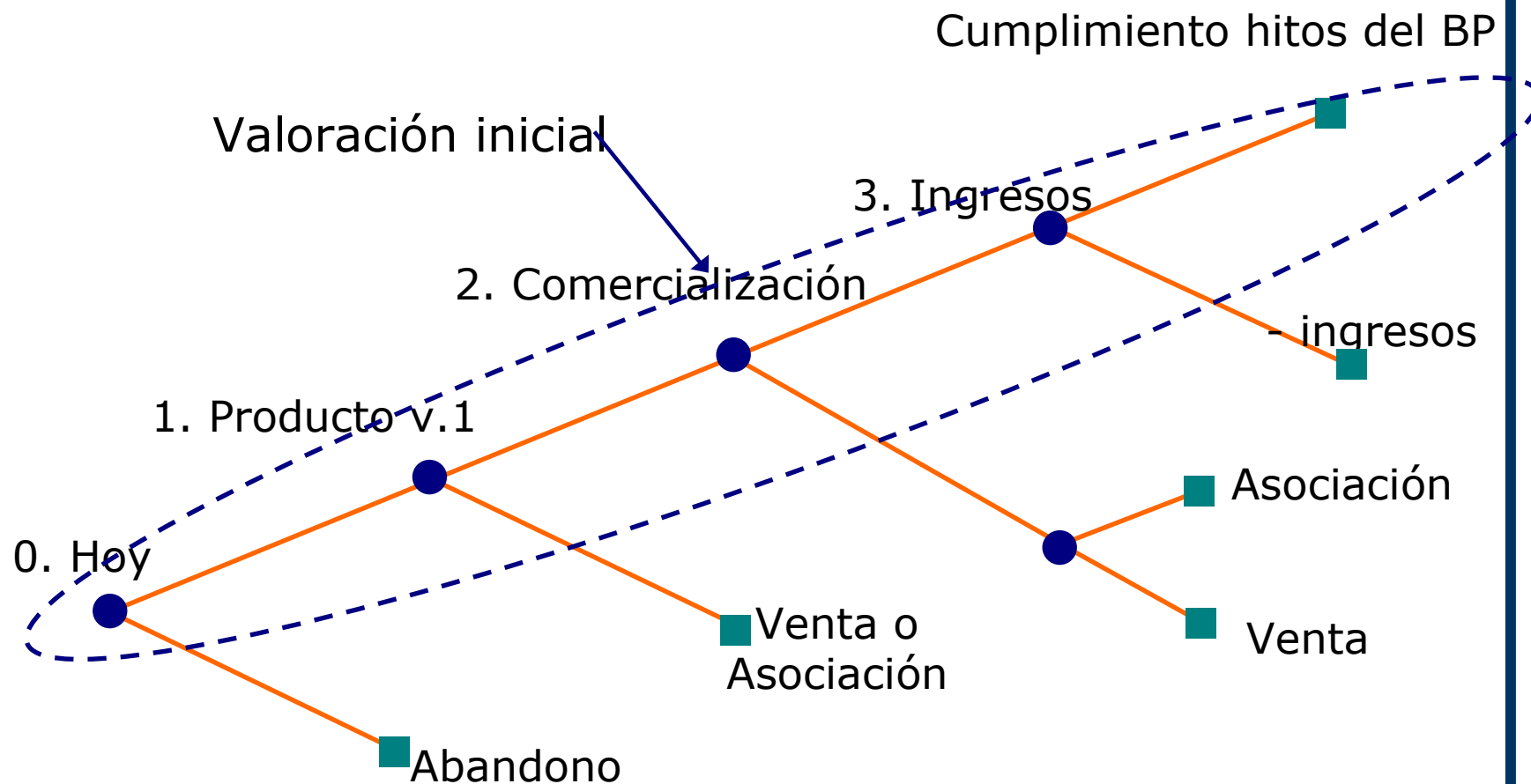
Tasa de descuento

Rf	5,70%
Rm-Rf	4,00%
β	2,0
K_a	13,70%
g	4%

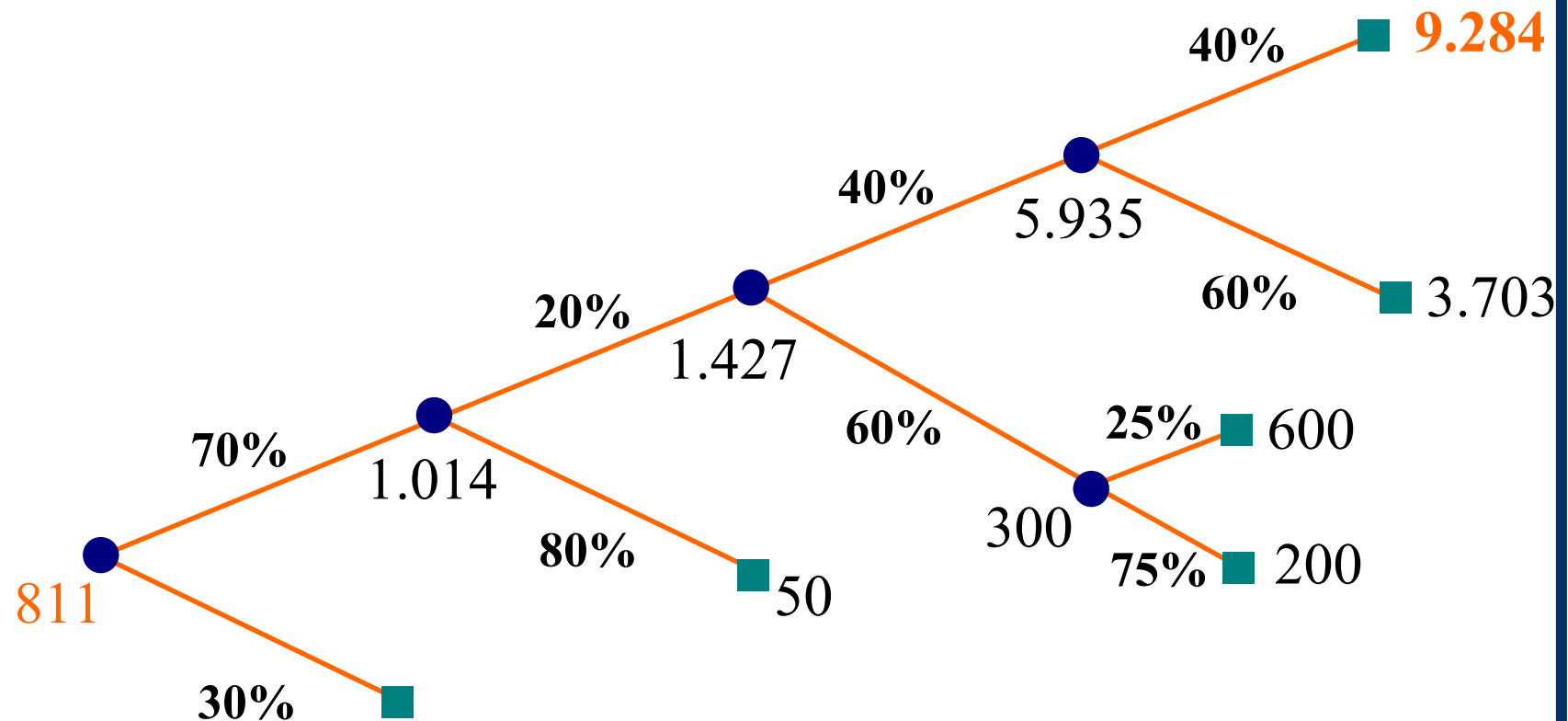
Árbol de decisión



Árbol de decisión



Árbol de decisión



El punto de vista del inversor

- Equipo: multidisciplinar y coherente
- No satisfecho únicamente con la presentación de la idea (detalles exactos de partidas de destino de los fondos y de quien está invirtiendo)
- El RETORNO (tir) y la "SALIDA"
- Valora sostenibilidad y apalancamiento
- La participación en el capital (fase de vida / valoración empresa) que posibilita la toma de decisiones.
- Rentabilidad a corto plazo
- "Cash burn"
- Análisis fundamental
- Rechazo de valoraciones altas (derivadas de crecimientos exagerados o múltiples comparables hinchados; en caso de tolerarlas, pedirá cláusula para protección en caso de incumplimiento)
- **CONTROL - CONTROL - CONTROL**

El inversor industrial

- Quién es: intereses y estudio en profundidad (ha acometido otras inversiones?)
- Conocimiento del sector: cuidado con los argumentos (modelo de negocio)
- Qué aporta? (tecnología, conocimientos, mercado... Ventaja competitiva?)
- Necesidades financieras adicionales?
- Cómo afronta la cohabitación (pacto de socios, capacidad de decisión)
- Motivaciones como accionista (control, sinergias con actividad principal), intereses alineados? (maximizar valor para el accionista? U otros intereses colaterales?)
- Las cláusulas a negociar: permanencia, exclusividad, diluciones,...

Momento actual

- Inversiones selectivas y “sanas”
- Mayores primas de riesgo (menor valoración) para el análisis de oportunidades en primera fase de desarrollo
- Fuerte interés por invertir en tecnología (inversiones comparables a resto mundo)
- Final de las subastas en los grandes, hasta que se reanude financiación
- Se continuará pagando un premium en los sectores “de moda”, pero cada vez inferiores
- Equipo: fundamental

Recomendaciones finales

- Plan de empresa. Conocer su conceptualización + limitaciones (hipótesis) + creación de barreras sostenibles en el tiempo (p.e. defensa de ingresos)
- Compromiso. Cómo se mide
- Confianza. Se rompe cuando no se cumplen las previsiones
- Capacidad de ejecución
- Alto conocimiento del mercado, cadena de valor de los actores
- Primero: hacer los deberes, después visitar inversores
- Acciones (no pretensiones), será por lo que se evalúe el BP
- Cierre de la operación: en caliente; no alargar negociación innecesariamente
- Clausulado: antidiluciones, vetos y arrastres,... evaluar como un "todo"
- Inversión en fases o establecimiento de ratchets si no hay acuerdo en la valoración; posibles earn-out
- Declaraciones y garantías. Contingencias.

Gracias!

Núria Bosch
bb.nuria@gmail.com