

Fuentes de financiación para el emprendimiento

Monografías do IBADER - Serie Creación de Valor Sostible nas Organizacións

Vanessa Miramontes-Viña
Ada Pérez-Pico
Noelia Romero-Castro



Fuentes de financiación para el emprendimiento

Autores: Vanessa Miramontes-Viña, Ada Pérez-Pico, Noelia Romero-Castro.

A efectos bibliográficos a obra debe citarse:

Miramontes-Viña, V., Pérez-Pico, A., Romero Castro, A. (2026). Fuentes de financiación para el emprendimiento. Monografías do IBADER - Serie Creación de Valor Sostible nas Organizacións. IBADER. Universidade de Santiago de Compostela. Lugo.

Esta publicación foi sometida a un proceso de revisión por pares.

Deseño e Maquetación: IBADER

ISSN edición dixital: 1988-8341

Depósito Legal: C 173-2008

Edita: IBADER (Instituto de de Biodiversidade Agraria e Desenvolvemento Rural). Universidade de Santiago de Compostela, Campus Universitario s/n. E-27002 Lugo, Galicia.

<http://www.ibader.gal>

info@ibader.gal

Coa colaboración da Cátedra Unesco Reservas de Biosfera Atlánticas

Copyright: Instituto de Biodiversidade

Agraria e Desenvolvemento Rural (IBADER).



Editado coa colaboración da Deputación de Lugo:



Fuentes de financiación para el emprendimiento

Vanessa Miramontes-Viña

Departamento Economía Financiera y Contabilidad.
Universidade de Santiago de Compostela

Ada Pérez-Pico

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Universidade de Santiago de Compostela

Noelia Romero-Castro

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Universidade de Santiago de Compostela



**Monografías do IBADER - Serie Creación de Valor Sostible
Lugo 2026**

Monografías do IBADER

Instituto de Biodiversidade Agraria e Desenvolvemento Rural

Temática e alcance

O Instituto de Biodiversidade Agraria e Desenvolvemento Rural (IBADER) é un instituto mixto universitario, situado na cidade de Lugo e conformado pola Universidade de Santiago de Compostela, as Consellerías da Xunta de Galicia con competencias en Medio Ambiente e Medio Rural e a Deputación de Lugo.

Unha das actividades do IBADER é a publicación e difusión de información científica e técnica sobre o medio rural desde unha perspectiva pluridisciplinar. Con este obxectivo publícanse a revista Recursos Rurais e as Monografías do IBADER, espazos orientados a fortalecer as sinerxías entre colectivos vinculados ao I+D+I no ámbito da conservación e xestión da Biodiversidade e do Medio Ambiente nos espazos rurais e nas áreas protexidas, os Sistemas de Producción Agrícola, Gandeira, Forestal e a Planificación do Territorio, tendentes a propiciar o Desenvolvemento Sostible dos recursos naturais.

A Revista científico-técnica Recursos Rurais publica artigos, revisións, notas de investigación e reseñas bibliográficas. A revista inclúe unha Serie Cursos, que publica os resultados de reunións, seminarios e xornadas técnicas ou de divulgación. As Monografías do IBADER divulgan traballos de investigación de maior entidade, manuais e textos de apoio a docencia ou investigación e obras de divulgación científico-técnica.

A revista Recursos Rurais atópase incluída na publicación dixital Unerevistas da UNE (Unión de Editoriales Universitarias Españolas) e na actualidade inclúese nas seguintes bases de datos especializadas: CIRBIC, Dialnet, ICYT (CSISC), Latindex, Rebiun e REDIB.

Política de revisión

Todos os traballos publicados polo IBADER, deben ser orixinais. Os traballos presentados serán sometidos á avaliación confidencial de dous expertos anónimos designados polo Comité Editorial, que poderá considerar tamén a elección de revisores suxeridos polo propio autor. Nos casos de discrepancia recorrerase á intervención dun terceiro avaliador. Finalmente corresponderá ao Comité Editorial a decisión sobre a aceptación do traballo. Caso dos avaliadores propoñeren modificacións na redacción do orixinal, será de responsabilidade do equipo editorial -unha vez informado o autor- o seguimento do proceso de reelaboración do traballo. Caso de non ser aceptado para a súa edición, o orixinal será devolto ao seu autor, xunto cos ditames emitidos polos avaliadores. En calquera caso, os orixinais que non se suxeiten ás seguintes normas técnicas serán devoltos aos seus autores para a súa corrección, antes do seu envío aos avaliadores.

IBADER
Instituto de Biodiversidade Agraria e Desenvolvemento Rural
Universidade de Santiago de Compostela
Campus Universitario s/n
E 27002 Lugo, Galicia (España)

Tfno 982 824500
Fax 982 824501

<http://www.ibader.gal>
info@ibader.gal

Fuentes de financiación para el emprendimiento

Resumen

Este manual ofrece una guía integral sobre la financiación de las empresas emergentes, analizando desde los tipos de emprendimiento hasta los retos específicos de las startups en España. Se explica el ciclo de vida de estos proyectos, que se dividen en fases que van desde la pre-semilla hasta la consolidación o salida, vinculando cada etapa con sus necesidades de capital particulares. Se examinan diversas fuentes de financiación, incluyendo aportaciones propias, métodos de bootstrapping, y el apoyo de inversores informales como familiares y amigos. Asimismo, se destaca el papel de la financiación pública a través de organismos como CDTI, ENISA e ICO, que facilitan el crecimiento sin diluir la propiedad. El contenido también aborda mecanismos de financiación modernos como el crowdfunding y el uso de las nuevas tecnologías como las ICOs, IEOs y STOs. Finalmente, se expone la gestión de rondas de inversión, la valoración de empresas y las estrategias de expansión internacional para lograr modelos de negocio escalables. general enfrentan para conseguir que las CER contribuyan de modo efectivo al DRS.

Palabras clave

Fuentes de financiación, Startup, Financiación 3.0, Emprendimiento.

Sources of funding for entrepreneurship

Abstract

This manual offers a comprehensive guide to financing startups, analyzing everything from the different types of entrepreneurships to the specific challenges faced by startups in Spain. It explains the life cycle of these projects, which are divided into phases ranging from pre-seed to consolidation or exit, linking each stage to its specific capital needs. It examines various sources of funding, including personal contributions, bootstrapping methods, and support from informal investors such as family and friends. It also highlights the role of public funding through agencies such as CDTI, ENISA, and ICO, which facilitate growth without diluting ownership. The content also addresses modern financing mechanisms such as crowdfunding and the use of new technologies like ICOs, IEOs, and STOs. Finally, it covers the management of investment rounds, company valuation, and international expansion strategies to achieve scalable business models.

Key words

Sources of funding, Startup, Funding 3.0, Entrepreneurship.

1. ECOSISTEMA FINANCIERO DE LAS EMPRESAS EMERGENTES	5
1.1. EMPRENDIMIENTO: TIPOLOGÍAS	5
1.2. STARTUPS VS PYMES TRADICIONALES: DEFINICIÓN, CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES Y DIFERENCIADORES CLAVE	9
1.2.1. DELIMITACIÓN GENERAL DEL CONCEPTO DE <i>STARTUP</i>	9
1.2.2. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE <i>STARTUP</i> EN LA LEY 28/2022.....	10
1.2.3. CICLO DE VIDA DE UNA <i>STARTUP</i>	11
1.2.4. DIFERENCIAS ENTRE EMPRESA (PYME) TRADICIONAL Y <i>STARTUP</i>	13
1.3. ECOSISTEMA DE LAS STARTUPS EN ESPAÑA	14
1.4. DESAFÍOS EN LA BÚSQUEDA DE FINANCIACIÓN.....	19
RESUMEN CAPÍTULO	21
ACTIVIDADES	22
PARA SABER MÁS.....	23
2. CICLO DE VIDA DEL EMPRENDIMIENTO Y TIPOS DE CAPITAL	25
2.1. FASES DEL CICLO DE VIDA DE UNA STARTUP.....	25
2.1.1. FASE PRE-SEMILLA.....	26
2.1.2. FASE SEMILLA	28
2.1.3. FASE EARLY STAGE	29
2.1.4. FASE DE CRECIMIENTO	31
2.1.5. FASE FINAL O SALIDA.....	32
2.2. ESQUEMA FINANCIERO DE UNA STARTUP: FUENTES Y NECESIDADES SEGÚN CADA ETAPA	34
2.2.1. FASE PRE-SEMILLA.....	34
2.2.2. FASE SEMILLA	36
2.2.3. FASE EARLY STAGE	39
2.2.4. FASE DE CRECIMIENTO	41
RESUMEN CAPÍTULO	44
ACTIVIDADES	45
PARA SABER MÁS.....	46
3. FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA STARTUPS.....	47
3.1. INTRODUCCIÓN.....	47
3.2. APORTACIÓN DE LOS SOCIOS	49
3.3. FUENTES DE FINANCIACIÓN INFORMALES	50
3.3.1. FINANCIACIÓN BOOTSTRAPPING	50
3.3.2. FAMILY, FRIENDS AND FOOLS (FFF).....	51
3.4. FINANCIACIÓN PÚBLICA	52
3.4.1. CDTI	53
3.4.2. ENISA.....	54
3.4.3. LÍNEAS ICO.....	54

3.5. PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA	55
3.5.1. CROWDFUNDING.....	55
3.5.2. MODELOS DE CROWDFUNDING.....	56
3.5.3. PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING	57
3.6. BUSINESS ANGELS	57
3.6.1. TIPOS DE BUSINESS ANGELS	59
3.7. ACELERADORAS E INCUBADORAS	60
3.8. CAPITAL RIESGO	62
3.8.1. VENTAJAS DEL CAPITAL RIESGO	63
3.8.1. VENTURE CAPITAL	64
3.8.2. PRIVATE EQUITY	65
3.9. MERCADO DE CAPITALES.....	66
3.9.1. BME GROWTH	67
3.9.2. ENTORNO PRE MERCADO	68
3.9.3. BME SCALEUP	69
RESUMEN CAPÍTULO	70
ACTIVIDADES	72
PARA SABER MÁS.....	73
4. DISEÑO Y GESTIÓN DE UNA RONDA DE FINANCIACIÓN	75
4.1. EL PROCESO DE INVERSIÓN	75
4.1.1. PREPARACIÓN DE LA OPERACIÓN	75
4.1.2. PROSPECCIÓN.....	76
4.1.3. CONTACTO CON INVERSORES	77
4.1.4. NEGOCIACIONES.....	80
4.1.5. CIERRE DE LA OPERACIÓN.....	80
4.2. FUNCIONAMIENTO DE UN VENTURE CAPITAL.....	80
4.2.1. QUÉ ES UN VENTURE CAPITAL	80
4.2.2. ESTRUCTURA DE UN VENTURE CAPITAL	80
4.2.3. COMO OBTIENEN FONDOS	81
4.2.4. ANÁLISIS DE UNA OPERACIÓN.....	82
4.2.5. COMO HACEN DINERO	83
4.3. VALORACIÓN DE STARTUPS	84
4.3.1. DESCUENTOS DE FLUJO DE CAJA.....	85
4.3.2. MÉTODO BERKUS.....	87
4.3.3. MÉTODO VENTURE CAPITAL	87
4.4. SALIDA DEL INVERSOR	90
4.4.1. VENTAS DIRECTAS AL MERCADO.....	91
4.4.2. RECOMPRA POR OTROS ACCIONISTAS O POR EL EQUIPO DIRECTIVO.....	91
4.4.3. EL MERCADO DE CAPITALES	92
4.4.4. SALIDAS TEMPRANAS	92
RESUMEN	93
ACTIVIDADES	94
PARA SABER MÁS.....	96
5. FINANCIACIÓN 3.0.....	97
5.1. INTRODUCCIÓN.....	97

5.2. ELEMENTOS FUNDAMENTALES DE LAS ICOs, IEOs y STOs.....	98
5.2.1. TECNOLOGÍA DE REGISTRO DISTRIBUIDO, BLOCKCHAIN Y CONTRATOS INTELIGENTES	98
5.2.2. CRIPTOACTIVOS O TOKENS.....	99
5.2.3. MECANISMOS INNOVADORES DE FINANCIACIÓN.....	102
5.3. ICOs, IEOs Y STOs COMO NUEVOS MODELOS DE RECAUDACIÓN DE FONDOS PARA STARTUPS	103
5.3.1. DIFERENCIAS ENTRE ICOs, IEOs Y STOs.....	103
5.3.2. ECOSISTEMA DE LOS ICOs, IEOs Y STOs	105
5.3.3. EL PROCESO DE LANZAMIENTO DE LOS ICOs, IEOs Y STOs.....	107
5.4. COMPARACIÓN CON OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN	109
RESUMEN CAPÍTULO	112
ACTIVIDADES	113
PARA SABER MÁS.....	114

Miramontes-Viña, V., Pérez-Pico, A., Romero Castro, A. (2026). Fuentes de financiación para el emprendimiento. Monografías do IBADER - Serie Creación de Valor Sostible nas Organizacións. IBADER. Universidade de Santiago de Compostela. Lugo.

1. ECOSISTEMA FINANCIERO DE LAS EMPRESAS EMERGENTES

Objetivos del capítulo

- Explorar y conocer qué es el emprendimiento y los tipos de emprendimientos
- Identificar y distinguir entre *Startups* y PYMES tradicionales
- Explorar el ecosistema de las *Startups* en España

1.1. EMPRENDIMIENTO: TIPOLOGÍAS

El emprendimiento resulta fundamental como soporte del crecimiento económico de una región, de ahí la importancia de promoverlo mediante formación y apoyo institucional y financiero.

El diccionario de la Real Academia Española (RAE) define “emprendimiento” con dos acepciones, como “Acción y efecto de emprender” y “Cualidad de emprendedor”. Es curioso constatar que la RAE solo contempla el uso del concepto de “emprendedor/a” como adjetivo, con el significado de “Que emprende con resolución acciones o empresas innovadoras”, aunque en el lenguaje cotidiano estamos acostumbrados a utilizar “emprendedor/a” como sustantivo para referirnos a la persona que inicia un negocio. A su vez, la RAE define “emprender” como “Acometer y comenzar una obra, un negocio, un empeño, especialmente si encierran dificultad o peligro”. De todas estas definiciones podemos extraer dos conclusiones relevantes en relación con el objetivo y contenido de este manual:

1. El emprendimiento suele tener una componente de **innovación** y siempre entraña **riesgo**. Esto es un condicionante importante a la hora de buscar financiación, porque, como ya sabes, a mayor riesgo mayor rentabilidad exigirán los inversores y prestamistas.
2. El emprendimiento nace en las **personas** que reúnen la cualidad de emprendedora, y son estas personas las que se presentan ante prestamistas e inversores para conseguir financiación.

El emprendimiento implica la búsqueda de oportunidades de negocio para iniciar una actividad con o sin fines de lucro. Estas oportunidades de negocio deben ser viables,

lo cual tiene que hacerse patente en un **plan de negocio o plan de empresa**, que se emplea como herramienta de presentación ante prestamistas e inversores para obtener financiación.

Es preciso establecer una clara diferenciación entre los conceptos de autoempleo y emprendimiento. Mientras que el **autoempleo** se centra en generar trabajo e ingresos para uno mismo, sin perspectivas de escalar o contratar a otras personas (p.ej., un electricista autónomo, un diseñador gráfico *freelance*, o alguien que monta una pequeña tienda para trabajar en ella directamente), el **emprendimiento** busca construir un proyecto para dar respuesta a un problema u oportunidad del mercado, diseñando una solución creativa que se llevará a la práctica con el objetivo de crecer y tener impacto más allá del fundador (p.ej., una *startup* tecnológica, una empresa que desarrolla un producto sostenible innovador, etc.).

Esta diferenciación está muy relacionada con una primera tipología de emprendimientos que distingue entre el emprendimiento **por necesidad** y el emprendimiento **por oportunidad**. En el primer caso, la motivación fundamental del emprendedor es encontrar un modo de subsistencia (p.ej., una persona en paro que se ofrece como jardinero, o un artesano que vende sus productos en mercados locales). En el segundo, se identifica una necesidad o un nicho de mercado no cubiertos o que pueden mejorarse ofreciendo una solución que puede requerir cierto grado de innovación y que posiblemente exija realizar un estudio del mercado y elaborar un plan de negocio (p.ej., proponer un negocio que diseñe soluciones tecnológicas para la eficiencia energética en empresas, o que ofrezca un producto ecológico como alternativa a otros que no lo son).

Como ya hemos indicado, el emprendimiento supone en muchos casos innovación, aunque no siempre. Esto nos permite diferenciar otra tipología de emprendimientos: por imitación y por innovación. El emprendimiento **por imitación** replica en un lugar o mercado concreto un modelo de negocio, producto, o servicio que ya existe, en otro lugar o mercado, adaptado y/o mejorado para ese nuevo contexto. Las franquicias son uno de los ejemplos más emblemáticos. Otro ejemplo sería abrir en Vigo una cafetería de gatos, muy populares en países como Japón.

El emprendimiento **por innovación** implica la creación de algo completamente nuevo o la mejora radical de un producto, servicio, proceso o modelo de negocio existente. Una de las diferencias más importantes entre los emprendimientos por imitación y por innovación se relaciona con el nivel de riesgo a que se expone el emprendedor, mucho mayor en el segundo tipo, algo que condicionará las posibilidades de búsqueda de financiación.

Existen muchos **tipos de innovación** según su aplicación práctica:

- A. Innovación **de productos**: consiste en la creación o mejora significativa de bienes tangibles. Por ejemplo, el desarrollo de un coche eléctrico con mayor autonomía que modelos anteriores.
- B. Innovación **de servicios**: implica ofrecer un nuevo servicio o mejorar sustancialmente uno ya existente. Por ejemplo, una app bancaria que permite asesoría financiera personalizada mediante inteligencia artificial.
- C. Innovación **de procesos**: hace referencia a cambios en la producción o entrega de bienes y servicios para hacerlos más eficientes o de mayor calidad.

Por ejemplo, la automatización de una línea de montaje mediante robots colaborativos.

- D. Innovación **organizativa**: se refiere a la introducción de nuevas prácticas de gestión, estructuras internas o relaciones externas. Por ejemplo, implantar una estructura de trabajo horizontal basada en equipos autogestionados.
- E. Innovación **en marketing**: consiste en nuevas estrategias de promoción, diseño, posicionamiento o precios para mejorar la llegada al cliente. Por ejemplo, utilizar *influencers* en redes sociales para lanzar un nuevo producto alimentario.
- F. Innovación **tecnológica**: implica el desarrollo o aplicación de nuevas tecnologías (inteligencia artificial, internet de las cosas, biometría...) que cambian productos, servicios o procesos. Por ejemplo, usar *blockchain* para asegurar la trazabilidad en la cadena de suministro agroalimentaria, o lanzar una plataforma que combina inteligencia artificial y *blockchain* para gestionar contratos de alquiler de forma automática y segura.

Sobre la base de estas posibles formas de innovación, y teniendo en cuenta distintos ámbitos de aplicación, pueden construirse distintas formas de emprendimiento. Destacamos algunas de las categorías mejor delimitadas, aunque esta tipología podría completarse con otras categorías, tal y como hace la investigadora en emprendimiento Vanessa Ratten en uno de sus artículos, publicado en 2023 (puedes encontrar la referencia en la sección *Para saber más*):

- A. **Intraemprendimiento** (o emprendimiento corporativo): el que ocurre dentro de una organización existente, p.ej., un empleado impulsa la creación de una nueva línea de negocio.
- B. **Emprendimiento empresarial** (o tradicional): orientado a crear una empresa para obtener beneficios económicos.
- C. **Emprendimiento cultural**: se centra en iniciativas relacionadas con el arte, el patrimonio, la creatividad o las industrias culturales.
- D. **Emprendimiento social**: busca resolver problemas sociales o ambientales con el beneficio económico como un medio, no el fin. P.ej., una empresa que vende agua embotellada y destina sus beneficios a proyectos de acceso a agua potable en zonas desfavorecidas.
- E. **Emprendimiento sostenible**: busca generar valor económico, social y ambiental de forma equilibrada (enfoque de la triple cuenta de resultados, o *people, planet, profit*), contribuyendo al desarrollo sostenible. P.ej., Una empresa que produce ropa con materiales reciclados, emplea a mujeres en riesgo de exclusión y garantiza condiciones laborales justas. Puede también considerarse una categoría transversal. De hecho, uno de los gurús de la administración y gestión de empresas, Peter Drucker (2006, p.15) reconoce que el emprendimiento debe crear valor para la empresa, la economía y la sociedad.
- F. **Emprendimiento de base tecnológica**: se basa en el desarrollo y aplicación de nuevas tecnologías como ventaja competitiva. Las empresas que se crean bajo estas formas de emprendimiento se denominan *startups*. P. ej., una *startup* que desarrolla soluciones de inteligencia artificial para la salud. En esta categoría es habitual encontrar intraemprendimientos que, desde una empresa de base tecnológica, dan lugar a la creación de otra empresa a la que se identifica con el nombre de *spin-off*.

- G. **Emprendimiento digital:** el modelo de negocio se basa exclusivamente en canales digitales, como apps, plataformas web, *e-commerce*, redes sociales, etc. P. ej., una tienda online de productos personalizados que solo opera en redes sociales y sin local físico. Sin embargo, este emprendimiento digital puede considerarse como transversal a las categorías anteriores si en cualquiera de ellas se emplean herramientas y entornos digitales como eje central del modelo de negocio.

La Figura 1.1 aglutina todos los términos y tipologías que hemos presentado hasta ahora en este apartado, poniendo de manifiesto la interrelación que existe entre los conceptos de autoempleo, emprendimiento e innovación.

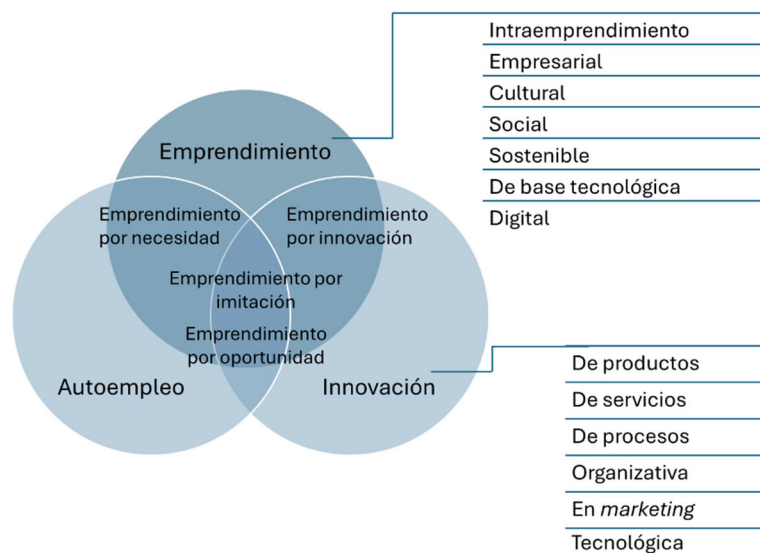


Figura 1.1. Interrelación entre los conceptos de autoempleo, emprendimiento e innovación.

Como ya hemos señalado, el emprendimiento nace en el **emprendedor**, y es este, en último término, el que se enfrentará a la búsqueda de financiación para su idea de negocio, por lo que merece la pena dedicar una breve reflexión a qué cualidades o características reúne esta figura (Figura 1.2). En una primera aproximación, el emprendedor es quien detecta una oportunidad para ofrecer un bien o prestar un servicio a la sociedad y satisfacer así una necesidad presente o futura y, a menudo, crear empleo, con o sin ánimo de lucro; planifica la creación y puesta en marcha de la empresa; asume riesgos; e invierte capital (propio o ajeno). Entre los rasgos de personalidad que se consideran necesarios para tener éxito emprendiendo destacan la persistencia, orientación al logro, confianza en sí mismo, conciencia o responsabilidad social, tolerancia al riesgo y pensamiento innovador/creativo. Y entre las principales razones para emprender suelen destacarse el ser el jefe de uno mismo, la flexibilidad en la gestión del tiempo, y la posibilidad de contribuir al crecimiento económico y la creación de empleo, mientras que entre las principales barreras se mencionan la burocracia, la inseguridad jurídica y el acceso a financiación.

Para estar al tanto de cómo evoluciona la actividad emprendedora en España (y en otros países) es posible consultar los informes del **Global Entrepreneurship Monitor** (GEM), un proyecto de investigación internacional que estudia y compara la actividad emprendedora en diferentes países y regiones. Su objetivo principal es analizar la relación entre emprendimiento y desarrollo económico, identificando factores que influyen en la creación de nuevas empresas y proporcionando información valiosa para la toma de decisiones en políticas públicas y empresariales.

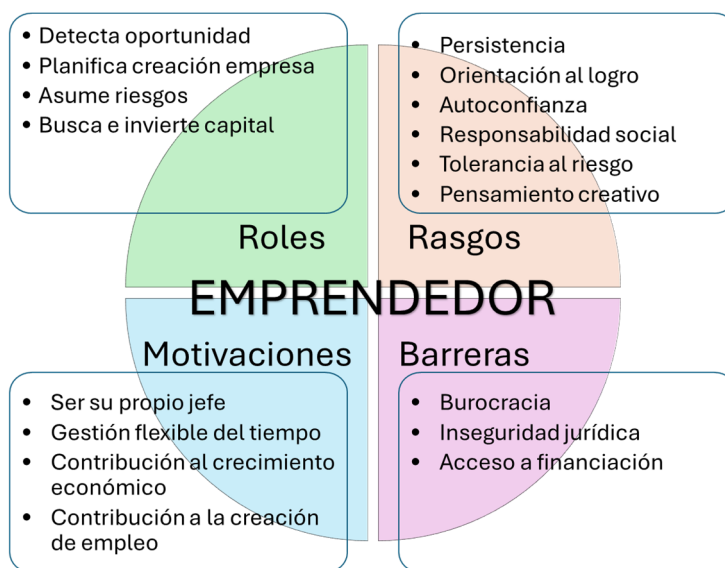


Figura 1.2. Características del emprendedor.

1.2. **STARTUPS VS PYMES TRADICIONALES: DEFINICIÓN, CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES Y DIFERENCIADORES CLAVE**

La transformación hacia una sociedad digital y los avances científicos y tecnológicos llevan años generando grandes oportunidades para el desarrollo de emprendimientos basados en la innovación. Las **startups**, o empresas emergentes, son empresas innovadoras, basadas en el conocimiento, de base digital y rápido crecimiento. Constituyen un motor clave para el crecimiento económico y el desarrollo sostenible, ya que impulsan actividades con elevado valor añadido, presentan un gran potencial de expansión gracias al alcance de los medios digitales, impulsan la investigación, el desarrollo y la innovación (I+D+i), y dan lugar a nuevos productos y servicios que optimizan o transforman procesos en los ámbitos social, económico, ambiental o cultural. Debido a este importante papel, los marcos normativos de diferentes regiones y países (como la Unión Europea y España) han generado legislación específica para impulsar la creación de estas empresas, facilitando los trámites burocráticos y reforzando sus ecosistemas emprendedores. En España, la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes (conocida como la “Ley de *Startups*”), incluye medidas para eliminar barreras legales, fiscales y burocráticas al crecimiento de las *startups*, fomenta la inversión en innovación, refuerza el apoyo público y la colaboración con el sector privado, y busca también facilitar la atracción de talento y de nómadas digitales.

1.2.1. DELIMITACIÓN GENERAL DEL CONCEPTO DE *STARTUP*

Las *startups* o empresas emergentes poseen una serie de características distintivas que las diferencian de otro tipo de empresas consolidadas con modelos de negocio estables. En primer lugar, destacan por su **alto contenido innovador**, lo que implica un grado de riesgo elevado, asociado tanto al desarrollo de nuevos productos o servicios como a la propia viabilidad de su modelo de negocio. Esta incertidumbre hace especialmente difícil el acceso a financiación en las etapas iniciales, ya que estas empresas suelen necesitar un capital significativo para madurar sus ideas, validar prototipos y hacerse un hueco en el mercado, antes incluso de empezar a generar ingresos.

En segundo lugar, las *startups* suelen estar diseñadas para **escalar rápidamente**. Tienen un potencial de crecimiento exponencial basado en modelos replicables y apoyados en tecnologías digitales o modelos de plataforma. Esta capacidad para crecer a gran velocidad requiere, sin embargo, de fuertes inversiones de capital, especialmente en fases tempranas, para posicionarse estratégicamente en el mercado y aprovechar economías de escala antes que sus competidores.

En tercer lugar, este tipo de empresas dependen en gran medida de la captación y retención de **talento altamente cualificado**, muchas veces en áreas como la ingeniería, el análisis de datos, el diseño digital o el desarrollo de negocio en entornos tecnológicos. Esta necesidad se produce desde el nacimiento de la empresa, en un momento en que todavía no existe flujo de ingresos suficiente para ofrecer salarios competitivos. Por ello, las *startups* suelen recurrir a esquemas alternativos de compensación, como la participación en el capital (*stock options*) o sistemas de incentivos ligados al éxito de la empresa.

Finalmente, las *startups* operan en **mercados altamente globalizados**, donde la competencia no se limita al ámbito nacional. Están inmersas en una competencia internacional intensa para atraer no solo financiación, sino también talento especializado. Esto exige una regulación flexible y atractiva que permita competir con otros países que ofrecen entornos favorables a la inversión emprendedora y a la movilidad internacional de profesionales, como ocurre con los llamados nómadas digitales o con inversores internacionales especializados en capital riesgo.

1.2.2. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE *STARTUP* EN LA LEY 28/2022

Además de estas características generales, para el caso español se pueden delimitar características más concretas en la **Ley 28/2022**, que establece que para ser considerada como *startup* que pueda beneficiarse de las especialidades previstas en la ley, una empresa de reunir, entre otras, las siguientes características:

- a. Ser de nueva creación o que no hayan transcurrido más de **cinco años** desde la fecha de inscripción en el Registro competente de su escritura pública de constitución (siete en el caso de empresas de algunos sectores considerados estratégicos como biotecnología, energía...).
- b. Desarrollar un proyecto de emprendimiento innovador que cuente con un modelo de negocio escalable. La innovación propuesta podrá ser de producto o de negocio.

Para que un proyecto se considere como **innovador** se puede esperar que:

- destine a I+D+i al menos el 15% de sus gastos totales,
- tenga contratado personal investigador o registrada algún tipo de propiedad intelectual (patentes, software, *know-how*),
- o que posea algún distintivo (sello) de empresa innovadora.

Para que se considere **escalable** podrían valorarse aspectos como que:

- el proyecto se encuentre en sus fases iniciales, preferiblemente ya con un producto mínimo viable (MVP),
- posea una base de clientes inicial, aunque pequeña (siendo recomendable disponer de métricas como el número de usuarios activos, la tasa de retención, etc.), con potencial de crecimiento y diversificación (no depender solo de uno o dos clientes grandes),
- el mercado objetivo sea amplio y en crecimiento (por ejemplo, global o digital) y que haya poca competencia directa o exista una ventaja competitiva clara,
- el modelo de negocio sea replicable o escalable (por ejemplo: plataformas, SaaS, modelos *freemium*), en particular permitiendo crecer en ingresos sin crecer en costes de forma proporcional,
- el equipo promotor cuente con experiencia y formación apropiadas,
- se hayan cerrado acuerdos con *partners*, proveedores, centros de I+D o grandes empresas.

La Empresa Nacional de Innovación española (Enisa) es la encargada de otorgar estas certificaciones de empresa emergente o *startup* para acogerse a los beneficios de la Ley 28/2022.

1.2.3. CICLO DE VIDA DE UNA *STARTUP*.

Se han desarrollado múltiples clasificaciones sobre las etapas que atraviesa una *startup*, basadas en distintos enfoques. Entre ellas, y como punto de partida, destaca la propuesta del «Ciclo de vida del Emprendimiento» del World Economic Forum (2014), que distingue tres etapas clave:

- a. **Stand-up**: corresponde al momento en que el emprendimiento se plantea como una opción entre otras posibles trayectorias profesionales de una persona, frente a, por ejemplo, buscar un trabajo por cuenta ajena o continuar con los estudios.
- b. **Start-up**: tras decidir emprender, el siguiente paso consiste en reunir los recursos necesarios y realizar los trámites correspondientes para desarrollar y lanzar el producto o servicio al mercado.
- c. **Scale-up**: una vez validado el modelo de negocio y comprobada la viabilidad de la *startup*, comienza una fase de crecimiento que, en muchos casos, incluye la expansión internacional.

Sobre este esquema inicial, se ha popularizado otro desglose de las etapas del ciclo de vida de una *startup*, ampliamente reconocido y aceptado en el ámbito académico y profesional, que tiene gran relevancia en relación con la búsqueda de fuentes de financiación apropiadas en cada una de ellas: fase presemilla y semilla; fase de lanzamiento y *First Stage*; fase de crecimiento; y fase de consolidación. El siguiente capítulo se centrará en la descripción de cada una de ellas.

Como vemos (Figura 1.3.), además de hablar de *startups* como empresas que están emprendiendo un negocio innovador de base tecnológica buscando un crecimiento rápido, podemos referirnos como **scaleups** a las empresas que ya han alcanzado un crecimiento de, al menos, el 20% en facturación o número de empleados. Se utiliza también la denominación de **unicornios** para las empresas que logran alcanzar una valoración de más de 1.000 millones de dólares/euros sin haber salido aún a bolsa. Superados los 7 años de vida podríamos hablar ya de la pequeña y mediana empresa (PYME) tradicional que, conforme a los estándares europeos, se cataloga como pequeña empresa si su volumen de facturación no supera los 10 millones de euros, y como mediana empresa si no supera los 50 millones.

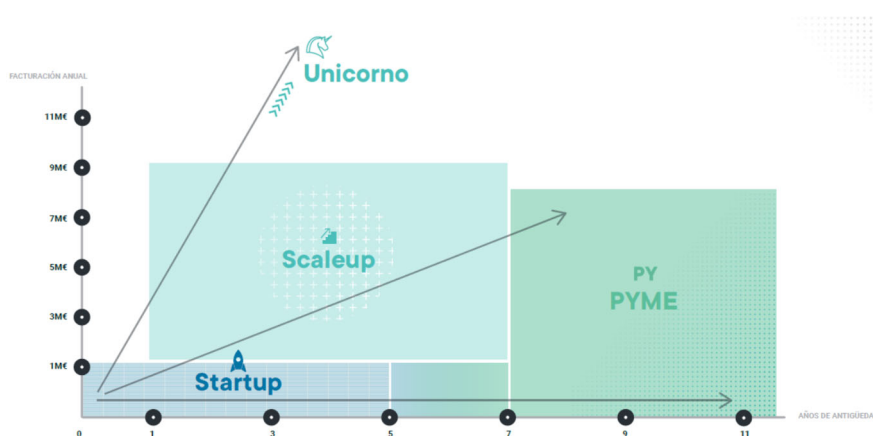


Figura 1.3. Caracterización de *startups*, *scaleups*, unicornios y PYMEs según volumen de facturación y años de antigüedad - Fuente: Informe nacional de Empresas Tech e Innovadoras (El Referente, 2024, p.16).

El diario El Referente gestiona y mantiene Ecosistema *Startup*, la mayor plataforma de datos sobre *startups*, *scaleups*, spinoffs, PYMEs e inversores de España y Portugal, en base a la cual elabora desde 2024 el Informe nacional de Empresas Tech e Innovadoras, siendo el último publicado a la fecha de publicación de este manual el correspondiente al año 2025 (El Referente, 2025).

Recover Textile Systems, empresa unicornio

Recover no es una *startup* digital típica. Es una empresa de ciencia de materiales que ha desarrollado una tecnología patentada de reciclaje mecánico de desechos textiles para obtener fibra de algodón reciclado de alta calidad a gran escala, promoviendo la economía circular y abordando uno de los mayores problemas de la industria textil global: la contaminación y el desperdicio generados por la producción de algodón virgen y los residuos textiles. Fundada en 2020 sobre el *know-how* de más de 75 años de Hilaturas Ferre, empresa familiar dedicada al reciclaje de algodón, Recover ya tiene instalaciones de producción en España, Bangladesh y Pakistán, y planes ambiciosos para abrir más plantas a nivel mundial (incluyendo Vietnam). Su objetivo es aumentar su capacidad de producción para satisfacer la creciente demanda de fibras sostenibles, posicionándose como un proveedor clave para

grandes marcas y minoristas globales (como Primark, Inditex, C&A, Revolve), que buscan cumplir con sus propios objetivos de sostenibilidad y reducir su impacto ambiental. Recover alcanzó oficialmente el estatus de unicornio en junio de 2022, cuando cerró una ronda de financiación que valoró la compañía en aproximadamente 1.100 millones de dólares. Esta inversión, liderada por Goldman Sachs Asset Management y con la participación de STORY3 Capital Partners, validó su modelo de negocio y su potencial de crecimiento masivo.

1.2.4. DIFERENCIAS ENTRE EMPRESA (PYME) TRADICIONAL Y *STARTUP*

Frente al concepto de *startup* podemos posicionar el de empresa tradicional (en particular el de PYME, que es el más presente en el tejido empresarial de cualquier país) para destacar las diferencias entre ambos y conseguir así una delimitación más clara y completa de las *startups*. La Tabla 1.1. ofrece una completa visión de sus diferencias en relación con distintas características.

Características	PYME Tradicional	<i>Startup</i>
Definición	Negocio establecido, con un modelo operativo probado y centrado en la rentabilidad local o de nicho	Organización temporal en búsqueda de un modelo de negocio escalable, repetible y rentable
Objetivo Principal	Generar beneficios estables y sostenibles a corto/medio plazo, a menudo para el autoempleo o subsistencia del propietario y su familia	Disrupción de un mercado con un crecimiento exponencial y rápido que atraiga a inversores para financiar la expansión
Innovación	Moderada o incremental, se enfoca en mejorar procesos o productos existentes	Radical y disruptiva, busca crear nuevos mercados o solucionar problemas de formas novedosas
Modelo de Negocio	Probado y predecible en base a estudios de mercado, con ingresos y costes relativamente estables. Foco en la eficiencia y productividad. Varios productos en un mercado local, regional, o un nicho de mercado específico	Experimental, con altos niveles de incertidumbre, centrado inicialmente en el desarrollo de un MVP. Foco en el cliente y la resolución de problemas. Un único producto para un mercado global o masivo a gran escala
Crecimiento	Lento, a menudo limitado por la disponibilidad de recursos o el tamaño del mercado local. Estabilidad a los 10 años	Rápido y exponencial, con potencial para escalar globalmente y alcanzar millones de usuarios/clientes. Estabilidad a los 5 años
Riesgo	Moderado, basado en un modelo de negocio ya validado en el mercado	Alto, dada la naturaleza innovadora, el modelo no está probado y hay mucha incertidumbre
Financiación	Autofinanciación, subvenciones, préstamos bancarios, capital propio o de amigos/familiares	Capital de riesgo (inversores ángeles, fondos), incubadoras, aceleradoras, rondas de inversión
Rentabilidad	Normal (márgenes más predecibles y menos disposición a asumir pérdidas prolongadas)	No son rentables en sus primeras fases. Rentabilidad alta en la fase de crecimiento
Tecnología	Puede utilizar tecnología, normalmente ya existente, y como apoyo a procesos tradicionales	La tecnología es la base de su modelo de negocio y de su escalabilidad
Organización	Más jerárquica, enfocada en roles específicos y experiencia en el sector. Procesos estandarizados de trabajo. Más burocracia en la comunicación interna	Flexible, multidisciplinar, con perfiles orientados a la innovación y el aprendizaje continuo. Procesos de trabajo

Características	PYME Tradicional	Startup
		<i>ad-hoc</i> . Simplicidad en la comunicación interna
Cultura	Estable, jerárquica, orientada a la toma de decisiones con racionalidad y eficiencia y el control	Dinámica, ágil, decisiones basadas en prueba y error, la tolerancia al fracaso y el aprendizaje
Salida (<i>Exit</i>)	Generalmente no se planifica una salida; el objetivo es la continuidad del negocio	Se busca una "salida" a largo plazo (adquisición por una empresa más grande, <i>Initial Public Offering</i>) para los inversores
Ecosistema de apoyo	Proveedores, competidores, clientes, administraciones públicas, bancos	Otras <i>startups</i> , emprendedores, inversores ángeles, mentores, asesores

Tabla 1.1. Diferencias entre PYMEs y *startups*.

Para ampliar esta información, recomendamos la lectura de Botello Velasto y González-Bueno (2019). En este artículo ofrecen una completa comparativa de las diferencias entre las empresas tradicionales y las *startups*.

1.3. ECOSISTEMA DE LAS STARTUPS EN ESPAÑA

Silicon Valley es conocido como la meca emprendedora y tecnológica de Estados Unidos, donde se ha gestado el éxito de gigantes como Google, Apple, Intel o Ebay. Factores como el buen clima, las conexiones de servicios y transportes, el impulso de jóvenes ambiciosos y, en gran medida, la presencia de importantes universidades (Berkeley y Stanford) fueron las principales causas de su nacimiento y crecimiento exponencial, poniendo de manifiesto la relevancia de que exista una confluencia sinérgica de factores clave en un territorio para movilizar la actividad emprendedora.

En el artículo “*How to Start an Entrepreneurial Revolution?*” de Daniel Isenberg (2010), se define un ecosistema de emprendimiento como el conjunto de elementos del entorno (políticas públicas, sistema financiero, instituciones y agentes públicos y privados) que, apropiadamente combinados, favorecen o promueven iniciativas emprendedoras en un determinado momento y lugar.

El proyecto GEM identifica dos áreas de referencia para explicar la dinámica emprendedora. Por un lado, los factores del marco socioeconómico nacional (indicadores de actividad económica, mercado laboral, eficiencia y tamaño del mercado, adaptación tecnológica, etc.) y, por otro, las condiciones específicas del contexto emprendedor, entre las que GEM identifica nueve dimensiones específicas (acceso a fuentes de financiación, políticas gubernamentales, programas públicos, educación emprendedora, transferencia de I+D, infraestructura comercial y legal, apertura del mercado interno, infraestructuras físicas, y normas sociales y culturales).

Si nos centramos en los distintos agentes que conforman el ecosistema emprendedor de una región (país, comunidad autónoma, provincia, etc.), podemos generar una clasificación en base a los recursos que aportan para fomentar la actividad emprendedora:

- Recursos financieros: “familia, amigos y tontos” (*family-friends-fools* o 3Fs), *business angels* (individuos, redes, clubs), *family offices*, fondos de capital

- riesgo, bancos, incubadoras y aceleradoras, ENISA, Instituto de Crédito Oficial (ICO), crowdfunding (de donación, recompensa, préstamo o inversión).
- b. Conocimiento e infraestructura: *business angels*, incubadoras y aceleradoras, viveros de empresas, centros de *coworking*, universidades, centros científicos y tecnológicos, cámaras de comercio.

España ha fortalecido su ecosistema emprendedor a través de la Estrategia España Nación Emprendedora, enmarcada en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia impulsado por la Unión Europea. Uno de los principales avances, ya comentado, es la entrada en vigor de la Ley 28/22 de Fomento del Ecosistema de Empresas Emergentes, así como la creación de la Oficina Nacional de Emprendimiento (ONE).

El ecosistema emprendedor español engloba en primer lugar a todas las personas físicas y jurídicas que han desplegado o tienen intención de desplegar su **talento emprendedor** para dar lugar a *startups*, scaleups, PYMEs o grandes corporaciones. Existen comunidades, asociaciones o *hubs* de emprendedores (p.ej., *Startup Galicia*) que buscan impulsar el ecosistema de *startups* en una región, facilitando el contacto entre emprendedores, promoviendo la formación de nuevos emprendedores, y fomentando una cultura que valore el emprendimiento. Los informes del GEM y de El Referente que ya hemos mencionado te pueden permitir conocer la situación del emprendimiento en España. También la CEOE (Confederación Española de Organizaciones Empresariales), en su rol de representante de las empresas en España, publicó en 2024 su primer estudio sobre el “El Emprendimiento en España” (CEOE, 2024) con el objetivo de analizar el estado de la actividad emprendedora en el país, su potencial emprendedor y la valoración social de los empresarios y emprendedores.

En segundo lugar, otro pilar fundamental del ecosistema emprendedor son las instituciones desde las que se genera o facilita **conocimiento**, entre las que destacamos:

- a. Incubadoras: organizaciones que apoyan a las *startups* o empresas en sus primeras etapas de desarrollo (ideación o fase muy temprana), ayudándolas a validar su modelo de negocio, desarrollar su MVP y establecer una base sólida. Pueden ceder espacios de oficina compartidos (*coworking*), mentoría y asesoramiento en aspectos básicos del negocio (plan de negocio, estrategia, legal, marketing), acceso a recursos compartidos (salas de reuniones, equipos), conexiones con posibles proveedores, clientes o inversores (la inversión directa de la incubadora es poco común), formación y talleres básicos. Es habitual que las universidades y centros de investigación o parques tecnológicos tengan sus propias incubadoras. Los llamados viveros de empresa son otra figura con un papel similar al de las incubadoras.
- b. Aceleradoras: ofrecen programas intensivos de corta duración (3-9 meses) diseñados para acelerar el crecimiento de *startups* ya establecidas (generalmente con un MVP validado) para que alcancen su siguiente nivel de desarrollo, a menudo preparándolas para una ronda de financiación significativa. De forma más concreta, ofrecen servicios de mentoría intensiva por parte de emprendedores exitosos y expertos de la industria, acceso a una amplia red de inversores (*business angels*, capital riesgo), clientes potenciales y socios estratégicos, talleres y formación especializada en

crecimiento, marketing digital, ventas, *fundraising*, escalabilidad, y es frecuente celebrar al final del programa un *Demo Day* donde las *startups* presentan su progreso a potenciales inversores, tratando de ganar su confianza y animarlos a invertir en su proyecto a través de los denominados *elevator pitches*, presentaciones por parte de los promotores que no deben durar más de lo que dura un viaje en ascensor, entre 30 segundos y dos minutos.

- c. Universidades y centros de investigación: son instituciones esenciales para la generación y difusión de los conocimientos que se precisan para el desarrollo de la innovación y el emprendimiento. En España disponemos de más de un millar y medio de centros de investigación que juegan este papel.

Lanzadera, la aceleradora de Juan Roig

Lanzadera, la aceleradora de *startups* más importante del ecosistema emprendedor español, fue fundada en Valencia en 2013 por Juan Roig, presidente de Mercadona. Ofrece programas estructurados de duración variable (generalmente varios meses) donde las *startups* reciben formación especializada, asesoramiento continuo de mentores expertos (muchos de ellos directivos de Mercadona u otros empresarios de éxito), y acceso a una vasta red de contactos e instalaciones. Ofrece préstamos participativos (cobran un interés y una participación en beneficios) convertibles (posibilidad de convertir el préstamo en acciones). Una de las *startups* que han salido de Lanzadera es Airhopping, una app diseñada por un estudiante de ADE y otro de informática para encontrar combinaciones de vuelos baratos que permitan visitar varios destinos en un mismo viaje, una especie de “interrail” aéreo. Creada en 2016 con una inversión inicial de sus promotores de 3.000 euros, entró en Lanzadera y Juan Roig decidió en 2018 invertir a través de su sociedad Angels Capital, comprando el 10% de la empresa por 271.000 euros. Actualmente son 8 personas trabajando en la empresa, y su facturación anual supera el millón de euros. Otra *startup* interesante es Aiudo, una plataforma de cuidadores a domicilio que ha pasado dos veces por Lanzadera. En su primera aceleración, en 2017, el objetivo fue alcanzar el punto de equilibrio. Lanzadera contribuyó aportando formación en liderazgo y gestión de equipos, espacio para trabajar, contactos con otros emprendedores, y un préstamo de 40.000 euros con el que incrementaron la plantilla. En 2019 acudieron a su primera ronda de inversión, consiguiendo 150.000 euros por la plataforma de equity crowdfunding Fellow Funders y 75.000 euros de los inversores Plyzerd. En 2021 regresan a Lanzadera para una segunda aceleración enfocada en profesionalizar la gestión, consolidarse en el mercado e iniciar la internacionalización, abriéndose al mercado británico.

Y en tercer lugar el ecosistema emprendedor español se sustenta también en su **sistema financiero**, formado no solo por las entidades bancarias tradicionales sino por otros muchos actores o instrumentos cuya actividad inversora está especialmente orientada al apoyo al emprendimiento, entre los que destacan:

- a. El capital riesgo (*venture capital*): son fondos de inversión que aportan capital a las *startups*, convirtiéndose en socios o copropietarios e incluso en miembros del consejo de administración. Suelen aportar también experiencia en gestión, crecimiento y estrategia de negocio, y acceso a redes de contactos. Su objetivo final es obtener un retorno sustancial sobre su inversión a través de un evento de "salida" (*exit*), por ejemplo, mediante la venta de la *startup* a una empresa más grande (adquisición) o su salida a bolsa (IPO). Dado que invierten en empresas con alto riesgo, buscan retornos muy elevados en aquellas pocas que alcanzan el éxito, para compensar las que no prosperan. En este modelo de financiación es habitual que las empresas vayan "levantando" sucesivas rondas de financiación a medida que progresan en su ciclo de vida. Cada ronda se identifica con la etiqueta "Serie A, B, C..." representando ese avance, con importes de inversión y valoraciones de la empresa cada vez mayores. Seaya Ventures es uno de los fondos de capital riesgo más relevantes del ecosistema emprendedor español, habiendo participado en conocidas *startups* como Glovo, Cabify o Wallapop.
- b. Ángeles inversores (*business angels*): personas inversoras, generalmente emprendedores o profesionales de éxito con experiencia empresarial, que deciden invertir su propio capital personal en las etapas más tempranas del ciclo de vida de una *startup* (fases pre-semilla y semilla). Esta inversión, aunque individualmente puede ser menor que la de un fondo de capital riesgo, es crucial para validar la idea y desarrollar un MVP. Asumen un riesgo elevado que esperan ver recompensado con un evento de salida o *exit* que les aporte un rendimiento significativo. Aportan también mentoría estratégica y redes de contactos. François Derbaix es un ejemplo paradigmático de *business angel* en España por su exitosa trayectoria como emprendedor (Idealista y TopRural, entre otras) y por su implicación en las fases tempranas de varias *startups* exitosas (como Deporvillage, Glovo, o Wallapop). Los *business angels* en España suelen agruparse en redes o clubs que facilitan el acceso a proyectos, formación y coinversión, como por ejemplo AEBAN (Asociación Española de Business Angels).
- c. *Crowdfunding* (financiación colectiva o micromecenazgo): plataformas online mediante las que un gran número de personas puede contribuir con pequeñas o medianas sumas de dinero para financiar un proyecto o empresa, ofreciendo una alternativa de financiación frente a los intermediarios tradicionales (como bancos o grandes fondos de inversión). Existen varios tipos de crowdfunding:
 - de recompensa (*Reward-based Crowdfunding*), en el que los inversores aportan dinero a cambio de una recompensa no monetaria que suele ser el propio producto o servicio en una fase temprana, una edición especial, un reconocimiento, o alguna experiencia exclusiva. Es habitual en proyectos creativos (películas, música, libros, videojuegos), productos tecnológicos innovadores, campañas sociales o causas benéficas. Algunas plataformas que operan en España son Verkami, Goteo, Kickstarter o Indiegogo.
 - de donación (*Donation-based Crowdfunding*): las personas donan dinero a una causa o proyecto sin esperar ningún tipo de retorno financiero o material. Por ejemplo, para apoyar campañas de ONGs, proyectos

- comunitarios, emergencias derivadas de incendios o daños, gastos médicos, etc. En España destacan plataformas como Kukumiku, GoFundMe o Teaming.
- de inversión o de capital (*Equity Crowdfunding*): los inversores realizan aportaciones al capital social de la *startup*, de modo que si la empresa tiene éxito y es adquirida o sale a bolsa, pueden obtener un retorno significativo sobre su inversión. En España encontramos plataformas como Crowdcube, Fellow Funders, o *Startupxplore*.
 - de préstamo (*Crowdlending*): los inversores (prestamistas) prestan dinero a cambio de un interés. Suele ser habitual en empresas que buscan financiar su fondo de maniobra, abordar proyectos de expansión, o incluso obtener préstamos personales. Algunas de las plataformas más conocidas en España son Colectual, MyTripleA, o Bondora.
- d. *Family Offices*: entidades privadas que gestionan el patrimonio de una familia con gran riqueza a través de inversiones, o planificación fiscal. Uno de los ejemplos más relevantes en España es Pontegadea, de la familia de Amancio Ortega, fundador de Inditex, si bien su estrategia de inversión está más orientada al mercado inmobiliario que a las *startups*. Otro ejemplo es Angels Capital, vinculado a la familia del presidente de Mercadona, Juan Roig, que invierte activamente en *startups* dentro de su *holding* de inversión Marina de Empresas (que incluye Angels Capital, Lanzadera y la escuela de negocios EDEM). Marina de Empresas, de hecho, es un ecosistema completo donde las *startups* pueden nacer (EDEM), ser aceleradas (Lanzadera) y financiadas (Angels Capital).
- e. Capital riesgo corporativo (*Corporate Venture Capital*): grandes empresas españolas (telecomunicaciones, energía, banca) que han creado sus propios fondos de inversión para *startups*, buscando innovación y sinergias (p.ej., Telefónica Open Innovation, Repsol Corporate Venturing, o BBVA Spark).

Glovo, rondas de financiación y exit

Oscar Pierre funda en 2015 Glovo con el apoyo de varios inversores que aportaron algo más de 100.000 euros para poner en marcha la idea. Posteriormente fue sumando rondas de financiación: en agosto de 2016 una serie A por 5 millones de euros (con inversores como Antai Venture Builder, que cofundó la compañía, y Seaya Ventures); en 2017, una serie B de 30 millones, liderada por Rakuten Capital; en 2018 una serie C por 115 millones de euros (en la que participaron Amrest, Idinvest Partners, o Seaya Ventures); dos rondas en 2019 por valor de 150 millones de euros cada una (serie D), que hicieron que su valoración superase los 1.000 millones de dólares; y, finalmente, una serie E en 2021 que se convirtió en la ronda de financiación más alta de la historia en el sector digital español, con una inversión de 450 millones de euros, liderada por Lazard Road Capital y Luxor Capital Group. En 2022, la alemana Delivery Hero, que ya poseía alrededor de un 44% de Glovo, eleva su participación al 94% mediante un acuerdo de intercambio de acciones por el que los accionistas de Glovo se convertían en accionistas de Delivery Hero. La operación de adquisición total de Glovo se valoró en aproximadamente 2,3 billones de euros,

generando un retorno muy significativo para los fondos de capital riesgo e inversores ángeles que formaban parte de su accionariado.

Por último, no debemos olvidar que el ecosistema emprendedor español depende también del **marco normativo** para el fomento del emprendimiento. Ya hemos hablado de la Ley 28/2022. Además, se han articulado incentivos fiscales (deducciones o bonificaciones para la inversión en *startups* o para el I+D+i) y programas de ayudas y subvenciones a través de fondos europeos o nacionales para la innovación y el emprendimiento.

La figura 1.4. muestra de forma gráfica la interacción entre todos estos componentes del ecosistema emprendedor español.

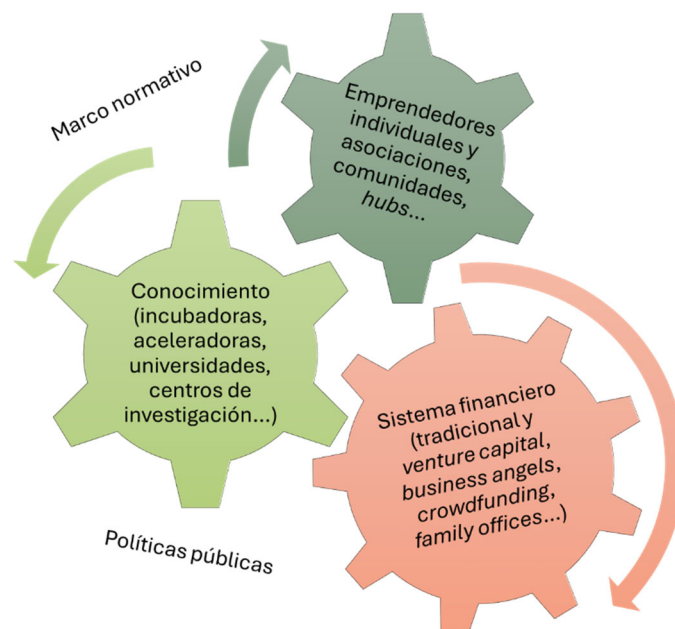


Figura 1.4. Principales componentes del ecosistema emprendedor español.

1.4. DESAFÍOS EN LA BÚSQUEDA DE FINANCIACIÓN

Como acabamos de ver, contar con un ecosistema emprendedor adecuado facilita mucho la puesta en marcha y la consolidación de un proyecto emprendedor. Las *startups* ubicadas en regiones con ecosistemas poco desarrollados encuentran menos redes de contactos, mentoría y acceso a fondos especializados.

Sin embargo, la obtención de financiación es uno de los retos más complejos para cualquier *startup*, independientemente del grado de desarrollo de su ecosistema emprendedor. La falta de historial financiero, la incertidumbre inherente a su modelo de negocio y la elevada competencia por recursos limitados hacen que convencer a inversores o entidades de crédito sea un proceso exigente. Además, no se trata solo

de conseguir dinero, sino de encontrar el capital adecuado, en el momento oportuno y con los socios correctos.

Para reducir la percepción de riesgo, resulta imprescindible, en primer lugar, elaborar un **plan de negocio** sólido, que incluya un estudio de mercado detallado, proyecciones realistas de ingresos y gastos, un análisis riguroso de la competencia y una visión clara sobre el potencial de crecimiento.

Otro desafío clave es seleccionar el **modelo de financiación** más adecuado. Las fuentes de financiación a las que el emprendedor podrá acceder dependerán de la etapa del ciclo de vida en que se encuentre la *startup*. Recordemos, además, que hay inversores que no solo aportan financiación, sino también mentoría, redes de contactos, e incluso reputación. No todas las *startups* necesitan ni están preparadas para atraer capital riesgo; en ocasiones, optar por préstamos, subvenciones, rondas con inversores ángeles o incluso autofinanciación puede ser más coherente para su etapa de desarrollo y sus objetivos. Esta elección incide directamente en el grado de control que la empresa mantendrá y en las expectativas de retorno que tendrá que cumplir.

El **momento** en que se busca financiación es también crucial. Lanzar una ronda demasiado pronto puede resultar en una valoración baja o falta de interés. Esperar demasiado puede agotar los recursos de la empresa o permitir que la competencia gane terreno.

Determinar el **valor** de una *startup* en etapas tempranas es, además, muy complejo. La valoración se basa en factores como el tamaño del mercado, el potencial de crecimiento, el equipo promotor, la tecnología y el riesgo percibido. Una valoración demasiado alta puede ahuyentar a los inversores, mientras que una demasiado baja puede diluir excesivamente la participación de los fundadores. Cada vez que una *startup* capta una ronda de financiación, los inversores obtienen una participación en su capital, lo que reduce el porcentaje de propiedad de los fundadores y los accionistas existentes. Los fundadores deben asegurarse de retener una participación suficiente para mantener el control y la motivación.

Además, los inversores no se fijan únicamente en el producto: el **equipo humano** es un factor decisivo. Contar con un grupo cohesionado, complementario y con capacidad de ejecución incrementa la confianza externa y puede marcar la diferencia entre conseguir o no los fondos necesarios.

Las *startups* también deben definir con precisión su **mercado objetivo**. Un proyecto que sabe a quién se dirige, qué problema resuelve y cómo puede escalar su solución tiene mayor atractivo financiero. Esa visión incluye anticipar la capacidad de crecimiento (escalabilidad) del modelo y la posibilidad de expandirse a nivel global. Es necesario que la *startup* haya validado que existe una necesidad real en el mercado para su producto o servicio y que los clientes están dispuestos a usarlo o pagar por él (usuarios activos, crecimiento de ingresos, métricas de retención).

Por último, un obstáculo frecuente es la **visibilidad**. Sin presencia en el ecosistema, la probabilidad de acceso a capital disminuye. Las *startups* necesitan darse a conocer tanto online (redes sociales, marketing digital, participación en comunidades especializadas) como offline (ferias, eventos, *networking* presencial), construyendo una reputación que refuerce su credibilidad.

En conclusión, la búsqueda de financiación para una *startup* es un proceso multifacético que va más allá de conseguir dinero. Requiere una profunda comprensión del propio negocio, una estrategia clara, una ejecución impecable y la capacidad de establecer relaciones sólidas y de confianza con los inversores adecuados. Cómo se abordan estos aspectos críticos puede determinar el éxito o el fracaso de una *startup*.

RESUMEN CAPÍTULO

El emprendimiento es una de las principales palancas del crecimiento económico. En este capítulo hemos delimitado el concepto de emprendimiento (distinguiéndolo del autoempleo) y hemos presentado distintas tipologías (por necesidad / por oportunidad, por imitación / por innovación, intraemprendimiento / empresarial / cultural / social / sostenible /de base tecnológica / digital). Nos hemos centrado después en un tipo particular de empresa emprendedora, las llamadas *startups*, identificando sus principales rasgos distintivos (tecnología, innovación y rápido crecimiento), revisando su tipificación en el marco normativo español (Ley 28/2022), realizando una primera aproximación a su ciclo de vida (que se ampliará en el siguiente capítulo), y destacando sus rasgos distintivos respecto a las empresas (PYMES) tradicionales. Posteriormente hemos presentado el concepto de ecosistema emprendedor como un conjunto de elementos que interactúan aportando conocimiento y recursos (financieros, infraestructura, etc.) a las *startups* para apoyar su creación y crecimiento, introduciendo algunas definiciones sobre algunos elementos particulares de estos ecosistemas, como las incubadoras y aceleradoras, los fondos de capital, riesgo, los *business angels*, etc. Finalmente, hemos destacado cuáles son los principales desafíos que afronta una *startup* a la hora de enfrentarse a la búsqueda de financiación.

ACTIVIDADES

1. Radiografía del Emprendimiento y las *Startups* en España: recopilar datos actuales (preferiblemente de los últimos 1-2 años, si están disponibles) sobre el emprendimiento y las *startups* en España, utilizando fuentes fiables. Aspectos a analizar:
 - Volúmenes de inversión y operaciones.
 - Inversores más activos.
 - Distribución geográfica.
 - Sectores de Inversión / Tendencias:
 - Creación de *startups* y demografía emprendedora (perfil demográfico de los fundadores).
2. Análisis de una *startup* española de éxito, abordando los siguientes aspectos:
 - Tipo de emprendimiento.
 - ¿Pasó por alguna incubadora o aceleradora?
 - Principales hitos en su financiación, inversores clave y uso que se dio a los fondos.

PARA SABER MÁS

- Botello Velasto, T., González-Bueno, J. (2019) Análisis comparativo entre empresas tradicionales y *startups*. *Finance, Markets and Valuation* 5(2), pp. 15–31. <https://journalfmv.com/resources/revista/2019/2/2STARTUPS.html>
- CEOE (2024). El emprendimiento en España. <https://www.ceoe.es/es/publicaciones/empresa/el-emprendimiento-en-espana>
- El Referente (2024). Informe nacional de Empresas Tech e Innovadoras 2024. <https://elreferente.es/informe-empresas-tech-espana-2024/>
- El Referente (2025). Informe nacional de Empresas Tech e Innovadoras 2024. <https://elreferente.es/informe-empresas-tech-espana-2025/>
- Isenberg, D.J. (2010). The big idea: How to start an entrepreneurial revolution. *Harvard Business Review*, 88(6). <https://hbr.org/2010/06/the-big-idea-how-to-start-an-entrepreneurial-revolution/ar/1>
- Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes. BOE de 22 de diciembre de 2022, Núm. 306, Sec. I, Pág. 179017. <https://www.boe.es/boe/dias/2022/12/22/pdfs/BOE-A-2022-21739.pdf>
- Observatorio del Emprendimiento de España (varios años). Informes GEM (Global Entrepreneurship Monitor) España. <https://observatoriodeemprendimiento.es/gem-spain/>
- Ratten, V. (2023). Entrepreneurship: Definitions, opportunities, challenges, and future directions. *Global Business and Organizational Excellence*, 42(5), 79–90. <https://doi.org/10.1002/joe.22217>
- World Economic Forum (WEF) (2014). Enhancing Europe's Competitiveness Fostering Innovation-driven Entrepreneurship in Europe, Switzerland. https://www3.weforum.org/docs/WEF_EuropeCompetitiveness_InnovationDrivenEntrepreneurship_Report_2014.pdf

2. CICLO DE VIDA DEL EMPRENDIMIENTO Y TIPOS DE CAPITAL

Objetivos del capítulo

- Identificar y analizar las fases del ciclo de vida de una *startup*
- Comprender la evolución de las necesidades financieras de una *startup*

2.1. FASES DEL CICLO DE VIDA DE UNA STARTUP

El ciclo de vida de una *startup* es un procedimiento dinámico y complejo que implica varias etapas, cada una con sus propios retos y oportunidades. Describe las distintas etapas que atraviesa una empresa emergente desde su concepción hasta su posible consolidación o salida del mercado. A diferencia de las empresas tradicionales, las *startups* se caracterizan por operar en entornos inciertos y dinámicos, donde la innovación, la escalabilidad y la rapidez en alcanzar el mercado son elementos claves.

La literatura distingue un recorrido progresivo en el que se identifican diferentes fases, cada una bien definida, con características, objetivos y desafíos propios. Durante estas fases, no solo evolucionan el producto o servicios desarrollados por las *startups*, también lo hacen el modelo de negocio, las necesidades financieras, la estructura del gobierno corporativo y el tipo de inversores implicados.

Estudios recientes confirman que, en el ciclo de vida de las *startups*, el riesgo percibido por los inversores disminuye gradualmente conforme la empresa valida su producto y su modelo de negocio en el mercado. De esta manera, mientras las primeras etapas están dominadas por altos niveles de incertidumbre tecnológica y comercial, en las fases más avanzadas los retos se centran en consolidar la operación, escalar de forma sostenible y gestionar la complejidad operativa. Así, la adecuada comprensión de la etapa en la que se encuentra la *startup* resulta fundamental para diseñar estrategias de crecimiento y financiación que se alineen con el estado en el que se encuentra la empresa. Esto incluye no solo la elección de fuentes de financiación acordes a cada fase, sino también la incorporación gradual de mecanismos de gobernanza que aporten experiencia y credibilidad ante el mercado.

Antes de profundizar en las características específicas de los diferentes tipos de financiación, que se explicarán en el capítulo 3, resulta esencial comprender las distintas fases que componen el ciclo de vida de una *startup*, diferenciándolas respecto a las empresas tradicionales.

En la Figura 2.1. podemos observar de manera esquemática la relación entre las fases de desarrollo y las fuentes de financiación. La fase temprana, conocida como “Valle de la muerte”, es aquella etapa del ciclo de vida de una empresa en la que la incertidumbre y la falta de ingresos generan un elevado riesgo en las perspectivas de éxito futuras, y está compuesta por dos subetapas: Semilla (*seed*) y *startup*/primera etapa. La fase de expansión está centrada en el escalado del negocio, la estandarización, internacionalización y, en algunos casos, la salida a bolsa, por lo que las empresas ya se encuentran dentro de la zona de beneficios. Finalmente, las dos últimas etapas son el mercado de valores, donde la *startup* suele cotizar en bolsa, apoyada por bancos de inversión y accionistas diversificados

(diversificando su base inversora o, como comúnmente se denomina, haciéndose pública, ya que sus accionistas son el público en general); y el fin de ciclo, que contempla una transición de público a, de nuevo, privado (la empresa es adquirida y retirada de la bolsa, pasando a ser propiedad de un inversor privado o un grupo de inversores).

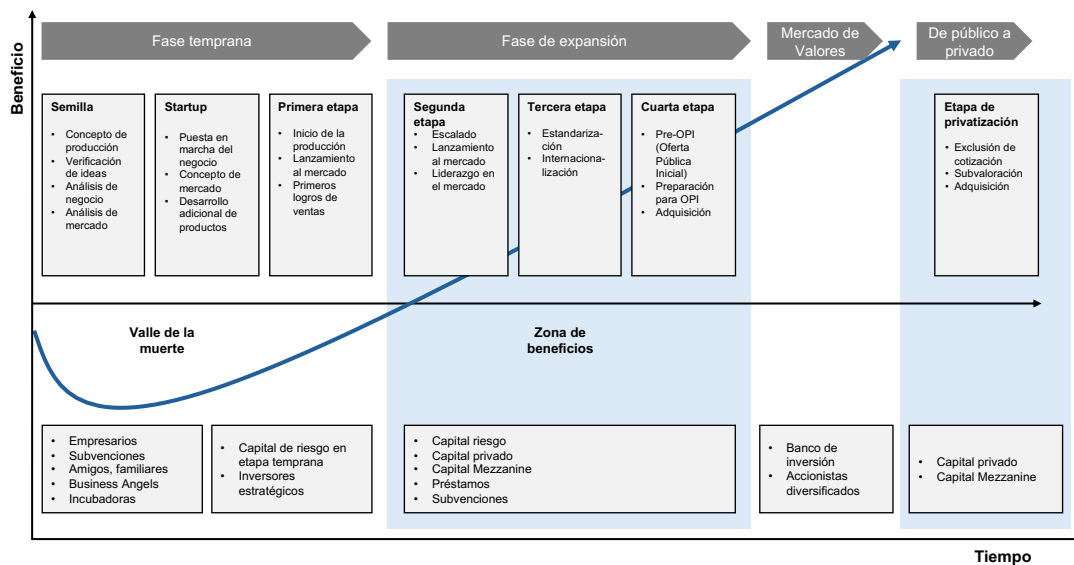


Figura 2.1. Ciclo de vida de una empresa – Fuente: adaptado de Usero y Villanueva (2024)

A continuación, se detallan las distintas etapas del ciclo de vida de una *startup* en base a la terminología más aceptada en España, así como las características más significativas de cada etapa en relación con cuatro aspectos: producto, mercado, personal y financiación.

2.1.1. FASE PRE-SEMILLA

La Fase Pre-semilla (Pre-seed) es la fase inicial del ciclo de vida de una *startup* y se caracteriza, principalmente, por la fuerte inversión en I+D+i para tratar de dar forma a la idea de negocio que soluciona algún problema existente en el mercado o es capaz de aprovechar una oportunidad hasta ahora no explotada. Es importante tener en cuenta que en la etapa pre-semilla no hay clientes y, por tanto, no se generan ingresos. Solo hay inversiones, gastos y pagos.

Prototipo

Se trata de una etapa inicial en la que se define la idea de negocio y se avanza en el desarrollo del producto o servicio. En este momento, los emprendedores deben planificar cuidadosamente el proceso para alcanzar un MVP, un prototipo que reúna las características esenciales capaces de satisfacer a los primeros clientes y, al mismo tiempo, proporcionar información que permita validar el producto. Resulta fundamental disponer de un MVP validado antes de pasar a la siguiente fase, ya que esto permitirá tomar decisiones basadas en datos reales y reducir el riesgo asociado a etapas posteriores.

Mercado

En esta etapa del proyecto, el enfoque debe centrarse en comprender el entorno en el que se pretende lanzar el producto o servicio, asegurando que la propuesta se ajusta de manera efectiva a las dinámicas de mercado y responde a necesidades reales. Este análisis resulta esencial para reducir la incertidumbre y sentar las bases que respalden las decisiones estratégicas posteriores. Para ello es imprescindible:

- Realizar estudios de mercado que permitan contrastar la idea inicial.
- Identificar los clientes potenciales.
- Conocer las necesidades de los clientes potenciales.
- Valorar y cuantificar si la idea ofrece soluciones y a qué cantidad de clientes se dirige.
- Cuantificar el posible crecimiento de los usuarios y los mercados a los que se dirige.
- Explorar las distintas vías de implantación.
- Explorar los canales y las distintas estrategias para poder llegar a los potenciales clientes.

Personal

En esta fase inicial, aunque ya se han identificado algunos perfiles clave, resulta necesario realizar una reflexión más profunda sobre la composición y las necesidades del equipo. Por lo general, el equipo inicial es reducido y está formado por los promotores o fundadores, quienes concentran los esfuerzos para poner en marcha la idea y dar forma al proyecto. Sin embargo, será imprescindible constituir un equipo mínimo inicial que permita alcanzar los hitos planteados para esta etapa, asegurando así el avance sostenido del negocio. Para ello, se deberá planificar qué perfiles será necesario incorporar, evaluar el momento más adecuado para su incorporación y estimar tanto los costes asociados a estas contrataciones como los de los futuros perfiles que se sumarán al proyecto, de manera que se pueda diseñar una estructura de recursos humanos alineada con la evolución prevista de la *startup*.

Financiación

En este punto del proyecto, todavía no se tiene claro cuánta financiación será necesaria, cómo debería estructurarse ni si será imprescindible recurrir a capital externo. Por ello, se hace indispensable elaborar un plan de negocio junto con un modelo financiero que permita cuantificar con rigor las necesidades económicas y definir la estrategia financiera más adecuada. Este análisis detallará qué recursos son imprescindibles para avanzar, incluyendo tanto el personal interno como los colaboradores externos, las inversiones iniciales, las pruebas y ensayos requeridos y las certificaciones necesarias para garantizar la viabilidad del proyecto.

A partir de ahí, se podrá calcular el importe total de estas necesidades con el objetivo de validar el MVP. Paralelamente, se comenzará a redactar el pacto de socios, anticipando la futura relación entre los miembros del proyecto. La finalidad última de esta primera ronda de financiación es precisamente asegurar los recursos suficientes para alcanzar el MVP, etapa que en la que, además, se prevén ventas de pequeño volumen que contribuirán a afianzar el modelo y a obtener los primeros ingresos.

2.1.2. FASE SEMILLA

La Fase Semilla (*seed*), que sigue a la pre-semilla, es la etapa más crítica de la vida de la *startup*, dado que es la etapa en la que la empresa trata de iniciar el proyecto mediante un modelo de negocio adecuado y eficiente. La empresa inicia sus operaciones y lanza el producto o servicio al mercado validando la reacción de los usuarios e intentando atraer a los primeros clientes.

En esta etapa es importante observar con detalle la evolución mientras se construyen los cimientos del proyecto sin tener ingresos. El proceso que se sigue en esta etapa arranca con la I+D, seguida de la transferencia del conocimiento que permite el lanzamiento del producto y su comercialización (Ver Figura 2.2.).

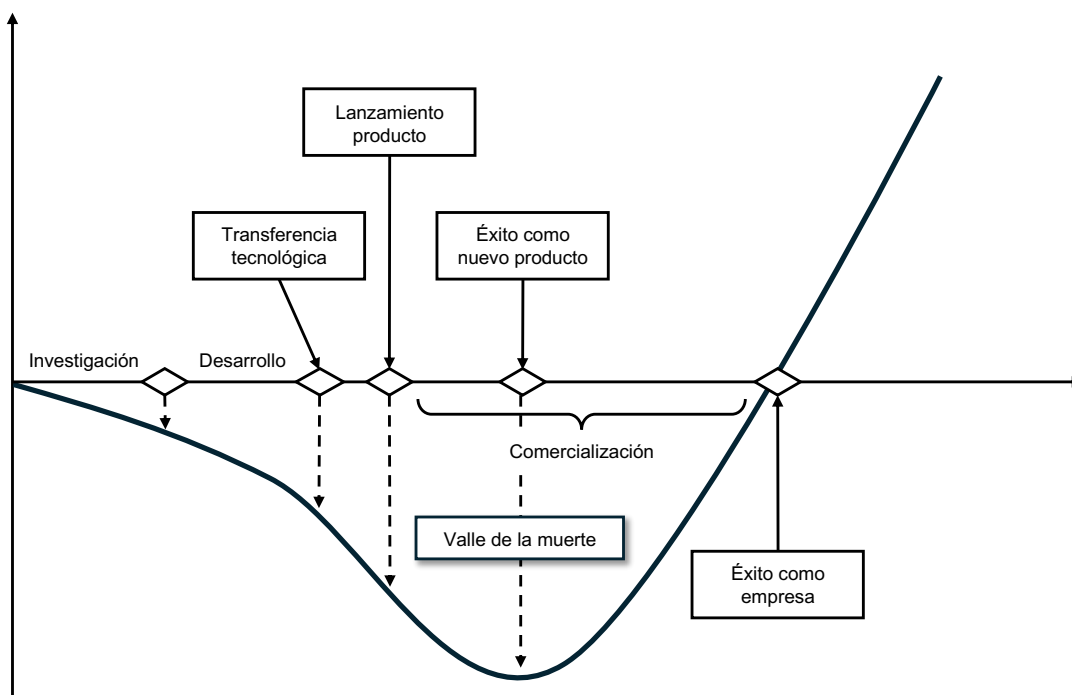


Figura 2.2. Etapas de la Fase Semilla – Fuente: adaptado de Escartín et al. (2020)

Producto

En esta fase, el proyecto se encuentra en pleno desarrollo del prototipo, cuya finalización está prevista en un plazo máximo de 12 meses. El principal objetivo es llevar el producto al mercado y lograr las primeras ventas, lo que implica no solo avanzar técnicamente, sino también validar el modelo de negocio en condiciones reales. Es importante que los emprendedores ya hayan identificado y planificado los ensayos de certificación necesarios que permitirán verificar la seguridad, funcionalidad y cumplimiento normativo del producto o servicio. De forma paralela, se lleva a cabo el testeo en contextos reales o controlados, lo que posibilita generar una primera relación con los potenciales clientes o el público objetivo al que se dirige la oferta. Esta interacción inicial no solo permite recoger información valiosa para realizar ajustes, sino que también contribuye a contrastar la propuesta de valor y a afianzar el encaje entre el producto y las necesidades del mercado.

Mercado

En esta etapa, ya se ha establecido contacto previo con algunos clientes potenciales, e incluso existe la posibilidad de que alguno de ellos participe activamente en la fase de desarrollo del prototipo, lo que representa una valiosa oportunidad para afinar el producto desde sus primeras versiones. Es un momento en el que se deben llevar a cabo análisis y estudios específicos orientados a preparar la entrada del producto en el mercado. El objetivo principal es recopilar la mayor cantidad posible de información, asegurando tanto el volumen como la calidad de los datos obtenidos, con el fin de validar el producto o servicio y garantizar que responda adecuadamente a las expectativas y necesidades del mercado. Para ello, resulta esencial identificar con claridad quiénes serán los futuros clientes, así como definir los canales de venta más adecuados, de manera que se facilite la obtención de un *feedback* amplio y representativo que permita ajustar la propuesta antes de su lanzamiento definitivo.

Personal

A nivel de personal, ya se ha incorporado a alguna persona con perfil técnico, lo que supone un avance importante, aunque todavía no es posible disponer de la estructura de trabajo completa hasta contar con los ingresos necesarios que permitan sostenerla. Por ello, resulta fundamental:

- Definir el personal requerido y el organigrama del proyecto.
- Determinar el número de personas indispensables para alcanzar los próximos hitos, que consisten en llegar al mercado y comenzar a generar ingresos.

Además, es esencial un criterio claro para priorizar la incorporación de aquellos perfiles que sean más críticos en esta etapa, asegurando así que los recursos disponibles se destinan de forma eficiente y alineada con las necesidades estratégicas del proyecto.

Financiación

A nivel de financiación, en la fase semilla el proyecto ya cuenta con la financiación necesaria para desarrollar el prototipo, validarlo y certificarlo; sin embargo, se prevé el lanzamiento de una nueva ronda de financiación que permita llevar el producto al mercado o realizar ensayos y pruebas complementarias que fortalezcan su posicionamiento. Para ello, se actualizará el plan de negocio, junto con el modelo financiero, con el objetivo de cuantificar con exactitud los recursos necesarios y establecer una estrategia financiera sólida. Este proceso incluirá la determinación detallada del importe requerido, la explicación clara del destino que tendrán los fondos y un análisis riguroso del impacto que esta nueva financiación tendrá sobre el negocio, considerando tanto su coste como los beneficios esperados. En última instancia, el propósito fundamental de esta ronda es garantizar los medios económicos suficientes para lanzar el producto al mercado y dar así el siguiente paso clave en la consolidación del proyecto.

2.1.3. FASE *EARLY STAGE*

La Fase *Early Stage* es la etapa inmediatamente posterior a la superación del punto de equilibrio, que es el momento en el que los ingresos cubren todos los gastos en que ha incurrido la empresa. Aun así, la empresa sigue teniendo unas tensiones de tesorería bastante elevadas y sigue requiriendo una importante inyección de liquidez por parte de agente externos. La empresa también tiene las primeras métricas de resultados, por lo cual los emprendedores deben prestar atención a estos datos y analizarlos en profundidad para detectar cualquier tipo de problema.

Producto

El proyecto cuenta con un producto validado y certificado que está presente en el mercado, lo que permite generar ingresos recurrentes que cubran por completo la estructura de costes. En esta fase, se está recogiendo activamente el *feedback* de los usuarios con el propósito de obtener la máxima información posible y adaptar el producto o servicio a las necesidades reales del mercado, impulsando así un proceso de mejora continua. Este trabajo no solo busca perfeccionar la propuesta actual, sino también sentar las bases para su escalabilidad e internacionalización.

Empiezan a recogerse las primeras métricas significativas, que facilitan la optimización de la estructura de ingresos y costes, ofreciendo una visión más precisa del modelo de negocio. Resulta fundamental centrar los esfuerzos en el desarrollo de una estrategia sólida de comercialización y crecimiento, al tiempo que se contempla la posibilidad de diversificar la oferta mediante el desarrollo de nuevos productos que refuercen la posición de la empresa en el mercado.

Mercado

A nivel mercado, en esta etapa del ciclo de vida de la *startup* el producto ya se encuentra en fase de comercialización y está generando ingresos recurrentes, mientras se avanza en el cierre de acuerdos comerciales con distribuidores que permitan consolidar su presencia en el mercado.

El propio mercado está proponiendo mejoras que están siendo consideradas para perfeccionar el producto, evidenciando una respuesta activa y constructiva por parte de los clientes. Paralelamente, se está llevando a cabo un análisis del mercado internacional, dado que la expansión a otros países puede convertirse en un factor clave para esta etapa. Será fundamental establecer acuerdos o alianzas comerciales que faciliten la entrada en nuevos mercados, así como estudiar los canales de venta más adecuados y obtener un *feedback* sobre su funcionamiento. En este proceso, los emprendedores mantendrán contactos con distribuidores internacionales y se evaluarán cuidadosamente las posibles barreras de entrada en cada país. Además, se analizarán en detalle las métricas actuales con el objetivo de optimizar la estructura de ingresos y costes, realizando proyecciones y simulaciones que permitan tomar decisiones estratégicas con mayor fundamento y preparar al proyecto para un crecimiento sostenible.

Personal

Se está desarrollando la estructura comercial y de desarrollo de negocio, un proceso que ha venido acompañado por un incremento progresivo en el número de personas en la plantilla respecto a las fases iniciales, y en respuesta a los distintos retos que la *startup* ha tenido que afrontar.

En este contexto, resulta imprescindible definir con precisión tanto el personal como el organigrama de la empresa, determinando cuántas personas serán necesarias para alcanzar el siguiente objetivo: impulsar el crecimiento y consolidar la expansión internacional. Para lograrlo de forma sostenible, será clave seguir priorizando la incorporación de aquellos perfiles que resulten más estratégicos, asegurando que cada contratación aporte valor y esté alineada con las necesidades más críticas del proyecto en la fase en que se encuentra.

Financiación

En relación con la financiación, en la etapa *early stage* nos encontramos con un proyecto que ya está generando ingresos, y los objetivos de crecimiento establecidos en el plan de negocio se están cumpliendo, lo que crea un escenario favorable para que la empresa plantee el siguiente paso:

- i) Incrementar su actividad comercial.
- ii) Definir una estrategia de crecimiento estable que permita multiplicar ventas.

A su vez, si el objetivo es consolidar la presencia internacional, será necesario considerar el lanzamiento de una nueva ronda de financiación que proporcione los recursos imprescindibles para la expansión. Esto conlleva una actualización del plan de negocio y del modelo económico-financiero, con el fin de cuantificar con precisión las necesidades económicas y establecer una estrategia financiera fundamentada en los objetivos a alcanzar.

Para ello, el proceso de internacionalización incluirá proyecciones financieras que permitan definir el importe requerido, la explicación detallada del destino de los fondos, y un análisis del impacto que tendrá la nueva financiación en el negocio, evaluando tanto su coste como los beneficios esperados. Así mismo, se llevarán a cabo proyecciones y simulaciones basadas en las métricas actuales para anticipar escenarios y tomar decisiones informadas. De esta forma, el objetivo central de esta financiación será impulsar el crecimiento del proyecto, sentando las bases para una expansión sólida y sostenible.

2.1.4. FASE DE CRECIMIENTO

La etapa de crecimiento, en la mayoría de los casos, se caracteriza por tratarse de la etapa más prolongada en el tiempo, donde la empresa ha logrado el “*product-market-fit*”, es decir, su producto ha encajado en el mercado. Por ello, en esta fase es fundamental implementar una estrategia de crecimiento continuado con clientes recurrentes y métricas de negocio positivas.

El alto potencial de crecimiento de las *startups* hace que, en esta fase, sea fundamental escalar las ventas en poco tiempo. Para ello, en muchas ocasiones se recurre a la expansión, es decir, se buscan nuevos mercados en los que ofrecer los productos o servicios.

Producto

A nivel de producto nos encontramos con que este ya se encuentra en el mercado y está generando un volumen de ventas recurrentes, con una notable aceptación que ha permitido a la empresa entrar en una fase de crecimiento y generar beneficios. Paralelamente, se están desarrollando nuevas versiones del producto, así como nuevas líneas que amplían la oferta, con el objetivo de incrementar la competitividad y ofrecer un abanico cada vez mayor de soluciones adaptadas a las necesidades del mercado. En este contexto, resulta fundamental consolidar el crecimiento alcanzado y acelerar la entrada en nuevos mercados antes que la competencia, aprovechando la posición favorable. El objetivo de esta fase es, por tanto, continuar expandiéndose de manera estratégica, explorando oportunidades que permitan escalar el modelo de negocio, sin descartar la posibilidad de una futura venta de la empresa si las condiciones y los objetivos de los socios están alineados.

Mercado

El producto ya se está comercializando con éxito en el mercado local, se han firmado acuerdos con distribuidores que fortalecen su presencia. Sin embargo, el siguiente paso es lanzar el producto en el mercado internacional o intensificar la actividad comercial para maximizar su alcance. Para ello, será imprescindible definir una estrategia de crecimiento que permita consolidar la posición actual y, al mismo tiempo, abrir nuevos nichos de mercado. Este proceso incluirá:

- La realización de estudios específicos orientados a identificar oportunidades en nuevos mercados.
- Establecer alianzas con grandes empresas ya consolidadas en los distintos países o sectores a los que se pretende acceder, de modo que se facilite la entrada y se acelere la expansión de forma sostenible y competitiva.

Personal

La organización ya dispone de estructuras definidas, tanto internas como externas, que abarcan áreas clave como producción, calidad, marketing, I+D+i, etc.; sin embargo, se identifica la necesidad de conformar un equipo comercial específicamente orientado al ámbito internacional. Esta etapa suele coincidir con el momento idóneo para acometer nuevas contrataciones, ya que el objetivo principal es impulsar el crecimiento de la empresa. Para lograrlo, resulta esencial planificar un organigrama óptimo que facilite alcanzar las metas de expansión planteadas. En este contexto, cobra especial relevancia el desarrollo y fortalecimiento del equipo comercial, tanto a nivel local como internacional, con el fin de acelerar las ventas y consolidar la presencia de la empresa en los mercados estratégicos.

Financiación

A nivel de financiación, la empresa se encuentra generando ingresos, cuenta con un buen posicionamiento en el mercado y registra un nivel de ventas que permite mantener la actividad, con un flujo de caja suficiente para las operaciones actuales. Sin embargo, para alcanzar un crecimiento exponencial se requiere de financiación adicional que proporcione la liquidez necesaria para acometer nuevas inversiones orientadas al desarrollo y la expansión.

Para ello, resulta imprescindible proceder a la actualización del plan de negocio y del modelo financiero, de modo que se puedan cuantificar con precisión los recursos necesarios y establecer una estrategia financiera sólida. Este proceso incluirá:

- Establecer y cuantificar el importe de los recursos necesarios.
- Explicar y detallar cuál va a ser el destino de los fondos.
- Impacto de la nueva financiación en el negocio.

El objetivo último de esta búsqueda de financiación es impulsar la expansión de la empresa o, en su caso, prepararla para una futura venta, maximizando su valor en el mercado y asegurando la sostenibilidad del proyecto a largo plazo.

2.1.5. FASE FINAL O SALIDA

La etapa de salida representa una fase clave en el ciclo de vida de una empresa, y puede materializarse a través de distintas alternativas. El 90% de las *startups* fracasa antes de alcanzar el éxito. Por tanto, solo una de cada 10 acaba teniendo éxito, lo que da una muestra de las dificultades y riesgos que comportan estos proyectos emprendedores. Por ello, es fundamental planificar con antelación esta fase, considerando desde el inicio los posibles escenarios de salida, ya que de ello

dependerá la estrategia adoptada por los accionistas. El objetivo principal de esta planificación es maximizar la rentabilidad de la operación.

Entre las principales opciones de salida se encuentran:

- Oferta Pública de Venta (OPV), es decir, la entrada de la empresa a la cotización pública en bolsa.
- Venta de las acciones de los fundadores, ya sea a través de una venta total o parcial de las mismas.
- Fusión o integración dentro de otra compañía mayor.
- Recompra de las participaciones, donde la empresa adquiere nuevamente las participaciones de los inversores, proporcionando una salida líquida sin necesidad de vender a terceros.
- Cierre de la empresa.

No todas las empresas persiguen una estrategia de salida. Algunas optan por consolidarse como negocios estables y sostenibles a largo plazo, priorizando la continuidad por encima de una desinversión planificada.

La tabla 2.1. resume todos los aspectos comentados en los apartados anteriores.

Fase	Producto	Mercado	Personal	Financiación
Pre-seed	Prototipo, búsqueda del MVP	Estudio de mercado (clientes potenciales)	Promotores/Fundadores y perfiles clave para lograr un MVP	Fondos para el diseño del MVP
Seed	Testeo del producto con clientes	Contactos con primeros clientes que ayudan a perfilar el producto	Nuevas incorporaciones para cumplir objetivos, pero limitadas por los escasos ingresos	Fondos para llevar el producto al mercado
Early stage	Producto ya validado, incorporando mejoras a partir del <i>feedback</i> del cliente	Consolidación mediante firma de acuerdos comerciales, se empieza a considerar la internacionalización	Refuerzo de la estructura comercial y de desarrollo de negocio	Ya se están generando ingresos, pero se necesitan fondos para financiar el crecimiento
Crecimiento	Se ha alcanzado el <i>product-market-fit</i> , desarrollo de nuevas versiones o líneas de producto	Salto de mercado local a mercados regionales o internacionales	Con una estructura ya definida (<i>marketing</i> , I+D, producción, calidad...), se hace necesario incorporar nuevo personal para abordar la entrada en nuevos mercados	Flujo de caja de operaciones positivo, pero son necesarios más fondos para afrontar un crecimiento exponencial
Exit	La empresa puede cerrar o pasar a manos de otros inversores. El objetivo es obtener el mayor rendimiento de la inversión posible.			

Tabla 2.1. Características generales de las etapas del ciclo de vida de una *startup*.

2.2. ESQUEMA FINANCIERO DE UNA *STARTUP*: FUENTES Y NECESIDADES SEGÚN CADA ETAPA

El esquema financiero de una *startup* evoluciona de forma dinámica a lo largo de su ciclo de vida, adaptándose a las necesidades cambiantes del proyecto y a su grado de madurez. Comprender las fuentes de financiación adecuadas para cada etapa resulta fundamental para garantizar la viabilidad y el crecimiento sostenido del negocio. Las empresas de base tecnológica ven como las fuentes de financiación disponibles cambian a medida que se van alcanzando determinados hitos. Desde las fases iniciales, caracterizadas por altos niveles de incertidumbre y riesgo, hasta las etapas más avanzadas orientadas a la expansión o salida, las *startups* requieren estrategias de financiación diferenciadas y alineadas con su modelo de negocio.

Así, la obtención de recursos financieros es uno de los retos más importantes a los que se enfrentan las empresas cuando deciden iniciar y hacer crecer su propuesta empresarial. Los emprendedores pueden requerir para su empresa financiación con el objetivo de realizar inversiones en activos físicos que les permitan realizar sus tareas (locales, terrenos, equipamiento, maquinaria, etc.). También será necesario invertir en activos inmateriales, que pueden ir desde el desarrollo de I+D+i, hasta la financiación de patentes o el uso de licencias. Pero incluso cuando la actividad ya está en marcha y es sostenible, puede ser necesaria una inversión adicional para financiar el circulante de la empresa reforzando su actividad. Todo ello asegurando la rentabilidad y escalabilidad del proyecto.

A continuación, se verán las fuentes y necesidades de financiación según la etapa en la que se encuentre la *startup*.

2.2.1. FASE PRE-SEMILLA

En la fase semilla es difícil encontrar inversores. En general, el importe de la financiación no supera los 5 dígitos de media, y se deberá demostrar la capacidad del equipo, el tamaño de la oportunidad y la viabilidad del modelo de negocio. La *startup* deberá demostrar:

- La escalabilidad y la rentabilidad de la idea.
- La capacidad del equipo promotor de poder liderar el proyecto.

Las incubadoras son socios claves en esta fase del ciclo de vida de la *startup*, ayudando a impulsar las ideas en fases tempranas, agilizando su crecimiento y preparándolas adecuadamente para poder dirigirse a inversores.

Normalmente la puesta en marcha del proyecto es asumida por los promotores o los *Family&Friends&Fools* (FFF) hasta que se ha desarrollado un MVP. Inicialmente, los socios promotores poseen el 100% de las acciones/participaciones, aunque puede ser en distintos porcentajes. Ello dependerá del grado de involucración en el proyecto, de la antigüedad del equipo promotor o de la aportación de capital de cada uno de ellos.

En la fase 0, el equipo fundador retiene el 100% de la propiedad de la empresa, ya que se encuentra en la etapa inicial de puesta en marcha. En la fase pre-seed, se recomienda que los fundadores no se desprendan de más del 15% de la propiedad de la empresa, que se puede repartir entre los FFF y los ángeles inversores. Esta evolución en la distribución accionarial permite equilibrar la entrada de capital con la preservación del control estratégico por parte de los fundadores. A medida que la empresa avanza en su desarrollo y alcanza nuevas etapas de crecimiento, la proporción de participaciones en manos de otros inversores se irá incrementando a

través de sucesivas rondas de financiación (seed, serie A, serie B, etc.), reflejando la necesidad de financiación externa adicional para impulsar la expansión, el desarrollo de producto y la consolidación en el mercado.

La Tabla 2.2. refleja el objetivo y la distribución de la inversión en la fase 0 y la fase pre-seed, y se irá completando en los siguientes apartados para reflejar como van cambiando estos aspectos en las siguientes etapas del ciclo de vida de la *startup*.

Tipo de socios	Fase 0	Pre-seed
Objetivo	Puesta en marcha	Desarrollo y testeo
Equipo fundador	100%	85%
<i>Business angels</i>		15%
FFF		
<i>Seed</i>		
Serie A		
Serie B		
	100%	100%

Tabla 2.2. Fuentes de financiación en la fase Pre-seed – Fuente: Bizkaia-beaz (2024)

Los emprendedores, para la obtención de financiación, deberán contar con los siguientes requisitos:

- Plan de negocio.
- Cuantificar la cantidad requerida para la búsqueda de financiación, es decir, importe necesario para la validación de la idea teniendo en cuenta todos los recursos necesarios para su consecución.
- Planificación de la tesorería a corto, medio y largo plazo para evitar tensiones de tesorería.
- Planificación de la *cap table* – documento que recoge información sobre la estructura del capital social de la empresa – y realizar la primera valoración de la compañía.
- Tener redactado el pacto de socios – documento privado que los socios de cualquier empresa firman para regular determinadas situaciones que, por sus características, no se contemplan en los estatutos de la sociedad.
- Identificar a los posibles financiadores.

Instrumentos de financiación

En la fase pre-seed se pueden encontrar ya los tres instrumentos principales de financiación: capital, subvenciones y deuda.

- Capital
 - Fondos propios del equipo emprendedor.
 - *Family&Friends&Fools* (FFF), también conocida como las 3F, aportaciones de fondos por parte de amigos, familiares y personas del entorno del equipo emprendedor.
 - Aunque la probabilidad en esta fase es menor, también podrían aportar fondos los *business angels*.
- Subvenciones
 - Subvenciones a fondo perdido de capital o de explotación.
 - Anticipos reembolsables, es decir, modalidad de ayuda que permite la obtención de fondos anticipados que luego serán amortizados o reembolsados a coste cero.

- Deuda
 - Se compone de instrumentos como préstamos o *crowdfunding* de deuda, si bien esta vía de financiación entraña una mayor dificultad en su obtención debido al limitado grado de desarrollo del proyecto y el riesgo que implica.

Durante la fase *pre-seed*, las *startups* enfrentan importantes desafíos con la validación inicial de la idea de negocio, la ausencia de ingresos recurrentes y un alto nivel de incertidumbre tecnológica y comercial. En este contexto, el acceso a financiación externa suele ser limitado, por lo que las decisiones sobre qué instrumentos utilizar deben equilibrar disponibilidad, coste de capital y alineación estratégica. Para facilitar esta evaluación, a continuación, se presenta una tabla comparativa que recoge las principales ventajas e inconvenientes de los instrumentos de financiación más utilizados en esta fase (Ver tabla 2.3).

Instrumento de financiación	Tipo de instrumento	Ventajas	Inconvenientes
Capital	FFF o 3F	- Poco exigentes en valoración y condiciones	- Generalmente tienen vinculación con el equipo emprendedor o su entorno - Aportan capital al negocio, pero pocas veces conocimiento
	<i>Business angels</i>	- Aportan fondos que pueden ser de mayor importe que el de FFF - Pueden aportar valor al negocio ya que posiblemente hayan invertido previamente en otros proyectos o haber sido emprendedores	- Mayor dificultad de conseguir financiación en esta etapa - Pueden llegar a ser exigentes a la hora de pedir condiciones por aportar capital
Subvenciones		- Obtención de fondos sin coste financiero/sin reembolso	- La correcta justificación de los gastos
Deuda		- No se cede propiedad y se genera confianza ante terceros	- Reembolso de capital en etapas tempranas, aunque no se generen retornos. - Pueden requerir garantías adicionales al proyecto

Tabla 2.3. Ventajas e inconvenientes de los instrumentos de financiación en la fase *Pre-Seed* – Fuente: adaptado de Bizkaia-beaz (2024).

2.2.2. FASE SEMILLA

En esta ronda de financiación, la empresa debe ser capaz de demostrar no solo la validez de su modelo de negocio, sino también su capacidad de escalabilidad y generación de rentabilidad. A diferencia de la fase anterior, ya no se trabaja con una idea, sino con un proyecto que ha sido validado en el mercado y que ha iniciado sus primeras ventas. Por ello, los potenciales inversores prestan especial atención al desempeño inicial del negocio, así como a la solidez y compromiso del equipo emprendedor, cuya capacidad de ejecución resulta determinante para liderar el crecimiento del proyecto.

El objetivo principal de esta ronda es acelerar el crecimiento de la empresa y escalar su actividad, sentando las bases para futuras rondas de financiación con importes mayores. Se trata de una etapa clave para consolidar el posicionamiento en el mercado, optimizar procesos internos y ganar cuota de clientes de forma sostenida.

Los importes en esta fase suelen oscilar entre cinco y seis cifras, dependiendo de las características del sector y la tracción alcanzada. Generalmente, los inversores que participan en estas rondas son *business angels*, quienes aportan no solo capital, sino también conocimiento del sector y redes de contacto estratégicas. A cambio, los fundadores suelen ceder un porcentaje de la propiedad de la empresa, que se sitúa habitualmente entre el 10% y 30%, en función del riesgo percibido y del valor estimado del proyecto (Ver tabla 2.4).

Para la obtención de la financiación los emprendedores deberán contar con:

- Pacto de socios firmado en la fase anterior.
- Actualizar el plan de negocio.
- Actualizar el plan de tesorería identificando las necesidades de financiación presentes y futuras, el tipo de financiación y el importe total requerido.
- Definir los hitos de la financiación.
- Identificar los potenciales inversores y estimar los retornos de inversión esperados.
- Realizar la valoración de la empresa.
- Actualizar y planificar la *cap table*.

Tipo de socios	Fase 0	Pre-seed	Seed
Objetivo	Puesta en marcha	Desarrollo y testeo	Crecimiento y escalar
Equipo fundador	100%	85%	68%
<i>Business angels</i>		15%	12%
FFF			20%
<i>Seed</i>			
Serie A			
Serie B			
	100%	100%	100%

Tabla 2.4. Fuentes de financiación en la fase *seed* – Fuente: Bizkaia-beaz (2024)

Instrumentos de financiación

En la fase *seed*, las *startups* comienzan a consolidar su modelo de negocio y validar su propuesta de valor en el mercado, lo que permite acceder a instrumentos de financiación más estructurados, como son:

- Capital
 - Fondos propios del equipo emprendedor.
 - *Family&Friends&Fools* (FFF) o 3F: en esta fase amigos, familiares y personas del entorno del equipo emprendedor pueden seguir apoyando el proyecto.
 - *Business angels*: es más probable que en la fase anterior captar el interés de algún ángel inversor.
 - *Crowdfunding* de capital: multitud de inversores aportan pequeñas cantidades de capital para financiar un proyecto.
- Deuda
 - En esta fase sigue estando presente la posibilidad de recurrir a préstamos de entidades financieras y es más frecuente tener la posibilidad de recurrir al *Crowdfunding* de deuda, en el que quienes

prestan recursos financieros esperan recibir algún interés o rendimiento por su inversión.

- Otros
 - Subvenciones a fondo perdido de capital o explotación.
 - Anticipos reembolsables, una modalidad de ayuda que permite la obtención de fondos anticipados que luego serán amortizados o reembolsados a coste cero.
 - Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), cuyo objetivo es facilitar el acceso a créditos de las PYMEs y mejorar sus condiciones de financiación, prestando avales ante entidades bancarias.

Dado que la fase *seed* marca el inicio del crecimiento estructurado de la *startup*, la elección de las fuentes de financiación debe realizarse con especial atención al impacto que tendrán sobre la estrategia y la propiedad de la empresa. En esta etapa, los emprendedores deben equilibrar la necesidad de capital con la preservación del control societario y la sostenibilidad financiera. A continuación, se presenta una tabla que resume las principales ventajas e inconvenientes de los instrumentos de financiación más comunes en la fase *seed* (Ver tabla 2.5.).

Instrumento de financiación	Tipo de instrumento	Ventajas	Inconvenientes
Capital	FFF o 3F	- Poco exigentes en valoración y condiciones	- Vinculación con el equipo emprendedor o su entorno - Aportan capital al negocio, pero pocas veces conocimiento
	<i>Business angels</i>	- Aportan fondos que pueden ser de mayor importe que los de FFF - Pueden aportar valor al negocio ya que posiblemente hayan invertido previamente en otros proyectos o haber sido emprendedores	- Pueden ser más exigentes a la hora de pedir condiciones
	Crowdfunding de capital	- Suelen ser rápidos y ágiles	- Tener demasiados inversores que han realizado una pequeña aportación y, por tanto, muchos accionistas
Deuda	Préstamos	- No se cede propiedad y se genera confianza ante terceros	- Reembolsos de capital en etapas tempranas sin generar retornos - Puede requerir de garantías adicionales al proyecto
	<i>Crowdfunding de deuda</i>	- Suelen ser rápidos y ágiles	- La necesidad de realizar reembolsos de capital en etapas tempranas sin generar retornos
Otros	SGR	- No se cede propiedad y se genera confianza ante terceros	- La necesidad de realizar reembolsos de capital sin generar retornos
	Subvenciones	- Obtención de fondos sin coste financiero/sin reembolso	- La correcta justificación de los gastos

Tabla 2.5. Ventajas e inconvenientes de los instrumentos de financiación en la fase *seed* – Fuente: adaptado de Bizkaia-beaz (2024).

2.2.3. FASE EARLY STAGE

La ronda de financiación de la fase *early stage* tiene como principal objetivo acelerar el crecimiento de la *startup* y escalar su modelo de negocio, al tiempo que se sientan las bases para afrontar con solidez futuras rondas de inversión. A diferencia de fases anteriores, en este momento no se valora únicamente la idea inicial, sino que la empresa debe contar ya con un recorrido validado, métricas concretas y una base de clientes que respalden su viabilidad.

En esta etapa, los inversores esperan evidencias claras del potencial de crecimiento del proyecto, así como un análisis riguroso de las métricas de rendimiento y de crédito disponibles, tales como el coste de adquisición de clientes, el valor del ciclo de vida del cliente¹, los márgenes operativos y la evolución del flujo de caja. Esta información resulta clave para evaluar el riesgo y la rentabilidad de la inversión.

Los importes de financiación que se suelen manejar en esta fase se sitúan en el rango de los seis a siete dígitos, dependiendo del sector y la tracción alcanzada por la *startup*, distinguiéndose varias fases como la ronda “Puente” y la “Serie A”. En la ronda Puente, el volumen de inversión oscila entre 500.000 y 1 millón de euros, con *family offices* y fondos de capital riesgo como principales inversores. En la Serie A, las inversiones van de 1 a 5 millones de euros, con el capital riesgo jugando un papel predominante. A cambio del capital aportado, los inversores suelen adquirir entre un 10% y un 30% de participación en la empresa, en función del valor de mercado estimado y de la negociación entre las partes (Ver Tabla 2.6.).

Tipo de socios	Fase 0	Pre-seed	Seed	Early stage
Objetivo		Desarrollo y testeo	Crecimiento y escalar	Escalar
Equipo fundador	100%	85%	68%	54%
<i>Business angels</i>		15%	12%	10%
FFF			20%	16%
Seed				20%
Serie A				
Serie B				
	100%	100%	100%	100%

Tabla 2.6. Fuentes de financiación en la fase *early stage* – Fuente: Bizkaia-beaz (2024)

Para la obtención de la financiación en esta fase se deberá contar con:

- Actualización del plan de negocio.
- Actualización del plan de tesorería, detectando las necesidades de financiación presentes y futuras, el tipo de financiación y el importe total requerido.
- Definir los hitos de la financiación.
- Identificar los posibles inversores y estimar los retornos de inversión esperados.
- Realizar la valoración de la empresa.
- Actualizar y planificar la *cap table*.

Instrumentos de financiación

En la fase *early stage*, cuando la *startup* ya ha validado su propuesta de valor y comienza a consolidarse en el mercado, se amplía el abanico de instrumentos

¹ Beneficio neto total que una empresa espera obtener de un cliente durante toda la duración de su relación con él.

financieros disponibles. Estos instrumentos permiten a las empresas captar recursos para escalar, optimizar procesos y fortalecer su posición competitiva, manteniendo cierta flexibilidad en la estructura de propiedad.

- Capital
 - Además de los fondos propios del equipo emprendedor, la intervención de *business angels*, y el acceso a *crowdfundig* de capital, en esta etapa empiezan a tener cabida los fondos de *venture capital*, cuya inyección de capital se complementa con un fuerte apoyo en el desarrollo de la empresa.
- Deuda
 - Junto con el recurso a préstamos o al *crowdfunding* de deuda, la *startup* que se encuentra en la fase *early stage* puede recurrir también al *direct lending* (financiación directa a empresas o préstamos *peer to peer*, P2P), que tiene como objetivo la financiación de empresas que conllevan un mayor riesgo, además de niveles de endeudamiento superiores. Se trabaja con la misma estructura de financiación que las instituciones financieras de crédito. Es el inversor institucional o privado quien realiza el papel de la institución financiera.
- Otros
 - Subvenciones.
 - Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).

Seleccionar el instrumento de financiación adecuado es una decisión estratégica que puede influir significativamente en la trayectoria y sostenibilidad de la *startup*. A continuación, se presenta la Tabla 2.7. que permite identificar las principales ventajas e inconvenientes de los instrumentos más comunes en la fase *Early Stage*.

Instrumento de financiación	Tipo de instrumento	Ventajas	Inconvenientes
Capital	<i>Business angels</i>	- Pueden aportar valor al negocio	- Más complicado de conseguir en esta etapa
	Crowdfunding de capital	- Suelen ser rápidos y ágiles	- Tener demasiados inversores que han realizado una pequeña aportación y, por tanto, muchos accionistas
	<i>Venture capital</i>	- Capacidad de entrar en rondas sucesivas y de aportar valor añadido a la <i>startup</i>	- La negociación suele resultar complicada - Riesgo de dilución de los anteriores accionistas de la empresa - Altas exigencias una vez que han entrado en el capital
	Préstamos	- No se cede propiedad y se genera confianza ante terceros	- Reembolsos de capital en etapas tempranas sin generar retornos - Puede requerir de garantías adicionales al proyecto
Deuda	Crowdfunding de deuda	- Suelen ser rápidos y ágiles	- Tipos de interés mayores a los préstamos de las entidades financieras
	<i>Direct lending</i> , Financiación directa a empresas, Préstamos <i>peer to peer</i> (P2P)	- Sin garantías adicionales al propio negocio, no computan en el CIRBE (Central de Información de Riesgos)	- Tipos de interés mayor que las instituciones financieras

Instrumento de financiación	Tipo de instrumento	Ventajas	Inconvenientes
Otros	SGR	- No se cede propiedad y se genera confianza ante terceros	- La necesidad de realizar reembolsos de capital sin generar retornos
	Subvenciones	- Obtención de fondos sin coste financiero/sin reembolso	- La correcta justificación de los gastos

Tabla 2.7. Ventajas e inconvenientes de los instrumentos de financiación en la fase *early stage* - Fuente: adaptado de Bizkaia-beaz (2024).

2.2.4. FASE DE CRECIMIENTO

El objetivo de esta ronda es principalmente el acelerar el crecimiento y escalar, así como la preparación para las sucesivas rondas de financiación en caso de que esté previsto que se den. Tras la Serie A se empieza a negociar y preparar la Serie B con el objetivo de continuar con la expansión y el rápido crecimiento. El proyecto está ya en marcha y el negocio desarrollado. Habitualmente es la última etapa de la entrada de inversores antes de la venta de la compañía.

Los importes de financiación están en torno a los siete u ocho dígitos. Además, los requerimientos de capital para conseguir la expansión son mayores. La Serie B implica inversiones que varían entre los 6 y 20 millones de euros, atrayendo a capital de riesgo y a inversores de *private equity*.

Finalmente, la fase de crecimiento puede abarcar otras rondas como la Serie C, D y subsecuentes, las cuales requieren de inversiones superiores a los 20 millones de euros, con grandes fondos como principales actores. El enfoque en esta fase está en consolidar una estrategia de crecimiento robusta y escalable, por lo que los porcentajes de propiedad de la empresa que se abren a los inversores suelen estar en torno al 30% (Ver Tabla 2.8.).

Tipo de socios	Fase 0	Pre-seed	Seed	Early Stage	Crecimiento
Objetivo		Desarrollo y testeo	Crecimiento y escalar	Escalar	Expansión
Equipo fundador	100%	85%	68%	54%	38%
Business angels		15%	12%	10%	7%
FFF					
Seed			20%	16%	11%
Serie A				20%	14%
Serie B					30%
	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 2.8. Fuentes de financiación en la fase de crecimiento – Fuente: Bizkaia-beaz (2024)

Las necesidades de financiación suelen tener como objetivo expandirse a nuevos mercados, para lo que se deberá contar con:

- Plan de negocio actualizado.
- Plan de tesorería actualizado, detectando las necesidades de financiación presentes y futuras, el tipo de financiación y el importe total de la necesidad de financiación.
- Definición de los hitos de la financiación.
- Identificación de los posibles inversores y estimación de los retornos esperados.

- Realizar una valoración de la empresa.
- Actualizar y planificar la *cap table*.

Instrumentos de financiación

En la etapa de crecimiento, las *startups* ya han validado su modelo de negocio y necesitan recursos para escalar operaciones, internacionalizarse o diversificar su oferta. Los principales instrumentos de financiación suelen ser de capital; estos inversores no solo aportan financiación relevante, generalmente en rondas con importes elevados, sino también experiencia estratégica y acceso a redes.

Instrumento de financiación	Tipo de instrumento	Ventajas	Inconvenientes
Capital	Venture capital	- Capacidad de entrar en rondas sucesivas y de aportar valor añadido a la <i>startup</i>	- La negociación suele resultar complicada - Riesgo de dilución de los anteriores accionistas de la empresa - Altas exigencias una vez que han entrado en el capital
	Private equity	- Dotación elevada de fondos y aportaciones de alto valor añadido	- La mayoría de los fondos requieren de mayoría accionarial - La negociación resulta ardua y requiere de asesores externos especializados - Altas exigencias y expectativas una vez han entrado en el capital
	BME Growth	- Sin garantías adicionales al propio negocio, dotaciones de mayor importe - Fuente de liquidez gracias a la agilidad del mercado de capitales	- Supeditada a la aprobación, supervisión y control del regulador (CNMV) - Tiene costes adicionales
	Préstamos	- No se cede propiedad - Coste de financiación menor que el de capital	- Al tratarse de importes elevados deberán ir acompañados de aportaciones de capital
Deuda	Financiación directa a empresas, Préstamos <i>peer to peer</i> (P2P)	- Sin garantías adicionales al propio negocio	- No computan en el CIRBE - Tipos de interés mayores que las instituciones financieras de crédito
	Fondos de deuda	- Sin garantías adicionales al propio negocio. - Financiaciones más flexibles adaptadas a la capacidad de pago	- No computan en el CIRBE - Tipos de interés mayores que las instituciones financieras de crédito
	MARF	- Sin garantías adicionales al propio negocio. - Financiación más flexibles y más agilidad al tener acceso al mercado de capitales	- Supeditada a la aprobación, supervisión y control del regulador (CNMV) - Tiene costes adicionales

Tabla 2.8. Ventajas e inconvenientes de los instrumentos de financiación en la fase de crecimiento - Fuente: adaptado de Bizkaia-beaz (2024).

A continuación, se pueden observar los principales instrumentos de financiación para la fase de crecimiento:

- A los fondos de *venture capital* se suman los de *private equity*, fundamentalmente para empresas medianas: suelen estar especializados por sectores y mayoritariamente tienen vocaciones de control y gestión de la empresa. En función del objetivo o el método de entrada en el capital de la *startup* podemos hablar de:
 - Capital expansión o desarrollo (*Growth Capital*).
 - Capital de sustitución (*Replacement*).
 - Operaciones apalancadas (*Leverage-Buy-Out*, LBO)
- Capital reestructuración (*Turnaround*).
- Mercado alternativo bursátil (*BME Growth*).

Aunque los principales instrumentos de financiación suelen ser de capital, también se puede encontrar deuda como fuente de financiación en esta etapa. Además de los préstamos y el *direct lending* aparecen nuevas fuentes de financiación como:

- Fondos de deuda, que otorgan financiación a empresas o proyectos mediante deuda privada, con el fin de hacer crecer a las empresas, resolver problemas de liquidez, *working capital*, reorganizar y optimizar la estructura de pasivo y/o capital.
Sus principales características:
 - Duración media de los préstamos: 5 años.
 - Cuantía media de financiación: 1 millón de euros.
 - Tipos de interés: entre 6-15% dependiendo del riesgo del proyecto.
 - No computan en el CIRBE.
 - Pueden recoger garantías adicionales: pignoración de acciones/participaciones, inmuebles, maquinaria, etc.
- Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF): obtención de financiación a través del mercado de capitales mediante la emisión de bonos o pagarés, dirigido a PYMEs.

Si bien en esta etapa el acceso a financiación suele ser más viable, especialmente a través de fondos de *venture capital*, *private equity* o instrumentos híbridos, cada opción conlleva implicaciones estratégicas que deben valorarse cuidadosamente. Los distintos mecanismos de financiación presentan ventajas, pero también inconvenientes que deben ser considerados, los cuales se presentan en la Tabla 2.8.

RESUMEN CAPÍTULO

El capítulo analiza el ciclo de vida de una *startup* y su relación con las necesidades y fuentes de financiación, destacando cómo estas evolucionan desde la fase pre-semilla hasta la etapa de crecimiento o salida del mercado. A diferencia de las empresas tradicionales, las *startups* operan en entornos de alta incertidumbre, donde la validación del producto y del modelo de negocio es clave para reducir el riesgo percibido por los inversores y diseñar estrategias de financiación adecuadas.

Se identifican cinco fases principales: pre-semilla (*pre-seed*), donde se invierte principalmente en I+D+i y se busca desarrollar el MVP; la fase semilla (*seed*), en la que se lanza el producto al mercado y se buscan las primeras ventas; la fase *early stage*, donde se superan los costes iniciales y se empiezan a recoger métricas como consecuencia de la incursión del producto en el mercado; la fase de crecimiento, centrada principalmente en la escalabilidad e internacionalización de la *startup*; y finalmente, la fase salida, que contempla distintas salidas como la venta, la fusión o la posibilidad de cotizar en bolsa. Cada etapa, por tanto, presenta distintas necesidades de capital y una evolución progresiva del equipo, el producto, el mercado y la estructura organizativa.

En términos de los instrumentos de financiación, se describe cómo las fuentes de capital se diversifican a lo largo del ciclo de vida de una *startup*. En las fases iniciales predominan los fondos propios de los fundadores, los *Family&Friends&Fools* mejor conocidos como las 3F, las subvenciones y, en algunos casos, los *business angels*. Posteriormente, entran en juego inversores más estructurados como fondos de capital riesgo (*venture capital*), *private equity* o instrumentos híbridos (como el *direct lending* o los fondos de deuda). Cada uno de estos instrumentos de financiación conlleva una serie de ventajas e inconvenientes que deben ser valorados estratégicamente, especialmente en lo que respecta a la cesión de propiedad y sostenibilidad del proyecto. Finalmente, en fases avanzadas, se incorporan también mercados alternativos como el BME Growth o el MARF, útiles para financiar el crecimiento o la salida de los socios fundadores.

ACTIVIDADES

1. Completa una tabla indicando para cada fase del ciclo de vida de una *startup* (Pre-semilla, Semilla, *Early Stage* y Salida) cuáles son las principales fuentes de financiación y los instrumentos más comunes utilizados en cada etapa.
2. Indica si las siguientes afirmaciones son verdaderas o falsas, y justifica brevemente tu respuesta:
 - a. En la fase semilla, la *startup* ya es rentable y autosuficiente.
 - b. Los *business angels* solo aportan financiación, no conocimiento.
 - c. En la fase pre-semilla, es habitual que la inversión provenga principalmente del equipo fundador y de su entorno cercano.
 - d. El *crowdfunding* de deuda no implica la cesión de participación en la empresa.
 - e. El mercado alternativo bursátil (BME Growth) está disponible desde la fase pre-semilla.
3. El equipo fundador de Enertrack, una *startup* tecnológica que ha desarrollado una aplicación para la gestión eficiente del consumo energético en hogares. El producto fue lanzado al mercado hace 6 meses, ha alcanzado los 1.200 usuarios activos y genera unos ingresos mensuales de 8.500€. Aunque todavía no se ha alcanzado el punto de equilibrio, fijado en 12.000€/mes, las métricas de retención y satisfacción de los clientes son altas (85% de los usuarios son recurrentes). La empresa busca una ronda de financiación de 250.000€ para reforzar el equipo comercial, optimizar la plataforma tecnológica y expandirse a dos nuevos mercados europeos en los próximos 12 meses.

En base a esa información, responde las siguientes preguntas

 - a. En qué fase del ciclo de vida se encuentra la *startup* Enertrack
 - b. ¿Qué tipo de financiación sería la más adecuada? ¿Por qué?
 - c. ¿Qué inversores buscarías? Pon un ejemplo real. ¿Qué porcentaje máximo cederías?

PARA SABER MÁS

- Argaw, Y. M., & Liu, Y. (2024). The Pathway to *Startup* Success: A Comprehensive Systematic Review of Critical Factors and the Future Research Agenda in Developed and Emerging Markets. *Systems*, 12(12), 541. <https://doi.org/10.3390/systems12120541>
- BBVA. (2024, octubre 25). *¿Cuáles son las fases o etapas por las que pasa una startup?* BBVA. <https://www.bbva.com/es/innovacion/cuales-son-las-fases-o-etapas-por-las-que-pasa-una-startup/>
- Bizkaia-beaz. (2024). *Ronda de financiación: ¿Está preparada mi startup?* (pp. 1-57). <https://beaz.bizkaia.eus/publicaciones/guia-ronda-de-financiacion-esta-preparada-mi-startup/>
- Blank, S., & Dorf, B. (2012). *The Startup Owner's Manual™ The Step-by-Step Guide for Building a Great Company* (K. Ross, Ed.). K&S Ranch Press.
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of *startup* firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689-708. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00127-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00127-1)
- Escartín, D., Marimon, Á., Rius, A., Vilaseca, X., & Vives, Á. (2020). *Startup: Concepto y ciclo de vida*. *Revista de contabilidad y dirección*, 30, 13-21.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245>
- Manzanera, A. (2013). *Finanzas para emprendedores. Todo lo que necesitas saber para encontrar financiación y convertir tu idea en negocio*. Booket.
- Santisteban, J., Inche, J., & Mauricio, D. (2021). Critical success factors throughout the life cycle of information technology start-ups. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 8(4), 446-466. [https://doi.org/10.9770/jesi.2021.8.4\(27\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2021.8.4(27))
- Usero, B., & Villanueva, A. (2024). Ciclo de vida de *startups*, localización y financiación. Éxitos en el ecosistema emprendedor de Aragón. *Economía Industrial*, 432, 65-79.

3. FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA STARTUPS

Objetivos del capítulo

- Comprender la importancia de la financiación en el desarrollo y crecimiento de una *Startup*
- Explorar y conocer las principales fuentes de financiación disponibles para *Startups*
- Evaluar el impacto de la elección de financiación en la sostenibilidad y escalabilidad del negocio

3.1. INTRODUCCIÓN

Durante el ciclo de vida de una *startup*, las fuentes de financiación van cambiando a medida que se alcanzan determinados hitos. Desde la concepción de la idea hasta la obtención de los primeros prototipos, el principal esfuerzo inversor suele recaer en el equipo promotor o en el círculo de allegados, siendo decisivo su grado de compromiso para el éxito del proyecto. Será precisamente el compromiso del equipo promotor, así como los logros que se vayan obteniendo inicialmente, los que permitan a la *startup* el acceso a nuevas fuentes de financiación.

La financiación de proyectos en fases tempranas no es tarea sencilla, esto hace que no sea hasta la consecución de los primeros resultados y tras las primeras ventas, que el proyecto no pueda acceder con mayor fluidez a fuentes de financiación tradicionales. A estas circunstancias, la literatura anglosajona lo denomina *equity gap*. Este fenómeno se produce cuando la *startup* presenta unas necesidades de financiación elevadas que no pueden ser satisfechas a través de aportaciones de los fundadores o de su círculo más próximo, pero demasiado reducidas, es decir, en una fase demasiado temprana, como para ser financiadas a través de entidades de capital riesgo.

De manera concreta, el *equity gap* de las *startup* en Estados Unidos oscila entre los 3-5 millones de euros, mientras que en España oscila entre el 0,5 y 2 millones de euros aproximadamente. En cualquier caso, el tamaño del *equity gap* es variable en función de cada país o región, y está directamente relacionado con la inversión informal existente o el enfoque que tengan los fondos de inversión privados.

Al abordar la financiación de una nueva empresa, los emprendedores deben determinar la cantidad total de dinero que se necesita para su puesta en marcha y, además, conocer con precisión en qué momento y durante cuánto tiempo se va a necesitar. De ahí que, a lo largo del ciclo de vida de una *startup*, las fuentes de financiación disponibles evolucionan en función del grado de madurez del proyecto, su nivel de riesgo y su capacidad para generar ingresos (Ver Figura 3.1.). Durante la fase de arranque/gestación, la empresa se encuentra en una etapa inicial de desarrollo del producto o servicio, en la que aún no ha alcanzado el punto de equilibrio y sus beneficios, en líneas generales, son negativos. En este contexto, el acceso a la financiación se basa principalmente en los recursos personales y en el entorno más cercano del emprendedor, así como en apoyos institucionales no reembolsables. Se trata de un momento de alta incertidumbre, donde el capital profesional aún no participa de forma activa, y la obtención de una prueba de

concepto o de un MVP marca un punto de inflexión para validar la viabilidad técnica del proyecto.

Con la validación inicial del producto y las primeras ventas en el mercado, la *startup* entra en la fase de crecimiento y expansión. En esta fase se comienza a reducir el riesgo tecnológico, aunque persisten importantes retos vinculados al escalado comercial. Es en este punto donde empieza a ser posible atraer inversores externos, como los *business angels* o el capital riesgo, que asumen el riesgo residual asociado al desarrollo comercial más allá de los primeros usuarios. La empresa comienza a generar flujos de caja que pueden servir de garantía frente a terceros, lo que mejora su acceso a la financiación bancaria. Esta etapa se caracteriza por una consolidación del producto en el mercado y por un crecimiento acelerado de los ingresos, que permite recuperar parte de la inversión inicial y alcanzar los primeros beneficios significativos.

En la fase de consolidación, la empresa ya ha logrado una posición estable en el mercado y presenta una estructura financiera más robusta. En este contexto, se amplían considerablemente las alternativas de financiación. Las entidades financieras tradicionales pasan a ocupar un rol destacado, dado que la empresa ya es capaz de demostrar su solvencia mediante resultados sostenidos. Asimismo, en los casos de mayor éxito, se abre la posibilidad de acudir a los mercados de capitales, ya sea a través de mercados alternativos o mediante una oferta pública de venta. No obstante, esta última opción solo es viable si la empresa puede convencer al mercado de que sus perspectivas de crecimiento son sólidas y de que sus acciones ofrecerán suficiente liquidez como para permitir su compraventa sin restricciones.

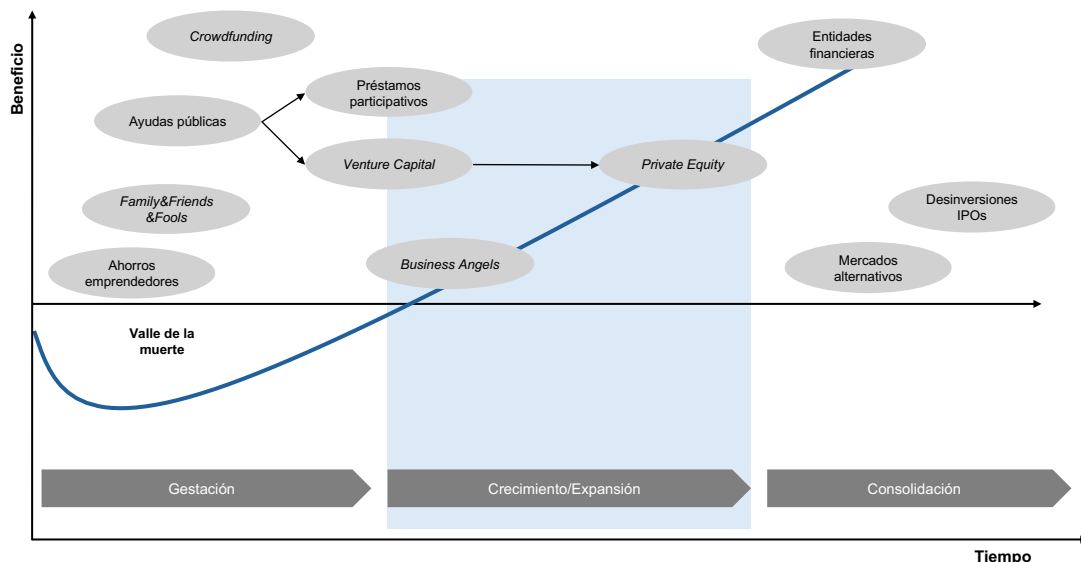


Figura 3.1. Fuentes de financiación en las distintas etapas del proceso emprendedor – Fuente: adaptado de Hoyos Iruarizaga y Mendialdua (2014)

La disponibilidad de diversas fuentes de financiación no implica necesariamente que todas sean convenientes en todo momento. La elección de una u otra debe considerar no solo su accesibilidad, sino también su coste. En las siguientes sesiones se procede a explicar con mayor detalle las distintas fuentes de financiación para *startups*.

3.2. APORTACIÓN DE LOS SOCIOS

Los socios promotores desempeñan un papel fundamental no solo como impulsores de la idea de negocio, sino también como primeros inversores en el proyecto. Sus aportaciones iniciales, tanto en términos de capital financiero como de recursos intangibles, son determinantes para poner en marcha la actividad empresarial y afrontar las primeras etapas de incertidumbre e inestabilidad de la *startup*.

De acuerdo con los datos obtenidos por el proyecto GEM, la estructura de capital de las iniciativas emprendedoras depende cada vez más de los ahorros personales del emprendedor (Ver Figura 3.2.a). En 2024 más de la mitad del capital semilla de los proyectos procede de los ahorros personales de los fundadores, mientras que las fuentes externas de financiación cada vez tienen menos peso.

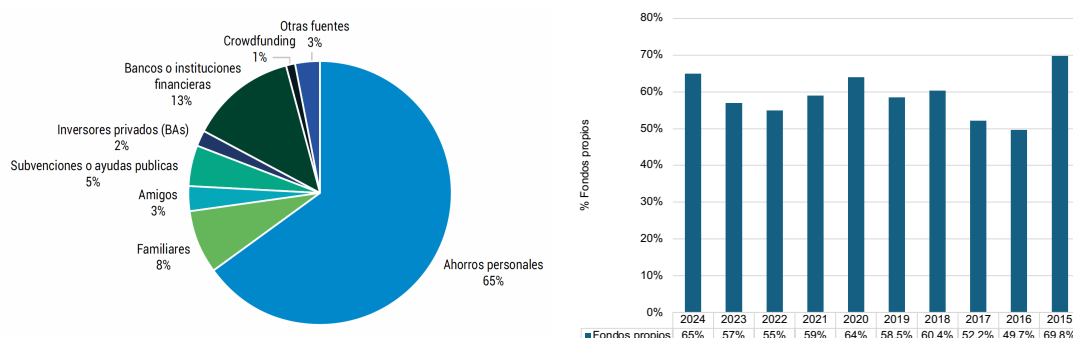


Figura 3.2. a) Distribución promedio de las fuentes de capital semilla en España – Fuente: Calvo et al., 2025; b) Evolución de los fondos propios aportados por el emprendedor – Fuente: elaboración propia a partir de datos GEM

La aportación de fondos propios por parte de los emprendedores es una tendencia constante según datos proporcionados por el informe GEM. En los últimos 10 años en España, los emprendedores nacientes han aportado un capital que representa entre el 50% y un 100% de la totalidad de capital que necesita la *startup* para la puesta en marcha del proyecto (Ver Figura 3.2.b).

El capital aportado por los socios emprendedores o el grupo promotor puede ejercer un efecto positivo sobre el proyecto de cara a futuros inversores potenciales. A medida que los futuros financiadores puedan verificar que existe una implicación financiera por parte de los socios y promotores del proyecto, es decir, cuanto mayor es el capital comprometido por el emprendedor, mayor es la probabilidad de que la iniciativa acceda en el futuro a fuentes externas de financiación (financiación bancaria, socios externos, inversores profesionales, etc.).

La autofinanciación es, además, un concepto que va más allá de las aportaciones que pueda realizar el grupo promotor. De ahí que, en determinados proyectos donde la inversión inicial no es elevada, es habitual encontrar emprendedores que combinan inicialmente su trabajo por cuenta ajena con su faceta emprendedora.

Más allá de la dimensión puramente económica, las aportaciones de los socios fundadores también incluyen capital humano, en forma de conocimientos técnicos, experiencia sectorial y habilidades de gestión, y capital social, derivado de sus redes de contactos personales y profesionales. Estos recursos intangibles, que no figuran en el balance contable, suelen ser igualmente determinantes para el desarrollo inicial del proyecto.

3.3. FUENTES DE FINANCIACIÓN INFORMALES

3.3.1. FINANCIACIÓN *BOOTSTRAPPING*

El *bootstrapping* es una técnica que comenzó a ponerse en práctica en Estados Unidos y que podría definirse como el conjunto de herramientas o técnicas creativas que permiten a una iniciativa emprendedora reducir su necesidad de recurrir a fuentes externas de financiación y mantener el control de la empresa.

El término apareció por primera vez en el trabajo de Bhidé (1992) donde destaca la relevancia del *bootstrapping* para "...poner en marcha nuevos proyectos con fondos personales modestos", lo que permite iniciar un negocio con recursos financieros limitados. Aunque la definición ha evolucionado y se ha aplicado a distintos contextos, es posible identificar claramente las motivaciones claves para su uso, relacionadas con la percepción del riesgo, la capacidad y el esfuerzo emprendedor. El riesgo percibido puede ser elevado si el negocio carece de capacidad para acceder a capital externo o si está infracapitalizado, es decir, con capital reducido. La baja capacidad percibida puede derivarse de una escasa experiencia financiera. Por su parte, un esfuerzo percibido elevado puede aparecer cuando una empresa dedica una cantidad significativa de tiempo a una búsqueda infructuosa de financiación externa.

¿Qué empresas recurren a técnicas de bootstrapping?

En determinadas áreas de emprendimiento, especialmente las relacionadas con Internet y Tecnologías de Información y Comunicación (TIC), es habitual entender el *bootstrapping* como una filosofía de inicio concebida como la habilidad por parte del emprendedor para salir adelante y avanzar con los mínimos recursos. De ahí que, si la empresa progresa y logra consolidarse en el mercado, denotaría un alto potencial que permitiría señalar positivamente el proyecto ante inversores potenciales en sucesivas rondas de financiación. En este sentido, una filosofía de algunos proyectos emprendedores consiste en conseguir la inversión necesaria a través de sus primeros clientes, reduciendo riesgos y posponiendo la captación de recursos externos en fases posteriores.

Pequeñas empresas, en etapas iniciales, usan el *bootstrapping* con más frecuencia. Esto se debe a que cuentan con pocos recursos y dificultades para conseguir financiación externa. Por otro lado, también hay emprendedores que no quieren perder el control de su empresa ni asumir los costes que supone la inversión externa.

Ahora bien, esta vía de financiación no siempre es posible. La actividad emprendedora en determinados sectores de actividad, como es el caso de las biotecnológicas, exige fuertes inversiones de capital semilla para el desarrollo del producto (pruebas de concepto, prototipos), así como dilatados plazos de recuperación de la inversión, siendo difícil utilizar el *bootstrapping* como estrategia de financiación en la fase semilla.

El *bootstrapping* también ha desempeñado un papel importante en la industria del *software* en Estados Unidos y el Reino Unido, donde más el 90% de las *startups* de este sector hicieron uso de fórmulas de financiación alternativa para el desarrollo en sus primeras fases. Lo que demuestra que esta estrategia de financiación es particularmente común en sectores donde las barreras de entrada son bajas y los recursos iniciales pueden obtenerse o gestionarse con flexibilidad.

Tipos de técnicas de bootstrapping

Dado el carácter heterogéneo de los entornos y situaciones en los que operan las empresas, las técnicas de financiación por *bootstrapping* pueden adoptar múltiples formas y evolucionar constantemente. Aunque algunas de estas técnicas pueden consistir en soluciones personalizadas, la literatura ha identificado patrones comunes que han dado lugar a diversas clasificaciones. Winborg y Landström (2001) introducen una línea de clasificación que se ha consolidado en estudios posteriores, organizando las técnicas de *bootstrapping* en seis grupos:

1. Métodos de financiación por parte del emprendedor, como préstamos de familiares o amigos.
2. Minimización de cuentas por cobrar, como el cobro de intereses por pagos atrasados.
3. Utilización conjunta de recursos, como el uso compartido de equipos.
4. Aplazamiento de pagos, por ejemplo, a proveedores.
5. Reducción del capital invertido en inventario, como ofrecer descuentos por pagos en efectivo.
6. Financiación mediante subvenciones.

Esta clasificación ha demostrado ser tanto práctica como informativa, y se ha comprobado que las empresas suelen emplear técnicas pertenecientes a varios de estos grupos de forma simultánea.

3.3.2. FAMILY, FRIENDS AND FOOLS (FFF)

Una de las vías de financiación a la que es más fácil acceder en el caso de los emprendedores es a los fondos de amigos y familiares, lo que se conoce como “las 3F”, “la triple F” o los “FFF: *Family, Friends and Fools*” cuya traducción al español sería “amigos, familiares e incautos”.

Su presencia es importante cuando esto hace posible que proyectos inicien un desarrollo que no sería posible en un contexto donde son escasos los fondos obtenidos a través del sistema financiero tradicional. La confianza previa depositada sobre los emprendedores actúa de aval o garantía, necesario para invertir en proyectos de alto riesgo y asociados a grandes incertidumbres respecto a la viabilidad futura del proyecto emprendedor.

Los FFF, a diferencia de otros inversores profesionales, actúan más por lazos emocionales que realmente analizando la viabilidad del proyecto. En este sentido, no suelen demandar información o garantías específicas (plan de negocio, plazos, etc.) y el retorno que esperan obtener no sigue un calendario de plazos o porcentajes fijados, como suele ocurrir en el caso de inversores privados. Esta vía de financiación permite al equipo fundador preservar también la alineación de los intereses de los socios, así como garantizar la autonomía en el ejercicio de sus funciones.

Otra ventaja del acceso a los FFF estaría asociada con que el emprendedor puede recurrir a un círculo amplio de personas cuyas aportaciones le permiten reunir un importe razonable de capital con el que poder dar un salto importante en el desarrollo del proyecto. Estas aportaciones no tienen que ser necesariamente monetarias, pueden ser también aportaciones en especie (locales, equipamiento informático, vehículos, etc.) que sean incorporadas como parte del capital social de la empresa. De igual forma, el respaldo financiero que aportan los FFF, puede ser considerado de forma positiva por inversores institucionales en el momento de que la empresa inicie futuras rondas de financiación.

De acuerdo con el informe GEM del 2024-2025 (Ver Figura 3.2.a), los FFF son la tercera fuente de financiación más empleada por detrás de los recursos propios y los bancos e instituciones financieras. En los últimos 5 años en España, las empresas de reciente creación han acudido a financiación de amigos y familiares para cubrir alrededor de entre un 10% a un 12% de la totalidad del capital necesario (Ver Figura 3.3.). Lo que refleja la relevancia sostenida de los FFF como una vía accesible y flexible de financiación en las primeras etapas.

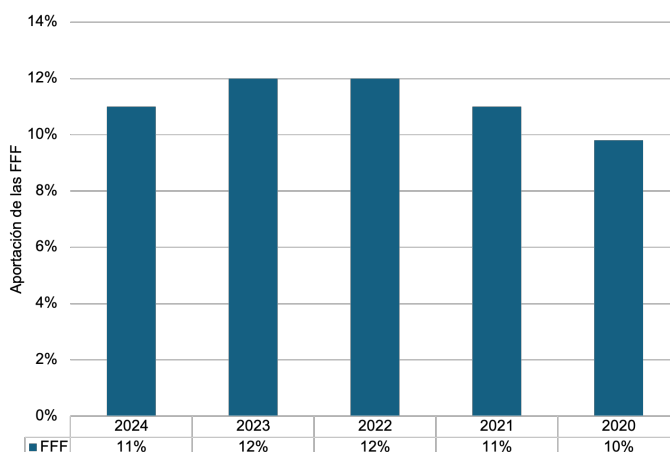


Figura 3.3. Evolución de los fondos provenientes de amigos y familiares en las etapas iniciales del proyecto emprendedor – Fuente: elaboración propia a partir de datos GEM

3.4. FINANCIACIÓN PÚBLICA

Una de las opciones para poder financiar el crecimiento de una empresa sin perder capital, es utilizando instrumentos de financiación no dilusivos, es decir, a través de la financiación pública. La financiación pública es una forma de apoyo económico proporcionado por entidades gubernamentales a empresas, organizaciones o proyectos sin requerir la devolución del dinero recibido. Este tipo de financiación se otorga generalmente en forma de subvenciones o ayudas y se utiliza para cubrir costes específicos como desarrollo de proyectos, investigación, innovación, o expansión de actividades.

También existe la posibilidad de que entidades gubernamentales financien a los emprendedores junto con capital riesgo. Hay estudios que demuestran que una mayor implicación en la financiación por parte del gobierno hace que, a su vez, la financiación privada sea mayor, además de que las ofertas iniciales o las adquisiciones tengan mayor éxito.

Para poder acceder a la financiación pública se deben cumplir una serie de requisitos generales como:

- **Registro en España:** La empresa debe estar legalmente registrada en España.
- **Información financiera:** Es necesario presentar la información financiera relevante del negocio, como las declaraciones del IVA y el Impuesto de Sociedades.

- **Antigüedad mínima:** Dependiendo del préstamo o producto que se quiera solicitar, se requerirá una antigüedad mínima de la empresa.
- **Presupuesto y plan de negocios:** Es necesario tener claro en qué se utilizará el dinero solicitado y disponer de un plan de negocios detallado.

En España, destacan el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA) y el Instituto de Crédito Oficial (ICO) como organismos que apoyan con fondos públicos los proyectos de inversión de los emprendedores.

3.4.1. CDTI

El CDTI² es una Entidad Pública Empresarial (E.P.E.) que depende del Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades, que promueve la innovación y el desarrollo tecnológico de las empresas españolas, desarrollando programas e instrumentos y canalizando las solicitudes de ayuda y apoyo a los proyectos de I+D+i de empresas españolas en los ámbitos estatal e internacional, contribuyendo así a la capacitación y a la mejora a nivel tecnológico de las empresas españolas mediante las siguientes actividades:

- Evaluación técnico-económica y concesión de ayudas públicas a la innovación mediante subvenciones o préstamos con un tramo no reembolsable a proyectos de I+D desarrollados por empresas.
- Gestión y promoción de la participación española en programas internacionales de cooperación tecnológica.
- Promoción de la transferencia internacional de tecnología empresarial y de los servicios de apoyo a la innovación tecnológica.
- Apoyo a la creación y consolidación de empresas de base tecnológica.

El CDTI se encarga de gestionar programas de ayudas basados en:

- Préstamos bonificados: Son préstamos a largo plazo cuyo interés, que puede ser fijo o variable, es inferior al del mercado.
- Ayudas parcialmente reembolsables: Son similares a los préstamos bonificados, pero con la particularidad de que una parte del préstamo no debe devolverse.
- Subvenciones: Se trata de ayudas a fondo perdido, es decir, no se devuelven.
- Capital riesgo: Se fomenta el crecimiento de las empresas mediante su capitalización, es decir, la toma temporal, en el capital de empresas que no coticen en bolsa y que no tengan naturaleza inmobiliaria ni financiera.

Los programas del CDTI se financian a través de una combinación de fondos públicos, principalmente del Gobierno de España y fondos europeos como:

- Presupuestos generales del estado: El CDTI recibe fondos del presupuesto del gobierno español para financiar sus programas de apoyo.
- Fondos europeos: Gestiona fondos europeos como los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos (FEDER), el Fondo Europeo Marítimo, de Pesca y Acuicultura (FEMPA), así como los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR).

En 2024, el CDTI comprometió un total de 706,4 millones de euros en ayudas destinadas a impulsar proyectos de I+D+i en España, de los cuales el 74% de los fondos corresponde a financiación directa y el 37% proveniente de fondos europeos. Estas ayudas beneficiaron a 1.146 entidades, de las cuales el 72% fueron PYMES.

² CDTI: <https://www.cdti.es/>

Además, se estima que estas actuaciones generaron 3.926 empleos, con una participación femenina del 30% (1.172 mujeres empleadas) y un empleo calificado del 79%.

3.4.2. ENISA

ENISA³ es una entidad pública española, dependiente de la Dirección General de Estrategia Industrial y de la Pequeña y Mediana Empresa, integrada, a su vez, en el Ministerio de Industria y Turismo. Su objetivo es impulsar el emprendimiento y la innovación mediante la concesión de préstamos participativos a *startups* y PYMEs que buscan crecer sin recurrir a avales personales o garantías tradicionales.

Entre las principales funciones de ENISA están:

- Financiación: Otorga préstamos participativos a empresas con proyectos innovadores, ayudándolas a crecer y desarrollarse.
- Acompañamiento: Además de la financiación, ofrece acompañamiento y asesoramiento a las empresas durante el proceso.
- Conexión con el ecosistema: Facilita la conexión de las empresas con otros emprendedores y agentes del ecosistema empresarial.
- Apoyo a la innovación: Se centra en proyectos que aportan valor añadido a través de la innovación y la creación de nuevas ventajas competitivas.

Los préstamos ENISA están diseñados para empresas con potencial de generar empleo de calidad y que centren su actividad en la creación de productos, procesos o servicios innovadores, contribuyendo al desarrollo sostenible de las áreas estratégicas que se puede observar en la Figura 3.4.

Los préstamos ENISA tienen un conjunto de ventajas muy competitivas para los emprendedores como es la exigencia de no avales personales, plazos de amortización y carencia amplios, y la posibilidad de considerar el préstamo como parte del patrimonio neto en caso de reducción de capital o liquidación de la empresa. Además, los intereses son deducibles fiscalmente y pueden estar vinculados a la rentabilidad de la empresa, lo que significa que se adaptan a la marcha económica de la misma.

En 2024, ENISA invirtió 83,6 millones de euros en pequeñas y medianas empresas, se recibieron 1.497 solicitudes, de las cuales fueron aprobadas 508 operaciones, con un importe medio de 164.570 euros por operación. Madrid, Cataluña, la Comunidad Valenciana y Andalucía concentran el mayor número de operaciones, destinadas sobre todo a negocios con menos de tres años de vida.

3.4.3. LÍNEAS ICO

Las líneas ICO⁴ son programas de financiación ofrecidos por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) para apoyar a empresas y emprendedores en sus actividades y proyectos de inversión. Estas líneas se canalizan a través de entidades de crédito y están diseñadas para cubrir diversas necesidades financieras, como inversiones, necesidades de liquidez y proyectos de internacionalización.

³ ENISA: <https://www.enisa.es/>

⁴ Líneas ICO: <https://www.ico.es/ico/lineas-ico>



Figura 3.4. Líneas estratégicas de financiación ENISA – Fuente: upbizer (2025b).

Cada línea cubre distintas necesidades, algunas de ellas incluyen un tramo no reembolsable de hasta el 33% de la ayuda, calculado sobre el 75% de la cobertura del préstamo, así como un anticipo del 35% con un límite de 250.000 euros, sin exigir garantías adicionales, pero requiriendo aval.

Existen distintas modalidades adaptadas a cada tipo de operación:

- ICO empresas y emprendedores: Necesidades de liquidez o gastos dentro de España.
- ICO garantías SGR/SAECA: Proyectos con aval SGR o SAECA.
- ICO crédito comercial: Anticipo de facturas y pre-financiación de costes de producción en España.
- ICO Red.es Acelera: Financiación hasta el 100% de ayudas Red.es.
- ICO internacional (tramos I y II): Actividades e inversión fuera de España.
- ICO exportadores: Anticipo de facturas y pre-financiación de costes de producción para exportaciones.
- ICO canal internacional: Inversión y liquidez para actividades fuera de España.

Para poder acceder a cada línea se establecen unos requisitos específicos, como el domicilio fiscal en España, la presentación de avales o la realización de actividades internacionales, según corresponda.

3.5. PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

3.5.1. CROWDFUNDING

El *crowdfunding* se considera una fuente de financiación escalable, flexible y eficiente. Sus características particulares lo convierten en una alternativa viable a los métodos de financiación convencionales. Es una opción ideal para transformar

iniciativas novedosas en proyectos y empresas, especialmente aquellas que tienen dificultades para obtener financiación debido a su carácter innovador.

El *crowdfunding* puede definirse como el proceso de recaudar capital para una campaña benéfica, un proyecto o un nuevo negocio mediante las contribuciones relativamente pequeñas de un grupo amplio de individuos durante un periodo de tiempo determinado. Una de las principales razones de éxito es que permite a todo tipo de promotores obtener financiación para proyectos de muy diversa índole: con o sin ánimo de lucro, grandes o pequeños, y con objetivos ecológicos, sociales, o culturales, no únicamente económicos.

El funcionamiento del modelo de *crowdfunding* es relativamente simple. Los promotores del proyecto recurren a una plataforma especializada, donde publican una descripción del proyecto de forma detallada. Los potenciales financiadores pueden consultar los proyectos disponibles, analizar la información proporcionada y decidir qué campañas apoyar y con qué cantidad de dinero contribuir. Este enfoque permite descentralizar los riesgos y distribuirlos entre muchos inversores, minimizando así las posibles pérdidas individuales.

La información publicada en las plataformas de *crowdfunding* suele incluir las características principales de cada proyecto:

- El importe objetivo.
- La cantidad recaudada hasta el momento.
- La cantidad restante para alcanzar la meta.
- El número de financiadores que participan.
- Los días restantes para lograr el éxito de la campaña.

3.5.2. MODELOS DE CROWDFUNDING

La literatura identifica dos mecanismos principales de funcionamiento de *crowdfunding*: 1) el modelo *Kepp it All* (KIA), en el que el promotor recibe los fondos recaudados independientemente de que la campaña alcance o no el objetivo establecido, y 2) el modelo *All or Nothing* (AON), en el que el promotor solo recibe los fondos si la campaña alcanza el objetivo.

Además, como ya se comentó en el capítulo 1, el *crowdfunding* se clasifica en cuatro modelos principales según los objetivos de los financiadores:

- Basado en donaciones: En este modelo los contribuyentes aportan fondos con fines puramente filantrópicos. Su principal motivación es apoyar una causa y no reciben ninguna contraprestación.
- Basado en recompensa: Los financiadores aportan fondos y, a cambio, reciben recompensas tangibles no monetarias, como productos, servicios o experiencias relacionadas con el proyecto.
- Basado en inversión o *equity*: Los financiadores adquieren derechos sobre los beneficios futuros del proyecto, de forma similar a la compra de acciones. Su motivación principal es obtener una remuneración económica a través de la distribución de beneficios. Este modelo está sujeto a elevados niveles de regulación.
- Basado en préstamos o *crowdlending*: En este modelo, los financiadores aportan fondos en forma de préstamo y obtienen un retorno sobre el capital invertido. Los contribuyentes conocen de antemano las condiciones de devolución y los beneficios que obtendrán, incluyen tipos de interés, plazos y garantías.

En el *crowdfunding* participan tres actores principales, de los cuales es importante entender sus incentivos y objetivos:

1. Los promotores de proyecto: El objetivo principal es alcanzar el capital mínimo necesario para desarrollar un proyecto específico. Sin embargo, existen otros motivos que los llevan a recurrir al crowdfunding como son la reducción de costes, al buscar fuentes de capital más allá de su ubicación geográfica, lo que incrementa la posibilidad de atraer contribuyentes interesados en el proyecto, y que pueden aceptar menores retornos al valorar otros aspectos del proyecto; y el acceso a información valiosa, ya que las campañas de *crowdfunding* ofrecen a los promotores datos relevantes para mejorar sus proyectos.
2. Los financiadores o inversores: Las motivaciones de los financiadores y su relación con los creadores varía según el contexto, la naturaleza del proyecto y el modelo utilizado. Estas motivaciones pueden ir desde objetivos puramente económicos hasta fines principalmente sociales. En el modelo basado en donaciones, los inversores actúan como filántropos que buscan apoyar ideas con impacto social. En el modelo basado en préstamos (*crowdlending*), los financiadores actúan como prestamistas que esperan obtener beneficios a cambio de aportar capital. En el modelo basado en recompensas, los financiadores funcionan como clientes tempranos que, además de adquirir el producto, pueden participar en su desarrollo. Finalmente, en el modelo de inversión de capital (*equity*), los inversores se asemejan a los accionistas de los mercados tradicionales.
3. Las plataformas de *crowdfunding*: Suelen ser negocios con fines de lucro. Generalmente, cobran una comisión basada en un porcentaje del capital financiado en cada proyecto. Por este motivo, su principal motivación es atraer al mayor número posible de inversores. Para lograrlo, deben establecer las condiciones adecuadas que permitan crear un mercado eficiente, garantizando una buena comunicación ente los actores y mecanismos que minimicen el riesgo de fraude.

3.5.3. PLATAFORMAS DE CROWDFUNFING

En el 2023, el mercado español de *crowdfunding* alcanzó los 379,7 millones de euros, lo que supone un incremento del 26% respecto al 2022. En apenas siete años, el volumen se ha multiplicado casi por cuatro, consolidando esta vía de financiación alternativa como una opción cada vez más relevante.

En la Tabla 3.1. podemos observar las principales plataformas de *crowdfunding* en España.

3.6. BUSINESS ANGELS

Los *Business Angels* o ángeles inversores son particulares, empresarios o directivos de empresas que invierten capital en uno o varios proyectos de emprendedores, en sus fases tempranas. Por lo tanto, son actores claves en el proceso de inversión de los proyectos empresariales de las *startups*, y por el que asumen un riesgo elevado. Una vez realizada la inversión, toman parte activa en el desarrollo del negocio como miembro formal del consejo de administración, si estuviera constituido, o como consejero observador.

Aunque los *business angels* responden a un perfil heterogéneo y, por tanto, difícil de tipificar, existen algunas características que son comunes en todos ellos y que sirven para diferenciarlos de otro tipo de inversores:

- Patrimonio líquido disponible.
- Invierten su propio dinero, a diferencia de las entidades de capital riesgo que invierten el dinero de terceros.
- Toman sus propias decisiones de inversión.
- Invierten en empresas con cuyos promotores no tienen una relación de parentesco o amistad.
- Buscan ganar dinero, aunque ésta no sea su única motivación para invertir.
- Promueven la reflexión sobre cuestiones específicas que afectan a los *business angels*.
- Difunden información sobre los *business angels* y sus redes.
- Promueven la realización de estudios periódicos sobre el mercado de la inversión privada.

Plataforma	Descripción
 VERKAMI	Verkami: Destacada para proyectos creativos, artísticos y culturales, con enfoque “todo o nada”
	Ulule: Plataforma europea con proyectos creativos y sociales, también opera con el modelo “todo o nada”
	GoFundMe: Plataforma global con campañas personales y solidarias, permite retirar fondos incluso si no se alcanza el objetivo
	Lanzanos: Plataforma española con un área llamada “La Caja” donde los usuarios deben validar los proyectos
	Kickstarter: Plataforma para creadores de contenido y artistas, también funciona con el modelo “todo o nada”
	Goteo: Plataforma con foco en el impacto social y colectivo, exige un retorno colectivo para el proyecto
	Housers: Plataforma de <i>crowdfunding</i> inmobiliario, autorizada por la CNMV
	La Bolsa Social: Plataforma de <i>crowdfunding</i> de inversión enfocada en proyectos de desarrollo sostenible
	Sego Finance: Plataforma de <i>crowdfunding</i> de inversión que también negocia facturas
	Capital Cell: Plataforma especializada en sanidad y biotecnología

Tabla 3.1. Principales plataformas de *crowdfunding* en España.

Para una *startup*, la combinación de financiación, experiencia, conocimiento y contactos que aportan los *business angels* se convierte en un factor clave para el éxito del proceso emprendedor. Por ello, las tres principales características que aportan estos inversores son:

1. Valor añadido: los *business angels* no solo aportan capital, sino que también proporcionan un significativo valor añadido a las empresas en las que invierten. Su participación puede darse a diversas formas, como inversor o coinversor individual o a través de grupos de inversores privados más o menos formalizados. Además, suelen asumir roles cruciales en las empresas invertidas, ya sea como consejeros informales cercanos a los fundadores, miembros no ejecutivos en consejos asesores o miembros de consejos de administración.
2. Capital inteligente: su apoyo se extiende desde el momento de la inversión hasta la desinversión, abarcando aspectos como la captación de financiación adicional; la orientación estratégica y el seguimiento del negocio; el acceso a contactos con los clientes, socios estratégicos o inversores potenciales; el apoyo en procesos de salida; la captación y contratación de talento; el asesoramiento operativo, o la concreción de alianzas estratégicas y adquisiciones.
3. Capital paciente: reconocen que el proceso de creación de valor y crecimiento en una empresa emergente requiere un tiempo considerable. Para una *startup*, esta combinación de financiación, experiencia, conocimientos y contactos se convierte en un factor clave para el éxito del proceso emprendedor. Es precisamente esta suma de elementos, más allá del mero aporte de capital, lo que motiva a muchos emprendedores a buscar activamente la financiación de este tipo de inversores.

3.6.1. TIPOS DE *BUSINESS ANGELS*

Los *business angels* pueden clasificarse según varios criterios, como su grado de implicación en la empresa, su experiencia previa o su especialización sectorial. Cuando se clasifican en función del rol en la empresa invertida se pueden clasificar en cuatro categorías:

- *Business angel* “industrial”, es decir, aquel *business angel* con experiencia empresarial (industria, sector, habilidades directivas, capacidad de generar valor a la compañía, alianzas, ...). Por lo que este tipo de inversor va a mantener relación continua de soporte activo, con una inversión promedio que oscila entre 50.000 y 150.000 euros.
- *Business angel* “financiero”, es decir, aquel que se ceñirá a invertir en la compañía y realizar un seguimiento de la gestión y creación de valor sin aportar conocimiento ni experiencia con los fundadores. Su inversión promedio se encuentra en el rango de los 150.000 a los 300.000 euros.
- *Business angel* trabajador, que, además de invertir, desea contribuir de manera continua al éxito de la nueva empresa mediante su propia actividad. Su inversión media se encuentra en el rango de los 50.000 a los 90.000 euros.
- *Business angel* consultor, que aporta sus conocimientos y redes de contactos, pero su contribución de capital es más limitada, con una inversión media que se encuentra en el rango más bajo, entre 25.000 y 50.000 euros, e incluso en algunos casos no aportan capital directamente, sino que cobran por sus servicios a través de participaciones de la empresa.

En todos los casos, los fundadores de la *startup* deberán proporcionarles informes periódicos de la evolución del negocio (seguimiento del cumplimiento de los hitos del

plan de negocio, indicadores claves, cuentas de resultados, balance y estado de situación), además de organizar reuniones formales para que presentación de resultados.

El objetivo inversor de un *business angel* es obtener una rentabilidad económico-financiera positiva y superior a otras inversiones del mercado, al tener que asumir un gran riesgo de negocio, ya que la mortalidad de los proyectos empresariales en las fases iniciales es muy alta. En las estadísticas sobre inversiones realizadas por *business angels* en *startups*, el 50% de las inversiones fracasan, y solo un 20% ofrece un retorno igual a la inversión, que no es lo que busca el inversor.

Finalmente, en el año 2024, los *business angels* en España han mostrado un comportamiento cauto y exigente, con un volumen medio invertido por inversor de unos 95.525 euros y una mediana de 20.000 euros, según los datos de la Asociación de Empresarios de Business Angels (AEBAN). El informe anual presentado por AEBAN también indica que la inversión en *startups* se ha mantenido activa, con un 89% de los *business angels* mostrando disposición para invertir, observándose una mayor selectividad y enfoque en la calidad de los proyectos y en la gestión de las carteras existentes.

3.7. INCUBADORAS Y ACELERADORAS

El número de aceleradoras, incubadoras y plataformas de apoyo a los emprendedores ha experimentado un crecimiento exponencial en los últimos años. Estas infraestructuras ofrecen a los emprendedores la posibilidad de recibir financiación en las primeras fases de puesta en marcha de sus proyectos, acompañándolos incluso en rondas de financiación ante inversores privados o capital riesgo.

La diferencia fundamental entre las incubadoras y las aceleradoras de *startups* es la filosofía en el modelo de crecimiento. Mientras una aceleradora busca que los proyectos consigan tasas intensivas de crecimiento en el menor tiempo posible, las incubadoras son espacios que permiten a la empresa crecer al ritmo natural de cada compañía en períodos de tiempo más largos. La Tabla 3.2. presenta las principales diferencias entre incubadoras y aceleradoras.

	Incubadoras	Aceleradoras
Enfoque	Apoyan a emprendedores con ideas de negocio desde la fase inicial hasta la de crecimiento, ayudándoles a desarrollar el concepto, crear la empresa y llevarla a mercado	Aceleran el crecimiento de <i>startups</i> con proyectos de base tecnológica, que ya tienen un producto o servicio en el mercado y buscan escalar rápidamente
Funciones	– Ofrecen programas de orientación, formación, coaching y asesoramiento – Pueden proporcionar espacio físico para trabajar – Ayudan a definir el modelo de negocio, validar la idea y encontrar financiación inicial	– Ofrecen programas intensivos de corta duración – Proporcionan mentoría especializada, acceso a inversores y financiamiento, y conexiones con la industria – Ayudan a mejorar el modelo de negocio, aumentar las ventas y el reconocimiento de la marca
Etapas	Se enfocan en la fase pre-semilla y semilla, ayudando a las <i>startups</i> a dar sus primeros pasos	Se enfocan en la fase de crecimiento y expansión, buscando convertir a la <i>startup</i> en un <i>scaleup</i>
Ejemplos	Wayra, SeedRocket	Lanzadera, Combinator

Tabla 3.2. Principales diferencias entre incubadoras y aceleradoras

Las incubadoras se caracterizan por proporcionar apoyo y asesoramiento a las iniciativas que tienen potencial para salir al mercado. Para ello, ofrecen un conjunto de servicios y recursos que ayudarán a los emprendedores a definir y desarrollar su proyecto. Estos recursos pueden clasificarse en tres grandes categorías:

- Orientación: ayudan a los emprendedores a definir el modelo y los objetivos de su proyecto, medir los resultados y la viabilidad, conseguir financiación, socios e inversores, elaborar el plan de negocio y realizar el análisis de mercado, entre otros.
- Formación: ofrecen cursos, tutorías especializadas y formación en el área empresarial para que los emprendedores puedan identificar y desarrollar oportunidades de negocio. También cuentan con asesoramiento jurídico y contable.
- Infraestructuras: aportan recursos materiales y espacios de trabajo en los que los emprendedores puedan desarrollar su actividad empresarial.

Estas organizaciones pueden ser instituciones privadas, universitarias o gubernamentales. Según su especialización, se pueden clasificar en:

- Incubadoras de *startups* generalistas: aceptan propuesta de cualquier sector empresarial, sin hacer distinciones entre el tipo de actividad hacia la que se enfoca la idea a desarrollar.
- Incubadoras de *startups* especializadas: se centran en sectores concretos y solo aceptan propuestas que se relacionan con un ámbito de actuación.

Desde el punto de vista financiero, las incubadoras no están enfocadas en la obtención de beneficios como las aceleradoras, sino que se centran en dar forma a las empresas para que su salida al mercado sea exitosa.

Los programas de aceleración suelen estar basados en una metodología eficiente y pragmática con el objetivo de validar la idea y el modelo de negocio lo antes posible y con una inversión mínima. Según su especialización, pueden identificarse dos tipos distintos:

- Generalistas: ofrecen apoyo a cualquier tipo de proyecto, independientemente del sector al que pertenezcan.
- Especializadas: respaldan *startups* enfocadas en un sector concreto, como puede ser el social, el sanitario o el aeroespacial.

Una vez superado un riguroso proceso de selección, los proyectos elegidos disponen de una amplia gama de recursos a su disposición. A cambio de todo ello, las aceleradoras reciben normalmente un pequeño porcentaje de la empresa en contraprestación por los servicios prestados y la microfinanciación aportada durante el proceso de aceleración del proyecto.

Desde el punto de vista de la financiación, una de las características más relevantes de las aceleradoras es su capacidad de actuar como agentes que facilitan el contacto con inversores potenciales. Es habitual que al finalizar los programas de aceleración los emprendedores presenten sus propuestas a foros de inversión.

En 2024 en España existen 215 aceleradoras e incubadoras que ofrecen empleo a más de 1.300 personas y reciben una media de 121,1 solicitudes anuales, contribuyendo significativamente al impulso de *startups*.

3.8. CAPITAL RIESGO

El capital riesgo constituye una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y con fuerte potencial de crecimiento futuro. El objetivo final persigue obtener una plusvalía una vez se lleve a cabo la desinversión o venta de sus participaciones en el medio plazo (entre tres y cinco años).

Los inversores de capital riesgo se diferencian de otros intermediarios financieros porque aportan servicios de valor añadido a las compañías en las que invierten. Se trata de inversores que tienen cierta especialización sectorial, lo que permite que puedan aportar al proyecto más que el propio capital. Añaden valor a través de la aportación de una amplia gama de servicios, entre los que destacan el asesoramiento en la definición de estrategias, asesoría técnica y comercial, red de contactos y atracción de personal clave.

De esta forma, junto con la financiación pública, la financiación del mercado de capitales y la financiación directa por parte de los empresarios, el capital riesgo constituye uno de los pilares básicos de la financiación de las PYMEs. El capital riesgo se diferencia de las otras fuentes de financiación por:

- La existencia de un inversor especializado que, además de recursos, aporta capacidad de gestión y de creación de valor a la empresa participada.
- La aportación de recursos a la empresa se hace, normalmente, a través de la suscripción de acciones, aunque también se pueden utilizar otros instrumentos financieros, talos como los préstamos participativos⁵, prestamos subordinados⁶ o la suscripción de obligaciones convertibles⁷.
- Las adquisiciones que llevan a cabo las entidades de capital riesgo tienen un carácter temporal.
- Los retornos se materializan una vez finalizado el período de inversión a través de un mecanismo de salida, que puede estructurarse mediante venta a otras empresas, colocación en el mercado de valores, venta a otra entidad de capital riesgo o venta al propio equipo directivo o a los accionistas originales.
- La inversión de capital riesgo puede realizarse en cualquier etapa de la vida de una empresa: en la creación de la empresa; en su crecimiento o expansión; y en su transmisión.

Partiendo de las particularidades de este tipo de inversión, se establecen los dos términos fundamentales que hacen referencia al sector. El sector de capital riesgo anglosajón distingue los dos tipos de actividades, utilizando los términos *venture capital* y *private equity*. En España, por el contrario, el término capital riesgo engloba ambos tipos de inversión, aunque, si bien cada vez es más habitual hacer la misma distinción para indicar las diferentes modalidades. La inversión en *venture capital* es la aportación de capital en una empresa que se encuentra en fase inicial o de

⁵ Son préstamos en los que se estipula que el prestamista-financiador, además de la remuneración ordinaria a través de intereses, obtiene una remuneración procedente de los beneficios obtenidos por el prestatario-financiado.

⁶ Es un tipo de préstamo donde el reembolso se realiza después de que las deudas de los acreedores prioritarios o senior hayan sido pagadas en su totalidad en caso de insolvencia. Presentan un alto nivel de riesgo para el prestamista, por lo cual suelen ofrecer tipos de interés más altos y condiciones de amortización más flexibles.

⁷ Es la adquisición de un tipo de deuda que otorga al comprador la opción de convertirla en acciones de la empresa emisora en un futuro, según las condiciones preestablecidas.

desarrollo temprano. Y el *private equity* está dirigido a empresas en crecimiento o que se encuentran en una fase de consolidación.

3.8.1. VENTAJAS DEL CAPITAL RIESGO

El inversor de capital riesgo asume un elevado riesgo, ya que la rentabilidad esperada está directamente relacionada al éxito del proyecto en el que participa. Ese nivel de compromiso e implicación del capital riesgo con el éxito de proyecto empresarial constituyen unas de las principales ventajas para las *startups* al acudir a este tipo de financiación. Sin embargo, también existen otras ventajas, en términos financieros y de gestión.

Ventajas financieras

Entre las ventajas financieras, la financiación procede del socio del capital riesgo a través de una financiación a largo plazo. Esto implica que el capital riesgo favorece la constitución de un accionariado estable, y así las decisiones que se vayan adoptando reflejarán los intereses de unos socios que tienen una visión de proyecto a largo plazo.

La entrada de capital riesgo refuerza los fondos propios de la empresa, mejora su capacidad de endeudamiento y facilita el acceso a créditos bancarios. Además, los inversores suelen apalancar las operaciones, utilizando deuda para aumentar la rentabilidad sobre capital propio. Esta práctica es especialmente relevante en grandes operaciones de *private equity*, donde el apalancamiento es un factor clave, mientras que en inversiones de *startups* el uso de deuda es menor, y concretamente en España, se apoya principalmente en préstamos participativos de carácter público.

La presencia de un socio de capital riesgo ofrece ventajas al emprendedor, ya que se comparte el riesgo empresarial y se alinea su beneficio con el éxito del proyecto, a diferencia de las entidades financieras, que solo buscan el reembolso de préstamos.

Ventajas en la gestión empresarial

El capital riesgo no solo aporta financiación, sino también un valor añadido en la gestión operativa de la empresa. Su implicación en la toma de decisiones estratégicas puede marcar una diferencia significativa, especialmente cuando el fondo cuenta con experiencia en el sector del proyecto. Por ejemplo, un inversor especializado en *software* o biotecnología puede proporcionar contactos, estrategias comerciales y conocimientos específicos que faciliten el crecimiento de la empresa. Esta aportación sectorial es clave, ya que no todos los fondos ofrecen el mismo nivel de apoyo operativo.

Además, el capital riesgo contribuye a la profesionalización de la gestión empresarial. Antes de invertir, evalúa la calidad del equipo directivo y, si es necesario, propone refuerzos o mejoras en la estructura. También exige la implantación de sistemas de control de gestión que no solo permiten una rendición de cuentas adecuada, sino que sirven como base para decisiones estratégicas fundamentadas.

Otro aspecto, es que el capital riesgo adapta sus aportaciones al calendario del proyecto, a diferencia de fuentes públicas de financiación, como las subvenciones, que suelen estar sujetas a plazos administrativos poco alineados con las necesidades de la empresa. Finalmente, la relación entre el emprendedor y el capital riesgo se constituye como una alianza estratégica y no como un vínculo de deudor-prestamista. El inversor se involucra activamente en el negocio, colabora en el cierre de operaciones y se esfuerza en maximizar el valor de la empresa, alineando sus intereses con los del equipo emprendedor para alcanzar el éxito conjunto.

3.8.1. VENTURE CAPITAL

El *venture capital* es un vehículo de inversión cuya forma jurídica es un Fondo de Capital Riesgo (FCR), que toma participaciones en proyectos que se encuentran en fase inicial de desarrollo y arranque. Conceptualmente no presenta grandes diferencias con el *private equity*, aparte del hecho de que pone su foco de interés en las *startups*. El *venture capital*, a diferencia de los *business angels*, tiene unos claros objetivos de rentabilidad y política inversora, los cuales se reflejan en un proceso de toma de participación muy formalizado.

El negocio del *venture capital* consiste en invertir en *startups* y obtener rendimiento a través de la venta posterior de sus participaciones. Aunque en apariencia parece un proceso sencillo, en la práctica es altamente complejo. Este tipo de inversión enfrenta dos grandes desafíos: por un lado, lograr que la *startup* cumpla su plan de negocio y aumente su valor, lo cual ya supone una dificultad considerable; y por otro, encontrar un comprador dispuesto a adquirir la participación en el momento de la salida, un reto que en muchos casos resulta aún mayor.

La Tabla 3.3. presenta las principales diferencias entre *private equity* y *venture capital* en función de la fase en la que se encuentra la empresa para invertir, sectores objetivo, tamaño de la ronda de financiación, crecimiento de la empresa y rentabilidad exigida.

Variables	<i>Private Equity</i>	<i>Venture Capital</i>
Fase de la empresa	Crecimiento, compras apalancadas, sustitución	Semilla, arranque, expansión
Sectores objetivo	Tradicionales, bienes de consumo, industria, etc.	Tecnología, comunicaciones, biotecnología
Tamaño de la operación	Más de 10 millones de euros	De 0,5 a 10 millones de euros
Crecimiento de la empresa	Bajo-moderado	Dos dígitos
Rentabilidad exigida	De 26% a 35%	De 36% a 55%

Tabla 3.3. Diferencias entre *private equity* y *venture capital* – Fuente: Hoyos Iruarrizaga & Blanco Mendialdua (2014)

En el capítulo 4 se profundizará en el funcionamiento del *venture capital*, detallando su estructura interna y el papel que desempeñan los distintos actores que lo componen. Asimismo, se explicarán los criterios que emplean los inversores para evaluar proyectos y tomar decisiones de inversión, ofreciendo una visión clara de los aspectos que se consideran determinantes a la hora de apostar por una *startup* y gestionar su participación hasta el momento de su desinversión.

Finalmente, la industria del *private equity* y del *venture capital* en España tiene un impacto significativo en el tejido empresarial. En 2024, las empresas participadas por estos fondos generaron 568.200 empleos y gestionan fondos por un valor de 49.778 millones de euros, de los cuales 32.174 millones de euros corresponden a gestoras internacionales. En total, 2.535 empresas están participadas por gestoras nacionales, y el 90% de estas son pequeñas y medianas empresas.

En los últimos cinco años se han invertido 38.322 millones de euros en 3.068 empresas españolas, destacando la tecnología informática y médica como sectores

líderes de inversión en 2023. Además, España ocupa el 7º puesto a nivel europeo en creación de futuros unicornios. Barcelona y Madrid se consolidan como polos de inversión y emprendimiento de relevancia mundial. Finalmente, los fondos españoles desinvertidos han alcanzado rentabilidades medias de doble dígito, situándose en el 11%.

3.8.2. PRIVATE EQUITY

El *private equity* es un tipo de inversión que guarda poca relación con las *startups* y el emprendedor. Se trata de grandes fondos que invierten, bien en compañías consolidadas, o bien en situaciones especiales. En el primer caso aportan capital para la expansión de la compañía participada. Esta expansión puede ser por causa de la apertura a nuevos mercados, la construcción de nuevas instalaciones o, incluso, la adquisición de una nueva empresa.

Una de las principales características que tiene la inversión en *private equity* es su marcado carácter apalancado. El fondo de *private equity*, cuando valora una oportunidad de inversión, examina detenidamente las posibilidades que tiene de emplear deuda como medio de financiación de la operación, por lo que los fondos que debe aportar se reducen y, en consecuencia, la posibilidad de conseguir un ROE⁸ atractivo es superior.

Existe un elevado número de fondos de *private equity*, con una alta variabilidad en criterios de inversión. Esto se explica en parte por la necesidad de diferenciarse unos de otros. Además, dentro de las operaciones que puede desarrollar el *private equity* están:

- Capital expansión o desarrollo (*Growth Capital*): financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede dirigirse a la adquisición de activos fijos, incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o acceso a nuevos mercados. Son inversiones de mayor volumen y menos incertidumbre por la existencia de datos históricos.
- Capital de sustitución (*Replacement*): la entidad de capital riesgo releva a parte del accionariado actual. Es una operación frecuente en empresas familiares y en situación de sucesión. También se produce en algunas oportunidades de ventas de activos o ramas de actividad no estratégicas de empresas muy grandes, donde sus gestores u otros externos buscan apoyo financiero en el capital riesgo dentro de un proyecto de escisión y posterior desarrollo independiente.
- Operaciones apalancadas (*Leverage Buy-Out* o LBO): compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada por recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y otra con capital aportado por los inversores de la operación, que se convierten en propietarios. En estas operaciones lo habitual es que la empresa objetivo tenga unos flujos de caja consistentes, estables y lo suficientemente elevados como para poder hacer frente al pago de los intereses y amortizaciones del principal de la deuda.

Dentro de esta modalidad existen tres tipos:

- MBO (*Management Buy-Out*): adquisición de la empresa por sus propios administradores o equipo directivo.
- MBI (*Management Buy-In*): adquisición de la empresa por un grupo inversor ajeno a ella.

⁸ Rentabilidad de los fondos propios

- BIMBO (*Buy-In Management Bou-Out*): agentes de la propia empresa y externos adquieren y gestionan la empresa.
- Capital reestructuración (*Turnaround*): Inversión en empresas que atraviesan dificultades durante un período de tiempo prolongado, y que necesitan recursos financieros para implementar grandes transformaciones, necesarias para la supervivencia de la empresa. Suele implicar una reestructuración operativa que abarca todos los aspectos de la empresa (instalaciones, personal, productos, ...).

3.9. MERCADO DE CAPITALES

En el marco de los mercados de capitales en España, además de los mercados oficiales, existen plataformas alternativas diseñadas para cubrir las necesidades de empresas en diferentes fases de desarrollo. Entre ellas destaca el BME MTF Equity, un mercado multilateral de negociación gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME), y sujeto a la supervisión de la CNMV. Está compuesto por cuatro segmentos: BME Growth, BME Scaleup, BME IICs y BME ECR.

El segmento del BME Growth incluye:

- EE (Empresas en Expansión): Se trata de empresas de reducida capitalización que buscan expandirse.
- SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria): Son sociedades cuyo objeto social consiste en la tenencia de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento, mediante adquisiciones o promoción; o de acciones o participación en el capital social de otras SOCIMIs o entidades extranjeras de análoga o similar actividad.

BME Growth cuenta con el sello europeo de SME Growth Market. Está dirigido a empresas de cualquier sector de actividad con un proyecto de expansión ambicioso y sólido.

El segmento BME Scaleup está destinado a:

- EE (Empresas en Expansión): Se trata de PYMEs en una fase de desarrollo temprano y otras empresas con negocios maduros que deseen ponerse en valor ante nuevos inversores.
- SOCIMIs

El segmento BME IICs está diseñado para:

- SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable): Son una figura de inversión colectiva que tiene por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros.
- SIL (Sociedades de Inversión Libre) e IIC (Instituciones de Inversión Colectiva) de IIC de IL (Inversión Libre): Son instituciones de inversión colectiva de carácter financiero.
- Fondos de inversión.

El segmento BME ECR va dirigido a:

- ECR (Empresas de Capital Riesgo): Son sociedades que realizan tomas de participación minoritarias, pero significativas, en el capital de empresas que consideran atractivas por su potencial de crecimiento, con un escenario temporal y con el ánimo de potenciar su gestión y, por tanto, su valor, para

posteriormente desinvertir en dicha participación y obtener el retorno a su inversión.

3.9.1. BME GROWTH

BME Growth es el mercado para las PYMEs del BME. La plataforma que permite a las pequeñas y medianas empresas en crecimiento acceder al mercado de capitales.

En su configuración jurídica BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, un sistema multilateral de negociación (SMN) gestionado por BME y sujeto a supervisión de la CNMV. Entre las principales características de BME Growth encontramos:

- Financiación para crecer: Proporciona financiación, liquidez y notoriedad.
- Liquidez: Mercado adaptado para favorecer la eficiencia en la formación de precios.
- Sencillez y asistencia: Proceso de incorporación ágil y flexible. Asesores registrados y especializados en PYMEs.
- Inversores institucionales: Amplio grupo de inversores cualificados que participan en el crecimiento de las compañías.
- Madurez: Mercado maduro, comienza en 2009 y actualmente cuenta con más de 130 empresas

BME Growth es un mercado dirigido a empresas de cualquier sector de actividad, aunque en la actualidad hay una mayor presencia de empresas de sectores tecnológicos, biotecnología y salud, ingeniería, de telecomunicaciones y renovables. Con una presencia importante del inmobiliario (SOCIMI). La procedencia es principalmente a nivel nacional, pero está abierto a todas las empresas, con independencia del país de origen (Ver Figura 3.5.).

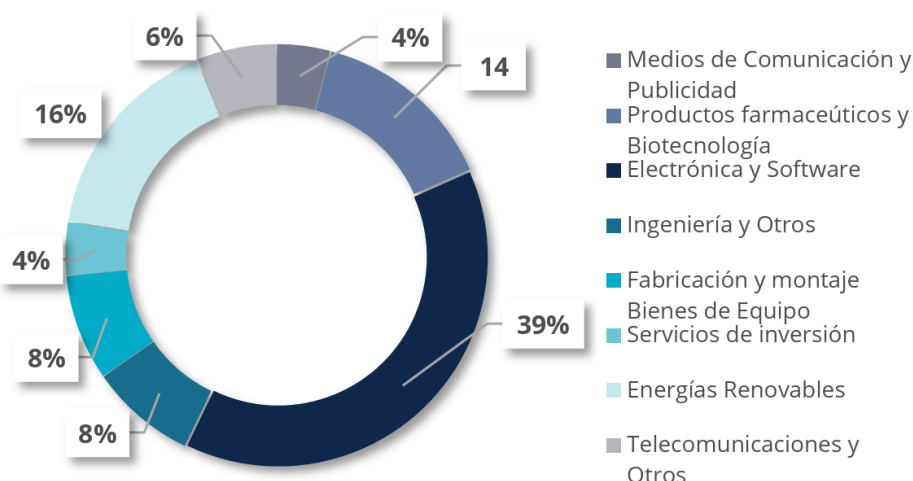


Figura 3.5. – Sectores en donde operan las empresas del BME Growth – Fuente: BME-Growth (2025a)

Estructura del modelo de mercado

La plataforma electrónica de negociación de BME Growth es el SIBE-SMART. Es un mercado con información en tiempo real y difusión automática de la información de contratación. Existen dos modalidades de negociación:

- Contratación general: se basa en un mercado continuo dirigido por órdenes con una subasta de apertura al inicio de la sesión y una subasta de cierre al final de esta.
- Fijación de precios únicos o “*Fixing*”: los valores que en ella cotizan están toda la sesión en subasta, existiendo dos períodos de asignación de títulos, favoreciendo de esta manera la eficiente formación de precios y disminuyendo la volatilidad.

Dentro de las iniciativas del Grupo BME, BME Growth ocupa un lugar central como mercado orientado a PYMEs en expansión que buscan financiación y mayor visibilidad en un entorno regulado. Sin embargo, este segmento forma parte de un recorrido más amplio que acompaña a las empresas en todas las fases de sus desarrollo.

Como se puede observar en la Figura 3.6., el Grupo BME ofrece un itinerario progresivo que comienza con el Entorno Pre Mercado (EpM), donde las *startups* reciben apoyo y formación para prepararse para los mercados de capitales. Posteriormente, empresas en fase de crecimiento pueden acceder a BME Scaleup, una plataforma que facilita su escalabilidad y captación de inversión. El siguiente paso es BME Growth, que actúa como puente hacia mercados más sofisticados, y finalmente, la bolsa, donde las compañías consolidadas logran cotizar en el mercado principal, obteniendo acceso a grandes volúmenes de capital e inversores institucionales.



Figura 3.6. Itinerario de las PYMES en el Grupo BME – Fuente: BME-Growth (2025a)

3.9.2. ENTORNO PRE MERCADO

El Entorno Pre Mercado (EpM) actúa como antesala para que *startups*, PYMEs en expansión y *scaleups* conozcan el funcionamiento del mercado de capitales y se preparen para una futura incorporación al BME Growth u otros mercados. Este espacio combina formación, *networking* y acompañamiento estratégico, proporcionando a las empresas las herramientas necesarias para adaptarse a las exigencias de transparencia, organización y relaciones con inversores que requiere una compañía cotizada.

El EpM se estructura en dos segmentos: uno inicial, dirigido a *startups* en fases tempranas, y un segmento Growth, orientado a compañías con una trayectoria consolidada. A través de este programa, las empresas reciben entrenamiento en aspectos clave como la preparación de su estructura corporativa, la valoración de negocio, la transparencia informativa y la relación con los inversores. Además, el programa ofrece una cuota inicial reembolsable en caso de salida a bolsa, no exige exclusividad y no implica que BME tome participación en el capital de la compañía.

Uno de los principales valores del EpM es su ecosistema colaborativo, que promueve la interacción con inversores, asesores especializados y otros agentes de mercado. Esta red permite a las empresas mejorar su visibilidad y acceder a diferentes tipos de inversores, favoreciendo su profesionalización y preparación para el crecimiento. La formación continua, el apoyo especializado y el contacto con empresas ya incorporadas a BME Growth contribuyen a reducir la curva de aprendizaje y a facilitar la transición hacia los mercados de valores.

En cifras, a 2025 el EpM cuenta con 30 empresas participantes, 29 *partners* y diversos casos de éxito de compañías que, tras su paso por el programa, han dado el salto al BME Growth. Los sectores predominantes entre las empresas participantes incluyen biotecnología, ingeniería, tecnología, comunicaciones y energías renovables.

3.9.3. BME SCALEUP

EL BME Scaleup es un mercado de valores diseñado para empresas con alto crecimiento con modelos de negocio probados. Su propósito es acompañar a estas compañías en todas las etapas de su financiación a través de los mercados de capitales, desde rondas iniciales de inversión (*seed*, Serie A, B, C o D) hasta ampliaciones de capital en bolsa. Este mercado se integra dentro del ecosistema BME, fomentando la colaboración con capital riesgo, *business angels*, etc. que constituyen las principales fuentes de financiación alternativa para empresas.

Este segmento se dirige principalmente a *scaleups*, es decir, compañías que presentan un crecimiento anualizado superior al 20% en número de empleados o facturación durante más de tres años. Asimismo, el BME Scaleup también está abierto a empresas que desean dar sus primeros pasos en los mercados de capitales sin necesidad de abrir inmediatamente su capital, pero buscando visibilidad y acceso a nuevos inversores. Se contemplan tres perfiles principales:

- PYMEs con negocios maduros que buscan operaciones corporativas.
- Empresas familiares que desean gestionar de forma ordenada el relevo generacional.
- SOCIMIs interesadas en negociar en un sistema multilateral de negociación autorizado por la CNMV.

El valor añadido de BME Scaleup radica en facilitar el acceso a financiación adaptada, aumentar la visibilidad y notoriedad empresarial y ofrecer una plataforma que permite el crecimiento inorgánico mediante operaciones corporativas. Adicionalmente, cotizar en este mercado aporta liquidez y la posibilidad de ofrecer acciones negociadas como incentivos para retener talento clave.

En cifras, España cuenta en 2025 con unas 450 *scaleups*, con una facturación anual de 6.450 millones de euros, 850.000 puestos de trabajo generados y una destacada presencia a nivel internacional.

RESUMEN CAPÍTULO

El capítulo aborda la importancia de la financiación en el desarrollo y crecimiento de las *startups*. Destacando que las necesidades y opciones de financiación evolucionan a lo largo del ciclo de vida de la *startup*. En las fases iniciales, los recursos para promover una *startup* suelen provenir principalmente de los promotores del proyecto y su entorno cercano, mientras que, en etapas más avanzadas, a medida que el proyecto se va consolidando, se amplían las alternativas con la participación de inversores privados, entidades financieras y mercados de capitales.

Se introduce el concepto de *equity gap*, dificultad para obtener financiación en los primeros estadios, cuando las necesidades superan los fondos propios, pero son insuficientes para atraer capital de riesgo. Por tanto, en la fase inicial, la *startup* depende en gran medida de los recursos propios y apoyo institucional, en la fase de crecimiento surgen inversores como los *business angels* y se mejora el acceso a la financiación bancaria, y en la fase de consolidación la presencia de una estructura financiera robusta permite recurrir a mercados alternativos.

En base a eso, las primeras aportaciones suelen provenir de los socios fundadores, quienes además de capital financiero contribuyen en determinados casos con conocimiento y redes de contactos que refuerzan la credibilidad ante futuros inversores. Entre las fuentes informales de financiación destaca el *bootstrapping*, basado en técnicas creativas para reducir costes y minimizar la dependencia de capital externo; así como los fondos procedentes de familiares y amigos, conocidos *Family&Friends&Fools*, donde la confianza en el emprendedor sustituye al análisis financiero formal o a la obtención de determinadas rentabilidades. La financiación pública representa otro pilar fundamental, ya que proporciona instrumentos no dilusivos como subvenciones y préstamos bonificados. Organismos como CDTI, ENISA e ICO apoyan la innovación, el desarrollo tecnológico y la internacionalización, contribuyendo al crecimiento de las empresas sin exigir garantías tradicionales.

El *crowdfunding* se presenta como una alternativa flexible que permite obtener capital a través de aportaciones colectivas, adaptándose a distintos objetivos mediante modelos basados en donaciones, recompensas, inversión y préstamos. Su expansión en España ha sido notable, consolidándose como una opción relevante en fases tempranas.

Los *business angels* también desempeñan un papel esencial al aportar no solo capital, sino experiencia, conocimiento y contactos, convirtiéndose en socios estratégicos para las *startups*. Estos inversores se caracterizan por su implicación activa, su visión a largo plazo y su capacidad para acompañar el crecimiento de la empresa.

Las aceleradoras e incubadoras ofrecen apoyo, mentoría y acceso a inversores, aunque con filosofías distintas: las aceleradoras buscan un crecimiento rápido mediante programas intensivos, mientras que las incubadoras promueven un desarrollo gradual apoyado en formación y recursos.

El capital riesgo se describe como una fuente clave para empresas con alto potencial de crecimiento, ya que aporta capital a medio y largo plazo, junto con asesoramiento estratégico. Este tipo de inversión comparte riesgos y beneficios con el emprendedor, refuerza la estructura financiera y profesionaliza la gestión empresarial. El *private equity*, se orienta a compañías consolidadas y se caracteriza por un uso intensivo del apalancamiento financiero para maximizar retornos. Por su parte, el *venture capital* se centra específicamente en *startups* en fases iniciales, asumiendo elevados riesgos con el objetivo de obtener altas rentabilidades. Su éxito depende tanto del

cumplimiento del plan de negocio como de la venta exitosa de participaciones en el momento oportuno.

Finalmente, se destacan los mercados de capitales como herramienta esencial para la financiación empresarial. En España, el BME MTF Equity ofrece plataformas adaptadas a distintas etapas, como el BME Growth para PYMEs en expansión, BME Scaleup para compañías con alto crecimiento y el EpM que prepara a las *startups* para su futura incorporación a las distintas plataformas del BME. Estos mercados facilitan la captación de inversión, aumentan la visibilidad y proporcionan liquidez, acompañando a las empresas en su proceso de escalabilidad.

En conjunto, el capítulo ofrece una aproximación a la financiación en *startups*, un proceso dinámico que requiere combinar fuentes según la etapa de desarrollo, el nivel de riesgo y las necesidades del proyecto, siendo la elección adecuada de los instrumentos de financiación determinante para alcanzar la sostenibilidad, escalabilidad y éxito de mercado.

ACTIVIDADES

1. Enumere las principales características de los *business angels* tomando en consideración los siguientes parámetros: origen de los recursos aportados, perfil del inversor, fase de entrada, perfil de las empresas participadas, proceso de toma de decisiones, salida/desinversión.
2. Acceda el último informe de la Asociación Española de entidades de *venture capital* y *private equity* (SPAINCAP), y analice la evolución de las entidades en España en los últimos cinco años.
3. Identifique una muestra de empresas de nueva creación, tomando en cuenta que no deben ser más antiguas de cinco años y realice un informe donde de respuesta a las siguientes preguntas:
 - a. ¿Cómo es su estructura financiera?, ¿Cuáles son las principales fuentes de financiación a las que han accedido estas empresas?
 - b. Principales ratios económicos-financieros
 - c. ¿Son mayoría las empresas que han obtenido beneficios en algún momento de su creación?, ¿Son rentables desde el punto de vista económico?
4. Busque aceleradoras e incubadoras y realice un informe respecto a las principales actividades que se llevan a cabo.
5. Busque un proyecto real en una red de *crowdfunding* y realice un informe en donde se tenga en consideración los siguientes puntos: descripción del proyecto, datos claves (objetivos, fondos recaudados, número de patrocinadores, etc.), estrategia de comunicación, tipo de *crowdfunding*. Valorar los resultados obtenidos e identificar los factores que contribuyeron al éxito o al fracaso.

PARA SABER MÁS

- AEBAN. (2025a). *Business Angels*. Asociación Española de Business Angels. <https://www.aeban.es/business-angel/>
- AEBAN. (2025b). *Informe Business Angeles 2025: La inversión en startups, actividad y tendencias*.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14, 63-97. <https://doi.org/10.1086/674021>
- Álvarez de Lara, J. (2023). *Business Angels: Creadores de Valor de impacto en el ecosistema emprendedor*.
- Baena del Río, L. (2018). Fuentes de financiación alternativa para *startups*. El caso de Genially Web, S.L. En *Universidad de Córdoba* (pp. 1-64).
- BBVA. (2023a, mayo 29). *¿Qué es y cómo funciona una incubadora de startups?* BBVA. <https://www.bbva.com/es/innovacion/que-es-y-como-funciona-una-incubadora-de-startups/>
- BBVA. (2023b, agosto 18). *Aceleradoras de startups: qué son y para qué sirven*. BBVA. <https://www.bbva.com/es/innovacion/aceleradoras-de-startups-que-son-y-para-que-sirven/>
- Bhide, A. (1992). Bootstrap Finance: the art of start-up. *Harvard Business Review*, 70(6), 109-117.
- BME-Growth. (2025a). *BME Growth. Un impulso al crecimiento de las empresas*.
- BME-Growth. (2025b). *¿Qué es BME Growth?* BME Growth. <https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/Que-Es.aspx>
- BME-MTF-Equity. (2024). *Modelo de Mercado de BME Growth*.
- Brander, J. A., Du, Q., & Hellmann, T. (2015). The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence*. *Review of Finance*, 19(2), 571-618. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu009>
- Calvo, N., Fernández-Laviada, A., Monje-Amor, A., & Atrio, Y. (2025). *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM España 2023-2024*. <https://doi.org/https://doi.org/10.22429/Euc2025.012>
- CDTI. (2025). *CDTIdata*. <https://www.cdti.es/cdtidata>
- Cóbreces, S. (2018, marzo 15). *Préstamo participativo ENISA y sus ventajas*. Finanziaconnect. <https://www.finanziaconnect.com/blog/prestamo-participativo-enisa-ventajas/689800039770/>
- Cumming, D. J., Leboeuf, G., & Schwienbacher, A. (2020). Crowdfunding models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing. *Financial Management*, 49(2), 331-360. <https://doi.org/10.1111/fima.12262>
- Galindo, S. (2025, febrero 27). *506 startups y micropymes recibieron 83,6 millones de euros en préstamos de Enisa el año pasado*. Autónomos y Emprendedor. <https://www.autonomosyemprendedor.es/articulo/autonomos/506-startups-micropymes-recibieron-836-millones-euros-prestamos-enisa-ano-pasado/20250226121054041207>
- Horváth, K. (2018). Financial Bootstrapping techniques: A systematic review of the literature. *On research*, 1(September), 84-94.

- Hoyos Iruarrizaga, J., & Blanco Mendialdua, A. (2014). *Financiación del proceso emprendedor* (M. Santesmases Mestre, Ed.). Ediciones Pirámide.
- Huang, H.-C., Lai, M.-C., & Lo, K.-W. (2012). Do founders' own resources matter? The influence of business networks on start-up innovation and performance. *Technovation*, 32(5), 316-327. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2011.12.004>
- Huyghebaert, N., & Van de Gucht, L. M. (2007). The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-ups. *European Financial Management*, 13(1), 101-133. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00287.x>
- IMARC Group. (2020). *Crowdfunding market: Global industry trends, share, size, growth, opportunity and forecast 2021-2026*. <https://www.ascreports.com/market-research-report-598330/crowdfunding-market-global-industry-trends-share-size-growth-opportunity-forecast>
- Koch, J.-A., & Siering, M. (2019). The recipe of successful crowdfunding campaigns. *Electronic Markets*, 29(4), 661-679. <https://doi.org/10.1007/s12525-019-00357-8>
- Lavilla Rubira, C. (2014). El capital riesgo como forma de financiación empresarial. *Financiación Empresarial*, 879(Julio-Agosto), 101-111.
- Manzanera, A. (2013). *Finanzas para emprendedores. Todo lo que necesitas saber para encontrar financiación y convertir tu idea en negocio*. Booket.
- upbizer. (2025a). *Descubre qué es un Business Angel y cómo conquistarlo*. upbizer. <https://www.upbizer.com/inversion-privada/que-es-un-business-angel>
- upbizer. (2025b). *Financiación pública. Ayuda para PYMES y Startups en España*.
- Vásquez-Ordóñez, L. R., Lassala, C., & Ribeiro-Navarrete, S. (2022). Crowdfunding: Another Way of Financing My Business. En C. Lassala & S. Ribeiro-Navarrete (Eds.), *Financing Startups Understanding Strategic Risks, Funding Sources, and the Impact of Emerging Technologies* (pp. 31-48). Springer.
- Vinaixa, J., & Bieto, E. (2010). Entrepreneurship. En *El MBA de Esade: Todos los conocimientos para alcanzar el éxito profesional* (pp. 451-496). Plantea.
- Winborg, J., & Landström, H. (2001). Financial bootstrapping in small businesses. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 235-254. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00055-5](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00055-5)
- Zieling, N. (2009). *Factores determinantes del impacto del capital riesgo sobre las empresas*.

4. DISEÑO Y GESTIÓN DE UNA RONDA DE FINANCIACIÓN

Objetivos del capítulo

- Identificar el proceso de planificación y ejecución de una ronda de financiación
- Analizar los criterios empleados por los inversores para evaluar una *Startup*
- Conocer el ecosistema de inversión y la estructura de los fondos de capital

4.1. EL PROCESO DE INVERSIÓN

Para diseñar una ronda de financiación exitosa es imprescindible conocer el proceso de decisión que sigue el *venture capital*, cuáles son los apartados que más valora y cuáles son los posibles motivos que pueden provocar la decisión de no invertir. Este proceso suele durar unos seis meses y consta de cinco fases, como se puede observar en la Figura 4.1.

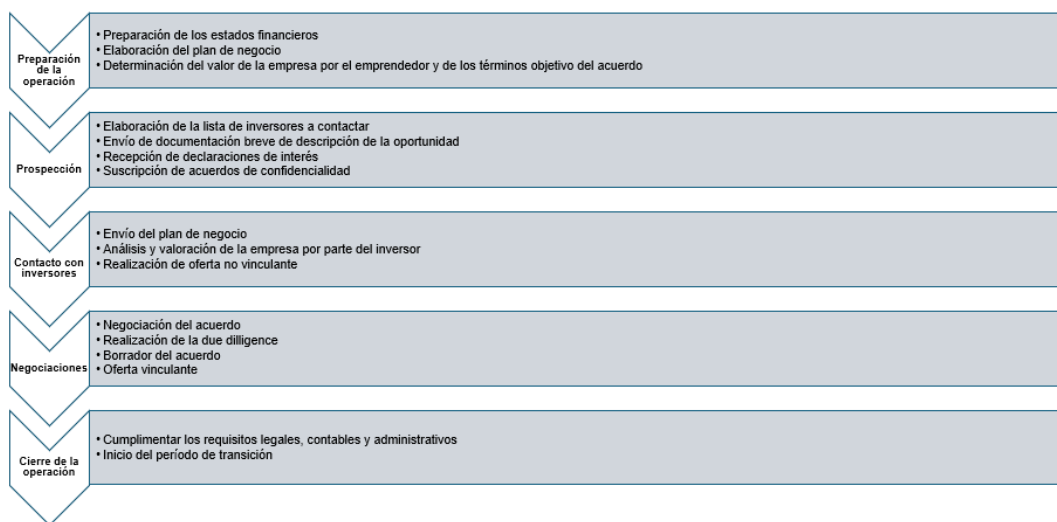


Figura 4.1. Fases del proceso de inversión – Fuente: adaptado de Manzanera (2010)

4.1.1. PREPARACIÓN DE LA OPERACIÓN

En esta fase el emprendedor decide cuál es la alternativa de financiación más adecuada y prepara la documentación y materiales necesarios para exponer la oportunidad de inversión. Principalmente preparará el plan de negocio, pero hay más documentos que serán necesarios como, por ejemplo:

- **Un resumen ejecutivo:** versión breve de la presentación de la empresa que no debe de ser más larga que una hoja por las dos caras.
- **Investor's Deck:** documento de apoyo que tiene por objetivo principal captar la atención del inversor.

- **Plan de negocio:** versión extendida de la descripción de la empresa, el modelo de negocio y la estrategia.
- **Cap Table:** documento que contiene el desglose del capital social entre los accionistas con sus respectivos porcentajes. Es importante que este documento refleje el capital totalmente diluido, es decir, que refleje todos y cada uno de los accionistas con su correspondiente porcentaje, de forma que se muestren las acciones que se han puesto en circulación a través de las ampliaciones de capital y también las que se emitirán en el caso de que se apliquen planes de opciones sobre acciones con los empleados o se capitalicen préstamos convertibles.
- **Acuerdo de socios:** documento privado que refleja los acuerdos adoptados para el buen funcionamiento de la relación entre los socios y la empresa.
- **Otra documentación legal:** la empresa debe de tener a su disposición la escritura de constitución, escrituras de otras ampliaciones de capital en el caso de que se hubieran llevado a cabo, la carta de intenciones o las notas convertibles en función del formato de la ronda de financiación. Tanto la carta de intenciones como las notas convertibles son documentos en los que el inversor pone de manifiesto su interés por invertir en el proyecto y donde se establecen los términos de entrada. Ninguno de estos documentos es vinculante.
En rondas más avanzadas es necesario un acuerdo de confidencialidad para asegurar que no se divulgue a terceros la información compartida con los inversores, especialmente antes de realizar la *due diligence*.

4.1.2. PROSPECCIÓN

El siguiente paso consiste en identificar a los inversores más adecuados para presentar la operación. Lo ideal sería obtener un listado de las entidades de capital riesgo del país, en este caso España, que se puede consultar en la web de la CNMV⁹ o en la web de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo¹⁰.

Un aspecto importante que hay que tener en cuenta a la hora de seleccionar los inversores es que reciben miles de solicitudes de inversión al año, y que la mayoría de estas solicitudes son de personas que no tienen ninguna relación con la entidad de capital riesgo, por lo que es importante realizar un buen trabajo de investigación para poder llegar a ella y así aumentar las probabilidades de éxito. Hoy en día esta tarea de investigación es más sencilla, ya que la información es más accesible. De este modo, se debería de revisar al menos la página web de cada entidad para conocer cuál es su estrategia de inversión y si la *startup* se adecúa a ella. Otra información importante es la cartera de empresas participadas del inversor. Las empresas de inversión suelen seguir un patrón de inversión y participar en empresas similares, por lo que esto puede ser de gran ayuda para saber si la *startup* encaja en esa cartera.

Cuando se haga la lista de posibles inversores es recomendable clasificarlos en categorías, distinguiendo entre líderes, seguidores y otros. La forma de interactuar con cada uno de los grupos será diferente, por lo que es necesario saber cómo tratar con cada uno de ellos para obtener una ronda de financiación exitosa.

⁹ <https://www.cnmv.es/portal/consultas/mostrarlizados?id=0&lang=es>

¹⁰ <https://www.spaincap.org/>

El objetivo principal será encontrar a la entidad líder, que será la que dará la *term-sheet*¹¹, que tomará un rol de liderazgo en la financiación y será probablemente el inversor más activo. Puede haber más de un líder, normalmente dos y en ocasiones hasta tres. Una posible estrategia consiste en tener más de una entidad de capital riesgo compitiendo por liderar la inversión sin que sepan con quién más se está negociando.

En una reunión con entidades de capital riesgo potenciales se suele tener alguna de las siguientes “sensaciones”:

- Está claramente interesado y quiere liderar: el emprendedor se debería comprometer claramente con estas entidades.
- No está interesado y pasa: no le debe preocupar.
- Puede ser: parecen interesados, pero no dan el siguiente paso para comprometerse. Se debería de mantener el contacto con estas entidades, pero teniendo en cuenta que esta no será la empresa que catalice la inversión, sino que podría entrar en el mix de inversores en el caso de que se quiera tener varias entidades juntas.
- No “lento”: entidades que nunca dicen que no, pero están en modo reacción, es decir, responden cuando se les contacta, pero no toman la iniciativa nunca. Estas entidades se deberían de considerar como un no y no gastar tiempo en ellas.

Antes de enviar la información a las entidades que se consideran las líderes o las que parecen las más prometedoras, se debería de enviar la información a las entidades clasificadas como “no interesado”. El objetivo es detectar posibles defectos en la oportunidad a través del *feedback* de ese inversor. De esta forma, cuando se envíe la oportunidad de inversión a las entidades interesadas, ya estará libre de erratas y defectos.

4.1.3. CONTACTO CON INVERSORES

El primer contacto con el inversor se realiza enviándole el *Investor’s Deck*, presentación sobre la empresa a financiar, es decir, es la carta de presentación del proyecto o la empresa.

El mínimo de diapositivas que tiene que contener un *Investor’s Deck* es 10, pudiendo llegar a las 15-20 de máximo (de Toro, 2021; UNIR Revista, 2022). La estructura que debería tener el *Investor’s Deck*, según de Toro (2021), es la siguiente:

1. **Portada:** debe de contener la información suficiente para que, de un solo vistazo, se entienda en qué consiste la empresa. La presentación de esta información debe ser lo más limpia posible.
2. **Resumen:** esta diapositiva debe contener los puntos clave que indiquen al inversor si la *startup* está dentro de su intención de inversión. Debería incluir información como el concepto de empresa, los principales KPI’s, el modelo de negocio y el tamaño de la ronda.
3. **Problema que resuelve la empresa:** en este punto se debe explicar el problema que tiene el cliente objetivo. Se debería especificar el nicho al que se dirige la empresa y el problema detectado en ese segmento en concreto. Es muy recomendable cuantificar el problema de forma que sea más sencillo para el inversor conocer el tamaño del mercado y su volumen de negocio.

¹¹ Term sheet: documento que generalmente no tiene carácter vinculante, en el que el inversor declara la intención de invertir en un proyecto. En él se especifican los términos que regularán los documentos vinculantes a la inversión.

4. **Solución (*Unique Selling Proposition*):** en este apartado se define la solución innovadora que propone la empresa y en qué se diferencia de las que propone la competencia. Se recomienda cuantificar los beneficios que se obtienen con la solución propuesta por la empresa.
5. **Producto/servicio:** en este punto se explica el producto o servicio que se quiere comercializar, las características que tiene, la tecnología, pero sin entrar en detalle. Es importante incluir la hoja de ruta para su desarrollo.
6. **Mercado:** definir bien el mercado al que se dirige la empresa y los planes de expansión a futuro es determinante para captar inversores. Establecer una propuesta realista en la que se cuantifica el mercado en el que actúa, demostrando que será lo suficientemente grande como para justificar la facturación estimada de la empresa es clave para demostrar la viabilidad del negocio.
7. **Equipo:** en este punto se presenta al equipo que trabaja en la empresa con el fin de demostrar al inversor que los principales roles están cubiertos y que se va a ser capaz de conseguir los objetivos propuestos.
8. **Modelo de negocio:** este apartado debe contener una explicación sencilla sobre la monetización, definiendo las fuentes de ingresos, la fijación de precios y el margen de beneficio.
9. **Competencia:** en esta diapositiva se explica qué diferencia a la empresa de la competencia y por qué es la mejor. Suele ser recomendable presentar esto en una tabla comparativa a nivel nacional e internacional.
10. **Indicadores principales:** en este punto se presentan los principales KPI's y métricas financieras con el objetivo de dar una idea a los inversores del estado económico-financiero de la empresa.
11. **Previsión de ventas:** se deberá incluir una proyección de las ventas e ingresos estimados a tres o cinco años vista. Es importante ser realista en esta estimación y justificar debidamente el crecimiento.
12. **Hoja de ruta:** en esta diapositiva se incluye un resumen de los hitos que ha conseguido la empresa, como objetivos alcanzados, número de clientes, mejoras en el producto... también se incluyen los siguientes pasos a seguir detallando el plan de crecimiento y la estrategia que se usará para conseguirlo.
13. **Tamaño de la ronda:** en este apartado se describe el tamaño de la ronda y el destino de los fondos. Es importante explicar tanto a qué se están destinando los fondos actuales como a qué se destinarán los fondos conseguidos en la ronda. También es relevante incluir la justificación de la necesidad solicitada.
14. **Momentum:** en este punto se explica al inversor porqué es un buen momento para invertir en el proyecto.
15. **Datos de contacto:** es importante que el inversor sepa a quién dirigirse en la empresa, por lo que en esta diapositiva se incluirán los datos de contacto de la persona responsable de la empresa, el logo y el nombre de la empresa.

Estos apartados son los recomendados que debería incluir un *Investor's Deck*, pero siempre va a depender de la ronda de financiación en la que esté la empresa, del tipo de empresa y de la información que consideren los responsables de la empresa que deben de mostrar. En la actualidad, diversas empresas como Facebook, LinkedIn, Cabify, tienen *Investor's Deck* públicos, a los que se puede acceder a través de diversas webs, como por ejemplo la base de datos de la web *Startupeable*¹².

¹² <https://startupeable.com/pitch-deck-database>

Una vez iniciado el contacto, si el *Investor's Deck* convence al inversor, se procede a enviar el plan de negocio, que permite que el inversor analice de una forma más exhaustiva la oportunidad de negocio. El objetivo final del inversor, por lo tanto, será determinar si la *startup* reúne los requisitos para invertir en ella y si es una elección óptima en cuanto a riesgo y rentabilidad.

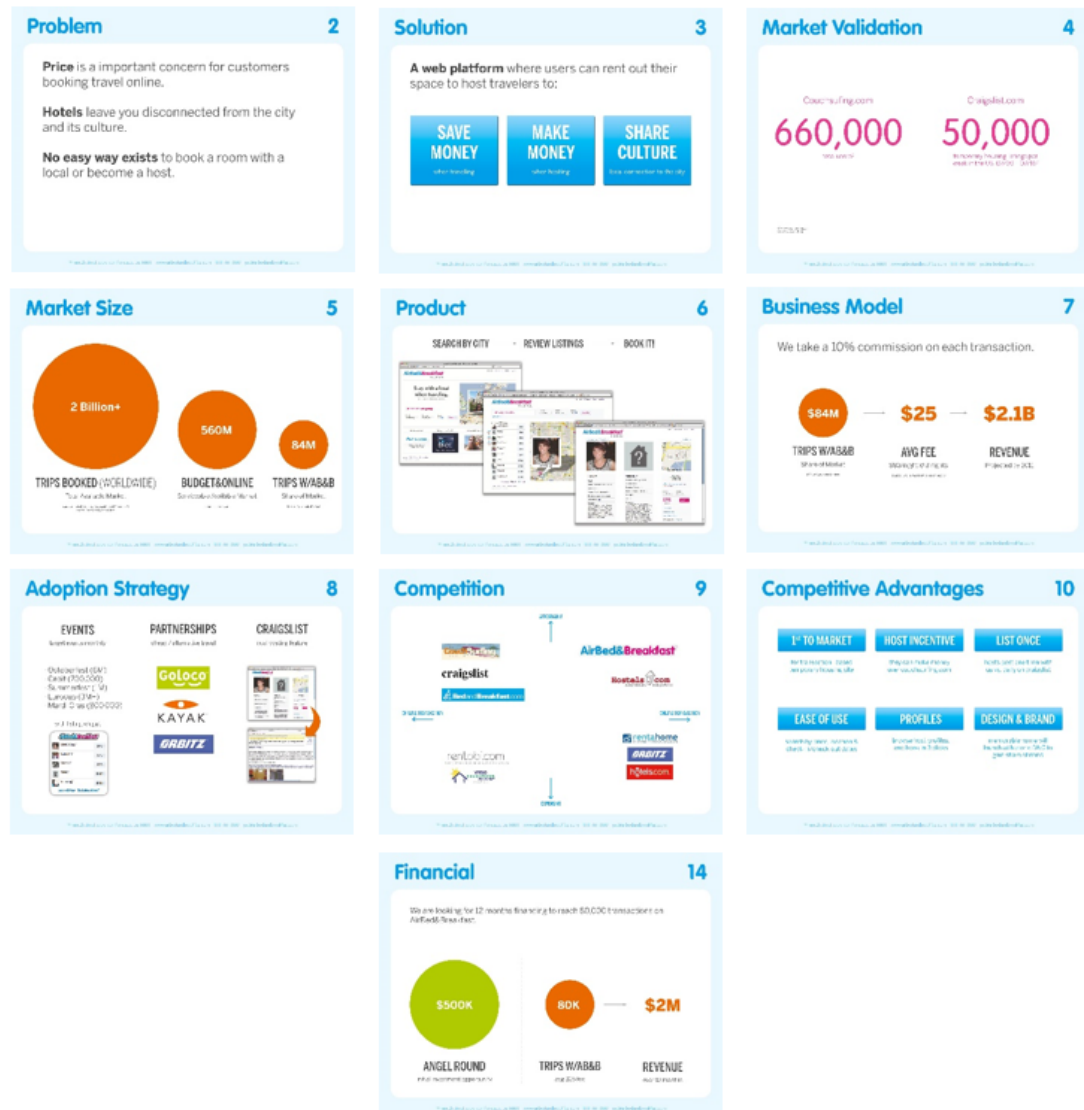


Figura 4.2. Deck de AirBnB. Fuente: Startupeable

Si el inversor cree que la empresa representa una buena oportunidad de inversión, emitirá una carta de condiciones (*term-sheet*) en la que presenta los puntos básicos del acuerdo para su entrada en el capital, lo cual marca el inicio de la siguiente fase.

4.1.4. NEGOCIACIONES

En esta fase inversor y emprendedor se reúnen para pactar las condiciones finales de su entrada en la *startup*. Al mismo tiempo, suele realizarse una *due diligence* en la que el inversor revisa la documentación legal, tributaria y administrativa de la empresa, además de los datos que considere necesarios con el fin de comprobar que la empresa es apta para la inversión.

Para la negociación, es necesario estar preparado para cualquier posible pregunta que el inversor quiera saber, así como saber defender la valoración de la empresa o cualquier otro punto crítico con el objetivo de mostrar confianza y convicción.

Una vez finalizadas las negociaciones y realizada la *due diligence*, se realiza una oferta vinculante y se procede a cerrar el acuerdo.

4.1.5. CIERRE DE LA OPERACIÓN

En esta última fase se realizan los trámites legales y administrativos de la operación del inversor, se corrigen los defectos (si los hay) en la *due diligence* y se cumplimentan los trámites que procedan, entre ellos acudir al notario para elevar a público los acuerdos. Existe la obligación de informar a los accionistas el acuerdo.

Una vez que se ha registrado la operación, es necesario enviar un resumen del contenido de la transacción a los inversores. Los inversores tendrán acceso a la siguiente documentación:

- Copia del documento público en el que se especifican las acciones que se han dado a cada inversor y la contraparte económica de la transacción.
- Tabla de capitalización (*cap table*): al producirse una dilución debido a la nueva entrada de accionistas, el reparto porcentual de la empresa cambiará. Ese cambio se refleja en la tabla de capitalización, que será enviada tanto a los nuevos como a los antiguos accionistas.

4.2. FUNCIONAMIENTO DE UN VENTURE CAPITAL

4.2.1. QUÉ ES UN VENTURE CAPITAL

Un fondo de capital riesgo tiene cinco características principales:

- Es un intermediario financiero, toma el capital de los inversores y lo invierte directamente en empresas de su cartera.
- Invierte únicamente en empresas privadas (no cotizadas), por lo que, una vez realizada la inversión, las empresas no pueden ser negociadas inmediatamente en una bolsa pública.
- Desempeña un papel activo en el control y apoyo a las empresas de su cartera.
- Su objetivo principal es maximizar su retorno financiero saliendo de las inversiones mediante una venta o una oferta pública inicial (IPO).
- Invierte para financiar el crecimiento interno de las empresas.

4.2.2. ESTRUCTURA DE UN VENTURE CAPITAL

Un fondo *venture capital* (VC) suele tener tres entidades básicas (Figura 4.3.), la primera es la sociedad gestora que suele ser propiedad de los socios principales. La sociedad gestora contrata a las personas con las que interactúa la *startup*, como los socios, asociados y el personal de apoyo, y es la que paga todos los gastos del día a día y presta servicios a cada uno de los fondos que recaudan.

La siguiente entidad es el vehículo de sociedad limitada (LP de *limited partnership*). Cuando un *venture capital* habla de su “fondo” en realidad se refiere a un vehículo de sociedad limitada que contiene a los inversores del fondo.

La última entidad es una de la que los emprendedores no suelen hablar, que es la sociedad colectiva (GP de *general partnership*). Es una entidad jurídica que actúa como socio colectivo real del fondo.

Hay una separación entre la sociedad gestora y los fondos que recaudan (LP). A menudo estas entidades tienen intereses y motivaciones divergentes, especialmente cuando los directores generales se incorporan o abandonan la *venture capital*.

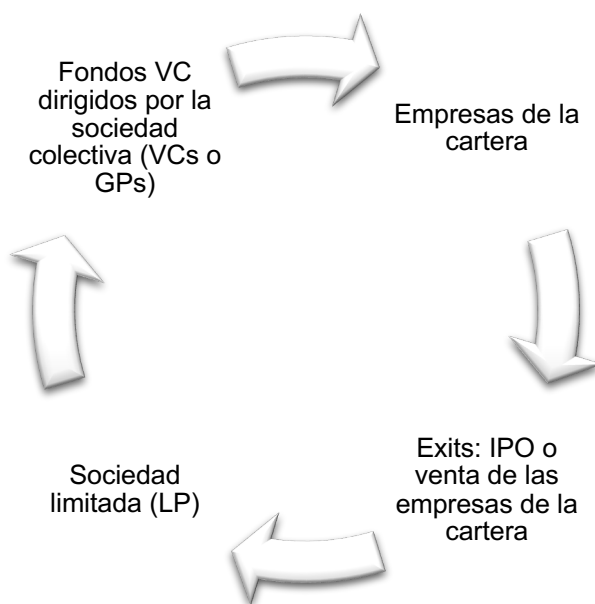


Figura 4.3. Estructura y flujos de fondos en la industria *venture capital*. Fuente: Metrick y Yasuda, (2021).

4.2.3. CÓMO OBTIENEN FONDOS

Los fondos de capital riesgo recaudan dinero de diversas entidades, entre las que se incluyen fondos de pensiones, grandes empresas, bancos, inversores institucionales profesionales, personas con elevado patrimonio, fondos de fondos etc. El acuerdo entre las empresas de capital riesgo y sus inversores está sujeto a un contrato largo y complicado conocido como un acuerdo de sociedad limitada (LPA de *limited partnership agreement*).

Normalmente la empresa de capital riesgo tiene muy poco efectivo disponible y debe solicitar dinero a sus socios comanditarios cada vez que quiere realizar una inversión. Esto se conoce como “solicitud de capital”. Los socios comanditarios están obligados, en virtud de los acuerdos del fondo, a enviar dinero a las empresas de capital riesgo cada vez que realizan una solicitud de capital.

4.2.4. ANÁLISIS DE UNA OPERACIÓN

Una de las tareas que más tiempo consume a un gestor de un fondo de capital riesgo es el análisis de las posibles inversiones. La estrategia que siguen para tomar la decisión es la consistente en buscar razones para no invertir, lo que supone poner todo en cuestión. Esto provoca que a medida que se avanza en las etapas del proceso de análisis, se van eliminando oportunidades de inversión.

El proceso de análisis es similar al proceso de inversión, como se puede observar en la Figura 4.4. La primera fase, *screening*, consiste en el análisis de los resúmenes ejecutivos. Es una fase de descarte en la que se rechazan las *startups* en las que ni siquiera merece la pena pedir el plan de negocio.

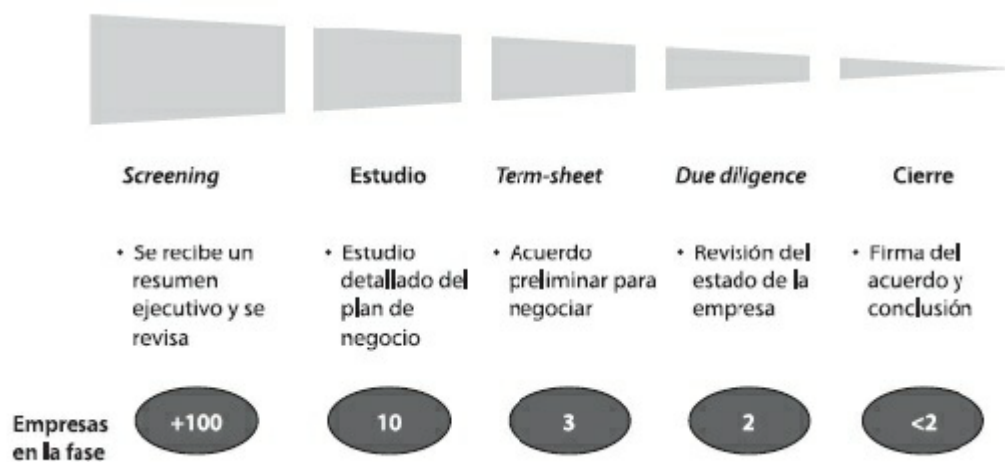


Figura 4.4. Fases de análisis de una operación. Fuente: Manzanera (2010)

Las empresas que pasen esta primera fase serán contactadas por el fondo de *venture capital* para solicitar el plan de negocio completo. Durante la fase de estudio se revisarán todos los elementos del plan de negocio con el objetivo de identificar las partes que puedan hacer peligrar la consecución de los objetivos financieros. En esta fase el inversor se hará una idea clara sobre la inversión, su calidad y su adecuación a su estrategia de inversión.

Si la *startup* supera esta fase, el inversor emite la carta de condiciones (*term-sheet*) a partir de la cual se elabora el acuerdo final de la inversión. Si la operación fracasa en esta etapa puede ser debido a dos cosas: la falta de consenso entre inversor y emprendedor o que durante las negociaciones se descubran hechos o situaciones no detectadas anteriormente. La carta de condiciones no es vinculante, por lo que el inversor puede echarse atrás en esta fase.

Las dos últimas etapas, *due diligence* y cierre, son más bien administrativas. Las empresas quedan excluidas en este momento porque se encuentran en una situación irregular fiscal, legal o administrativa. En estos casos el *venture capital* debe de desistir de la operación.

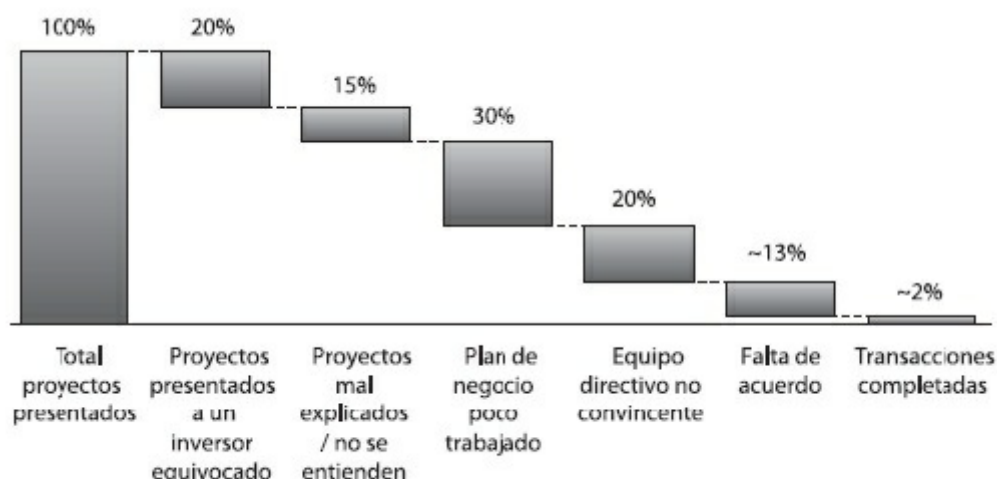


Figura 4.5. Razones de desestimación de la operación. Fuente: Manzanera (2010)

Según Manzanera (2010) existen múltiples razones por las que un inversor puede desestimar la operación, como que se presenten a un inversor equivocado, que el proyecto no se entienda, que el plan de negocio esté poco trabajado, la falta de acuerdo, etc. La Figura 4.5 muestra las principales razones y su porcentaje.

4.2.5. CÓMO HACEN DINERO

En este apartado se explica cómo obtienen dinero los *venture capital*. La dinámica de compensación de un fondo suele influir en el comportamiento del capital riesgo, ya sea en las primeras etapas o cuando está teniendo éxito o dificultades. Las fuentes a través de las cuales obtienen beneficios los *venture capital* son las siguientes:

- Los salarios de los socios de capital riesgo salen de las **comisiones de gestión** de sus fondos. Estas comisiones suelen ser entre un 1,5% y 2,5% del capital comprometido. Se cobran anualmente y cubren todos los gastos de la empresa, incluyendo empleados, socios, asociados, alquileres, viajes, etc. Por ejemplo, un fondo de 100 millones de euros con un 2% de comisión, genera 2 millones de euros al año.
- **Carried interest o carry**: porcentaje de las ganancias que reciben después de devolver el capital invertido a los inversores (LP). Es la principal fuente de beneficios. Generalmente suele ser un 20%, aunque puede llegar al 30% si el fondo es muy exitoso. Por ejemplo, si un fondo de 100 millones de euros tiene éxito y genera 300 millones de euros, los primeros 100 millones se devuelven a los LPs. De los 200 restantes, el 20% (40 millones) va para los GPs como *carried interest*, y el 80% (160 millones) restante para los LPs. El *carry* tiene riesgos como el *clawback*. Esto sucede cuando los VCs reciben ganancias anticipadas, pero el fondo no termina generando beneficios netos. Por ejemplo, si un fondo de 100 millones de euros invierte 50 millones y obtiene 80 millones, los VCs pueden quedarse con el 20% de 30 millones de ganancia (6 millones de euros). Pero si más adelante invierten el resto y no obtienen más retornos, el fondo sólo devuelve los 100 millones, sin obtener ganancias reales. En este caso, los VCs deberían devolver los 6 millones, con todos los problemas que esto genera, ya que pueden haberse gastado el dinero.

- **Reembolso de los gastos:** los VCs también pueden recibir reembolsos por gastos relacionados con las reuniones de la junta directiva. Suelen ser pagados por la empresa en la que invierten y no suelen ser muy elevados.

4.3. VALORACIÓN DE STARTUPS

La valoración es un aspecto esencial para el inversor, ya que da un valor aproximado del precio de “venta” de la *startup*. Se distingue entre valor *premoney*, que es el que tiene la empresa antes de la entrada del inversor, y el *postmoney*, que es el que tiene justo después de la inversión del fondo de capital riesgo.

A su vez, es necesario distinguir entre métodos financieros tradicionales y métodos alternativos. Entre los métodos financieros destacan los siguientes:

- **Flujos de caja descontados:** es el sistema más utilizado para valorar empresas. Según este método, el valor de una empresa es igual a la caja que es capaz de generar. Consiste en obtener una proyección de los flujos que se obtendrán a lo largo de un horizonte temporal y un valor terminal a partir de ahí. Esos flujos se descuentan al momento actual con una tasa que refleje adecuadamente el riesgo asociado a ellos.
- **Comparables:** consisten en comparar el valor con el de una empresa similar o, si es comparable de transacción, se coge el precio que se ha pagado en una compra por la empresa de referencia.
- **Árboles de probabilidad:** método en el cual se proponen varios escenarios que se pueden dar con la probabilidad de que sucedan. Cada escenario tendrá sus flujos de caja, que se ponderan por su probabilidad y se descuentan utilizando como tasa de descuento la media de la industria.
- **Opciones reales:** basados en la valoración de opciones financieras, contratos que otorgan al comprador un derecho (no la obligación) de comprar o vender un activo a un precio determinado en una fecha concreta. La principal ventaja de este método es que permite valorar proyectos con un alto grado de incertidumbre en los que los flujos se presentan muy alejados en el tiempo.

Estos métodos no son los más adecuados porque son empresas con poca historia, lo que dificulta analizar su comportamiento en base a datos pasados, no tienen indicadores económicos estables, suele ser difícil estimar el futuro y determinar el riesgo específico de la empresa y pueden tener resultados operativos negativos.

Debido a la dificultad de aplicar los métodos financieros tradicionales, han surgido a lo largo de los años métodos alternativos de valoración:

- **Método de dilución:** consiste en estimar la necesidad de financiación teniendo en cuenta que se va a ceder una participación de la misma y que el emprendedor debe de seguir manteniendo una participación considerable.
- **Método Berkus:** método para *startups* que se encuentren en la fase preventas. Este método valora la *startup* según 5 riesgos, otorgando un valor máximo por riesgo de 500 mil euros para un valor máximo de compañía de 2,5 millones de euros. Los riesgos a valorar son:
 - Riesgo de producto
 - Riesgo tecnológico
 - Riesgo de ejecución
 - Riesgo de mercado
 - Riesgo financiero

- **Método Scorecard valuation Bill Payne:** se define un valor inicial de la compañía como un valor promedio de empresas en una situación similar (fase de vida y modelo de negocio). Ese valor inicial se ajusta mediante porcentajes ponderados individuales. El valor de la *startup* se obtiene multiplicando el factor obtenido por el valor promedio inicial.
- **Método Venture capital o Harvard valuation:** este método es adecuado en las fases a partir de las cuales la empresa ya tiene ventas recurrentes, cartera de clientes y un modelo de negocio sostenible. La valoración de la empresa según este método es cuantitativa y objetiva, ya que se basa en la rentabilidad esperada o requerida por el fondo de capital riesgo.
El valor futuro de la empresa estimado se corresponde con el *exit value* que espera el inversor. Este valor se puede calcular con múltiplos de mercado sobre una magnitud financiera o a través de la estimación de los flujos de fondos futuros. Posteriormente se calcula el valor *postmoney* de la empresa en el momento de la inversión.

A continuación, se presentan con más detalle los métodos más utilizados (Figura 4.6).

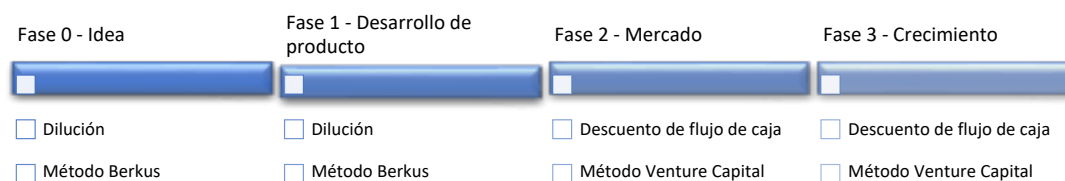


Figura 4.6. Métodos de valoración más utilizados según la fase

4.3.1. DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Este método considera que el valor actual de una empresa se corresponde con los flujos de caja generados por el negocio durante toda su vida, actualizados a día de hoy. Los pasos que hay que seguir en este método son:

1. Realizar las proyecciones financieras para calcular los flujos de caja netos durante el horizonte temporal estimado, que suele ser 5 años.
2. Se calcula el valor terminal al final del horizonte temporal considerado, ya que se espera que la empresa siga funcionando a partir del año 5.
3. Se descuentan los flujos de caja y el valor terminal a la actualidad aplicando una tasa de descuento que refleje el riesgo asociado.
4. El valor de los fondos propios será igual al valor del negocio obtenido menos la deuda y más otros activos excedentes del negocio (por ejemplo, caja extra a disposición de la empresa en bancos, depósitos...).

Para calcular el valor de la empresa habría que actualizar por lo tanto el flujo de caja de las operaciones y el de las inversiones (tanto en activos no corrientes como en fondo de maniobra o necesidades operativas de fondos, NOF), de forma que, si la empresa solo tiene activos afectos al negocio, el valor del flujo de caja se puede calcular de la siguiente forma:

$$\text{Flujo de caja} = \text{BAIL} \times (1 - \text{tasa impositiva}) + \text{Amortizaciones} - \text{Inversiones} - \text{Incrementos en el fondo de maniobra}$$

Para calcular el valor terminal, se utiliza la formulación matemática de una serie temporal infinita, por lo que se considera que el valor actual de una serie infinita de pagos es igual al pago anual obtenido dividido entre la tasa de descuento (k) menos la tasa de crecimiento (g), siempre y cuando se considere este crecimiento constante.

$$Valor\ terminal = \frac{Flujo\ de\ fondos_n(1 + g)}{k - g}$$

El punto más delicado de este método es la tasa de descuento, que será el coste de capital medio ponderado de la empresa. En el caso de una *startup*, lo esencial es el coste de los recursos propios, ya que suelen tener pocos recursos ajenos. Esta tasa puede ser fija o dinámica, en función de si se mantiene igual durante todo el período o varía cada año durante el horizonte temporal. Esta tasa en *startups* suele estar entre el 30 y el 70%.

Una vez determinados los elementos, se calcula el valor de la empresa con la siguiente fórmula:

$$Valor = \sum_{t=1} \frac{Flujo_t}{(1 + k)^t} + \frac{Valor\ terminal}{(1 + k)^n}$$

Aplicación práctica 4.1

Un *venture capital* quiere valorar una *startup* a través del método de descuento de flujos de caja, que tiene dos años de vida y que en su plan de negocio presentado en la ronda de negociación muestra las siguientes proyecciones:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
NOF	2.365,00 €	2.056,00 €	2.631,00 €	2.752,00 €	- €
BAIT	1.360,00 €	15.964,00 €	17.596,00 €	21.669,00 €	25.745,00 €
Amortizaciones	15.000,00 €	15.000,00 €	15.000,00 €	15.000,00 €	15.000,00 €

Tasa impositiva	25%
Tasa de crecimiento	10%
Tasa de descuento	45%

El primer paso consiste en calcular las variaciones de las NOF para poder calcular los flujos.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
NOF	2.365,00 €	2.056,00 €	2.631,00 €	2.752,00 €	- €
Variación en NOF	2.365,00 €	- 309,00 €	575,00 €	121,00 €	- 2.752,00 €

Una vez conocidas las variaciones anuales de las NOF, se calculan los flujos de los 5 años.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
BAIT	1.360,00 €	15.964,00 €	17.596,00 €	21.669,00 €	25.745,00 €
- IMPUES OPERATIVOS	340,00 €	3.991,00 €	4.399,00 €	5.417,25 €	6.436,25 €
+ AMORTIZ	15.000,00 €	15.000,00 €	15.000,00 €	15.000,00 €	15.000,00 €
- INCREMENTO NOF	2.365,00 €	- 309,00 €	575,00 €	121,00 €	- 2.752,00 €
- ADQ. NETAS ANC	- €	- €	- €	- €	- €
FLUJOS	13.655,00 €	27.282,00 €	27.622,00 €	31.130,75 €	37.060,75 €

Tomando el flujo de año 5 como referencia, se calcula el valor terminal, resultando éste de 116.476,64€.

Se actualizan los flujos y el valor terminal al momento actual y se suman los valores actualizados, obteniendo el valor actual de la empresa, que en este caso sería de 62.449,84€.

4.3.2. MÉTODO BERKUS

Este método está basado en la atribución de una cobertura determinada a cada uno de los 5 riesgos principales que tiene el emprendimiento (producto, tecnológico, ejecución, mercado y financiero). Es un método altamente subjetivo, ya que es el analista el que da un valor a cada uno de los factores de evaluación asociados a los riesgos. Estos factores son: el modelo de negocio, prototipo, habilidades del equipo fundador, relaciones estratégicas y clientes existentes.

El analista valora cada factor hasta un máximo de \$500.000¹³ pudiendo llegar a un valor total agregado de \$2,5 millones (Tabla 4.1.). Este valor da una idea del riesgo asumible en la compañía y de su riesgo de inversión. Por lo tanto, cuanto más cerca esté el valor de los \$2,5 millones, mejor será el estado de la empresa. El otro criterio a aplicar se basa en las posibilidades de incrementar el valor de cada uno de los factores.

Factor	Riesgo	Añade valor hasta
Modelo de negocio	Producto	\$500.000
Prototipo	Tecnológico	\$500.000
Habilidades equipo fundador	Ejecución	\$500.000
Relaciones estratégicas	Mercado	\$500.000
Clientes existentes	Financiero	\$500.000

Tabla 4.1. Resumen del método Berkus. Fuente: Berkus, (2024)

4.3.3. MÉTODO VENTURE CAPITAL

Este método busca una rentabilidad potencial teniendo en cuenta que cuando el inversor se quiera ir, la empresa se tendrá que vender por un precio y que ese precio debería proporcionarle un rendimiento determinado. Es decir, lo que busca este método es calcular el valor de la empresa a partir del valor que tendrá cuando el inversor salga.

¹³ Estos valores están pensados para EE.UU., el analista tendrá que adaptarlo al país que corresponda.

Este método es el más utilizado por los *venture capital* con experiencia por los siguientes motivos:

- Se basa en la rentabilidad que es lo que más preocupa al inversor.
- Se centra en el valor en el momento de la salida.
- Sirve para marcar límites a la negociación ya que da una idea de hasta donde conceder el inversor.
- Permite estimar distintos escenarios y simulaciones.

En esta metodología hay cuatro elementos clave: el valor de salida, la TIR objetivo y múltiplo de salida y la retención esperada. El valor de salida se suele calcular utilizando múltiplos establecidos por el analista en función del sector y otras variables. Estos múltiplos se aplican a una métrica como las ventas, el EBITDA, etc. que permiten establecer el precio esperado de venta de la *startup*.

La TIR objetivo indica el rendimiento medio anual de una inversión. Esta variable la fija el inversor y depende de varios factores, como la situación del inversor en el momento de la valoración, la situación del fondo, o de la competencia entre inversores. De este modo, si el fondo va bien es posible que el inversor reduzca la TIR para asegurarse el cierre de la operación. En el caso de que haya poca competencia entre inversores se incrementa la TIR añadiendo una prima de riesgo.

Para calcular o determinar la TIR objetivo, Metrick y Yasuda (2006) proponen un sistema en el cual la relacionan con la probabilidad de salida exitosa. El múltiplo de salida es el número de veces que el inversor espera recuperar su inversión inicial en el momento de la salida. En la Tabla 4.2. se muestra la relación de múltiplos de salida y TIR objetivo suponiendo un coste de capital del inversor del 15% propuesta por Metrick.

		Probabilidad de salida exitosa					
		10%	20%	30%	40%	50%	
Años para la salida	2	TIR	264%	157%	110%	82%	63%
		Múltiplo	13,2	6,6	4,4	3,3	2,6
	3	TIR	148%	97%	72%	56%	45%
		Múltiplo	15,2	7,6	5,1	3,8	3,0
	4	TIR	105%	72%	55%	45%	37%
		Múltiplo	17,5	8,7	5,8	4,4	3,5
	5	TIR	82%	59%	46%	38%	32%
		Múltiplo	20,1	10,1	6,7	5,0	4,0
	6	TIR	69%	50%	41%	34%	29%
		Múltiplo	23,1	11,6	7,7	5,8	4,6

Tabla 4.2. Múltiplos de salida y TIR objetivo (Metrick, 2006)

A continuación (Figura 4.7.), se muestra un ejemplo de múltiplo de salida basado en el modelo propuesto por Manzanera, (2010).

Total fondos aportados por partícipes	150,000,000.00 €	Fondos que deben reintegrarse a los partícipes	750,000,000.00 €
Años de duración del fondo	15		
Rentabilidad prometida al partícipe (x n fondos aportados)	5		
Comisión de gestión anual	2%	Total fondos invertibles	105,000,000.00 €
Carry	20%	Fondos procedentes de inversión	900,000,000.00 €
		Carry pagadero a los gestores	150,000,000.00 €
Porcentaje de operaciones en que:		Fondos perdidos	21,000,000.00 €
Se pierde todo	20%	Fondos recuperados	26,250,000.00 €
Se recupera la inversión	25%	Fondos con rentabilidad	57,750,000.00 €
Se obtiene rentabilidad	55%		
Múltiplo exigido a las inversiones con rentabilidad	15.13 €		

Figura 4.7. Modelo múltiplo de salida. Fuente: Manzanera (2010)

Como se puede ver, el múltiplo exigido depende de la rentabilidad prometida, los costes que paga el fondo y la distribución de probabilidades de la operación. Según el resultado, por cada euro invertido debe retornar 16,13€ en la salida. Cuanto más tarde se realice la operación, más complicado resultaría conseguir el múltiplo, no es lo mismo tener 16 años que 4 años para obtener ese retorno.

La retención esperada es el porcentaje de cuota del capital que el inversor espera conservar en el momento de la salida. Normalmente las *startups* acuden a varias rondas de financiación, lo que supone la entrada de nuevos inversores provocando la dilución de la participación de los socios antiguos.

Por ejemplo, el inversor I1 invierte en una empresa obteniendo el 35% de la sociedad en la primera ronda de financiación. En la segunda ronda, el emprendedor y I1 pactan conceder al nuevo inversor el 25% de la empresa por una aportación de 1.600.000€. El inversor I2 quiere invertir, pero aportando solamente 1.300.000€, por lo que I1 propone aportar el resto del dinero en las mismas condiciones.

Al haber aportado I1 en la segunda ronda 300.000€, su participación se diluye, pero menos de lo esperado. I2 se queda con el 20% del capital ($25\% \times [1.300.000/1.600.000]$). Por otra parte, I1 disminuye su participación en la sociedad del 35% al 26% pero la aumenta un 5% en la segunda ronda ($25\% \times [300.000/1.600.000]$).

La retención de I1 final es del 88%, resultado de dividir la participación final ($26\%+5\%=31\%$) entre la participación inicial en la entrada (35%).

Una vez conocidos el valor esperado en la salida, la TIR objetivo, el múltiplo de salida y la retención esperada, se calcula el valor actual del porcentaje de capital que el emprendedor ofrece el inversor. En el caso de que este valor no supere la inversión necesaria, la recomendación será no invertir, y en caso contrario será invertir.

Aplicación práctica 4.2

Tres amigos quieren crear una empresa de desarrollo de videojuegos con IA incorporada. Para obtener financiación elaboran el plan de negocio en el que se detalla que tendrán una necesidad financiera de 225.000€. Para estimar la valoración de su empresa en el momento actual acuden a un asesor, que les dice que su negocio tiene una valoración de 1.100.000€.

La proyección en el plan de empresa está hecha a 5 años, siendo la facturación estimada para el quinto año de 2.250.000€. En el sector en el que operan, las empresas suelen valorarse a 3,4 veces las ventas. Presentan el plan de empresa al inversor con el que han contactado y cuya política es marcar como objetivo un múltiplo de salida de x8 para este tipo

de operación a 5 años. La TIR objetivo es aproximadamente de 47%. Además, el inversor prevé que haga falta una segunda ronda de financiación, por lo que sería necesario diluir su participación un 20%.

Inversión solicitada	225.000,00 €
Proyección (años)	5
Facturación último año	2.250.000,00 €
Múltiplo del sector	3,4
Múltiplo de salida	8
TIR objetivo	47,00%
Valor empresa actual (analista)	1.100.000,00 €
Dilución segunda ronda	20,00%

Valor empresa salida	7.650.000,00 €
Retención	80%
Porcentaje ofrecido	20%
Valor actual empresa	765.000,00 €
Participación (€)	156.477,27 €
Decisión	Rechazo

Recuperación salida	1.800.000,00 €
% recuperación sobre el capital	24%
% participación (evitar efecto dilución)	29%

Como el valor de la participación (156.477,27€) es menor que la inversión solicitada (250.000€), el inversor rechazará la operación.

Si el fondo de inversión invierte la cantidad solicitada con el objetivo de multiplicar por 8 su inversión, en la salida debería obtener 1.800.000€, lo que supondría un 24% del capital. Además, en el caso de que hubiera una segunda ronda de financiación, la participación del inversor tendría que diluirse un 20%, por lo que debería tener en la actualidad un 29%, de forma que cuando se produjera la segunda ronda tendría $29\% \times (1-0.2) = 24\%$.

Con estos datos, la decisión del inversor será negociar por una participación del 29% o mayor. Las principales opciones del emprendedor en la negociación serían las siguientes:

- Incrementar la valoración propuesta inicialmente (1.100.000): es muy difícil de justificar.
- Discutir la necesidad o no de una segunda ronda de financiación: es complicado, ya que los inversores podrían exigir alguna protección especial si se cuestiona la ronda.
- Modificar el múltiplo de salida: es posible ya que es una estimación.
- Pedir menos dinero: habría que ajustar el plan de negocio para reducir costes siempre y cuando no se comprometa su viabilidad.
- Combinar con otras fuentes de financiación.
- Anticipar la salida del inversor: siempre que la empresa tenga buena valoración.

4.4. SALIDA DEL INVERSOR

Como cualquier inversor, el de capital riesgo busca obtener una rentabilidad de sus inversiones. Esta rentabilidad se puede obtener de varias formas: a través de ventas directas al mercado, por recompra por otros accionistas, o en el mercado de capitales.

4.4.1. VENTAS DIRECTAS AL MERCADO

Las salidas a través de ventas directas al mercado pueden ser de dos tipos. A través de fusiones y adquisiciones con compradores estratégicos, o a través de operadores del mercado secundario.

Una fusión y adquisición consiste en la venta del negocio a empresas o grupos empresariales que pertenecen al mismo sector de mercado o similar. Lo que busca el comprador con esta operación es generar sinergias derivadas de la integración, teniendo en cuenta también los productos o tecnologías que se adquieren para aprovecharlos para su propio crecimiento.

Otra opción de venta directa es hacerlo a otro operador de capital riesgo. Esto sucede cuando el primer inversor ya ha completado su ciclo de inversión, pero la empresa todavía está en una fase de crecimiento en la que habría cabida para un segundo inversor.

4.4.2. RECOMPRA POR OTROS ACCIONISTAS O POR EL EQUIPO DIRECTIVO

En ocasiones el contrato de inversión incluye una garantía de liquidez para el inversor. Esta garantía consiste en una opción de venta (*put option*) que otorga a los accionistas históricos el derecho de vender bajo unas condiciones determinadas. Entre las condiciones se suele incluir una TIR asegurada para el inversor y un período mínimo de inversión después del cual podrá desinvertir de una sola vez o de forma escalonada.

En el caso de que se incluya la opción de venta, es habitual que los accionistas históricos crucen una opción de compra (*call option*), de forma que puedan ejercitar la compra del paquete en el caso de que el inversor no ejercite su opción de venta.

Esta forma de salida suele darse cuando hay tomas de participación minoritarias a través de ampliaciones de capital. Suelen ser empresas del *middle market* por lo que la recompra por parte del accionariado histórico o por la propia sociedad es más fácil.

La otra opción sería realizar la salida de forma que es el equipo directivo el que adquiere las acciones del inversor. Esto sucede cuando el inversor busca una salida con el menor coste posible porque descarta acudir a nuevas rondas de financiación, ya sea porque quiere salir simplemente o porque haya habido un fracaso empresarial. Otra posibilidad es que la venta se produzca a un bloque compuesto por el equipo inversor que esté apoyado por otro operador de capital riesgo. Aquí tenemos cuatro tipos de operaciones que se pueden llevar a cabo:

- *Management buy-out* (MBO): compra en la que el equipo directivo forma parte de los compradores.
- *Management buy-in* (MBI): el equipo directivo en este caso no trabaja ya en la empresa, por lo que se propone, una vez comprada, formar parte de la dirección.
- *Buy-in management buy-out* (BIMBO): en este caso los compradores son directivos actuales y no directivos que entrarán a gestionarla después de la adquisición.
- *Leveraged employee buy-out* (LEBO): la empresa adquiere sus acciones a sus propios trabajadores.

4.4.3. EL MERCADO DE CAPITALES

La salida a través de la bolsa sería el mecanismo ideal, pero es el menos utilizado en la práctica en el caso de los inversores de capital riesgo. La desinversión mediante una Oferta Pública de Venta (OPV) asegura prácticamente al inversor una óptima rentabilidad. A pesar de ello, no se utiliza porque no suelen reunir las características necesarias como para garantizar el éxito de la OPV.

Existen mercados secundarios organizados (Sistemas Multilaterales de Negociación) que se especializan en empresas de capitalización pequeña, de base tecnológica y en expansión. El problema es que los beneficios o rentabilidades obtenidas a través de estos mercados no son comparables con los obtenidos en el mercado principal.

4.4.4. SALIDAS TEMPRANAS

El tiempo medio de permanencia de un *venture capital* en una *startup* suele estar entre los 5 y los 7 años, siendo poco habitual una salida en los 3 primeros años. A pesar de no ser muy habitual, la salida temprana genera un fuerte debate, en el que se distinguen claramente dos posturas diferenciadas.

Por una parte, se encuentran los críticos con la salida temprana, que argumentan que es una acción especulativa y que va en contra del objetivo del *venture capital* que es la creación de valor a largo plazo. Otra crítica tiene que ver con la posibilidad de que pueda provocar una venta temprana de empresas con gran potencial, por lo que se perjudicaría el retorno global del fondo.

Por otra parte, se encuentran los defensores de la salida temprana, que argumentan que la mayoría de las adquisiciones se producen 2-3 años después de la creación de la *startup* y por un valor inferior a los 30 millones de dólares, por lo que sería más adecuado optar por un *business angel* y no por un *venture capital*, ya que es más ágil y flexible.

En este contexto, hay partidarios de la salida temprana, mientras que otros autores consideran que depende de cada caso particular, ya que puede tener sentido en ciertas situaciones, como por ejemplo si el comprador es industrial y reconoce el valor creado. Si por el contrario el comprador es financiero, lo recomendable sería que permaneciera en la empresa más tiempo.

RESUMEN

En este capítulo se explica el proceso de planificación y ejecución de una ronda de financiación de *startups*. En el primer apartado se expone el proceso de inversión, que implica cinco fases principales, preparación, prospección, contacto con inversores, negociaciones y cierre. En la fase de preparación el emprendedor elabora la documentación necesaria como son el plan de negocio, el *Investor's Deck*, el resumen ejecutivo y el *cap table*. Una de las fases más relevante es la fase de prospección, ya que el emprendedor identifica, clasifica y selecciona los inversores potenciales que contactará en la siguiente fase. El primer contacto con el inversor se suele realizar con el *Investor's Deck*, que contiene de forma muy visual y resumida la información necesaria para hacer atractiva la operación al inversor. Entre la información que contiene está la propuesta de valor, el modelo de negocio, el mercado, el equipo de trabajo, métricas relevantes y las necesidades de financiación. A continuación, se procede a la negociación en la que se acuerdan las condiciones de entrada, que se suelen formalizar en una carta de intenciones. A esto le sigue el proceso de *due diligence* legal y financiero. Por último, se produce el cierre en el cual se firman los acuerdos y se registra oficialmente la inversión.

En el segundo apartado del capítulo se describe el funcionamiento de los fondos de capital riesgo (*venture capital*), que son fondos que invierten en empresas privadas que tienen un potencial de crecimiento elevado. Lo que buscan en sus inversiones es una rentabilidad elevada en el momento de su salida, ya sea a través de ventas, o salidas a bolsa. La estructura de estos fondos consta de tres entidades, la sociedad gestora, la sociedad limitada (LP) y la sociedad colectiva (GP), y están financiadas con compromisos de capital de grandes inversores.

En la tercera sección, se exponen varios métodos, financieros clásicos y alternativos, de valoración de *startups*. Especialmente se centra en tres métodos, el método Berkus, que se aplica en fases tempranas, y el descuento de flujos de caja y el método *venture capital* que se aplican en fases más tardías.

El último apartado se centra en las formas de salida que tiene el inversor, incluyendo las ventas directas, recompra por accionistas o equipo directivo y salida a mercados. Al final, se expone un debate que existe en la literatura sobre las salidas tempranas, señalando que a pesar de que pueda parecer especulación, hay determinados casos en los que se podría justificar.

ACTIVIDADES

1. Es un inversor interesado en evaluar el valor de una empresa tecnológica en fase temprana que desarrolla estaciones de carga rápida para vehículos eléctricos alimentadas por energía solar. Todavía no ha generado ingresos, pero ya tiene un prototipo funcional y un equipo fundador sólido.

A continuación, se presentan la información disponible de la empresa:

- a. Idea sólida (base del negocio): La propuesta de valor es clara y responde a una necesidad emergente. Se considera muy fuerte.
- b. Equipo fundador: el equipo tiene experiencia en energía renovable y movilidad eléctrica, aunque no han trabajado juntos antes. Se considera bueno, pero no excepcional.
- c. Prototipo funcional: ya tienen una estación piloto que funciona correctamente. Se considera muy avanzado.
- d. Relaciones estratégicas: han firmado una carta de intención con una empresa, pero no hay contrato vinculante todavía. Se considera incipiente.
- e. Clientes existentes (tracción): más de 300 conductores han usado la estación piloto y la retroalimentación ha sido positiva. Se considera prometedora.

Asigne un valor monetario según el método Berkus (de 0 a 500.000€) a cada uno de los factores según la información proporcionada. Calcule el valor total de la *startup* y justifique brevemente su decisión para cada factor.

2. Busque el *investor's deck* de una empresa y analice la información presentada para responder las siguientes preguntas:
 - a. ¿Qué problema intenta resolver? ¿La solución es clara, diferenciadora y viable?
 - b. ¿Cómo definen su mercado objetivo? ¿Le parecen realistas las estimaciones?
 - c. ¿Cree que el modelo de negocio es escalable?
 - d. ¿Identifican correctamente a sus competidores?
 - e. ¿Cuáles son sus ventajas competitivas? ¿Son creíbles?
 - f. ¿Cuáles son las métricas más relevantes?
 - g. ¿Presentan proyecciones realistas o demasiado optimistas? ¿Qué nivel de detalle dan sobre los costes, ingresos y necesidades de capital?
 - h. ¿Cuánto capital buscan levantar y para qué lo usarán?
 - i. ¿Está justificada la valoración que proponen?
 - j. ¿Invertiría en esta empresa? Justifique su respuesta con 2-3 argumentos clave.

3. Está analizando una *startup* cuyo modelo de negocio es una app de monitoreo de salud que ya tiene tracción en el mercado y planea escalar en los próximos 5 años. Estime el valor actual de la empresa utilizando el método de descuento de flujos de caja y el método *venture capital* con la información que se presenta a continuación:

Año	Flujo de caja libre proyectado (€)
1	100.000
2	300.000
3	800.000
4	1.500.000
5	2.000.000

La tasa de descuento (CCMP) es del 30%. Se espera una tasa de crecimiento a partir del año 5 de un 5%. Los ingresos esperados por el inversor en la salida (año 5) son de 15.000.000€, la tasa de retorno esperada del inversor (ROI) es de 10x y el tiempo hasta la salida, 5 años.

- a. ¿Cuál es la valoración de esta *startup* según el método DCF?
- b. ¿Cuál es la valoración según el método *venture capital*?
- c. ¿Por qué cree que hay diferencias entre ambas valoraciones?
- d. ¿Qué método le parece más apropiado para esta *startup* y por qué?

PARA SABER MÁS

- Berkus, D. (2024). The Berkus Method: Valuing an Early-Stage Investment. *Berkonomics*. <https://berkus.com/the-berkus-method-valuing-an-early-stage-investment-2/>.
- Bosch, R. M. (2020). ¿Cómo valorar una start-up y qué métodos de valoración son más adecuados?. Instituto de Estudios Financieros. https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2023/11/DT-31_Como-valorar-una-start-up_Roger-Marti-Bosch_v5-3.pdf
- Botella-Carrubi, D., Maqueda-Llongo, A., & Valero-Moya, A. (2022). Financing Rounds with Private Capital. In *Financing Startups: Understanding Strategic Risks, Funding Sources, and the Impact of Emerging Technologies* (pp. 3-20). Cham: Springer International Publishing.
- De Toro, J. (13 de mayo de 2021). *Guía para hacer un Investor Deck*. AngelsCapital. <https://www.angelscapital.es/guia-para-hacer-un-investor-deck/>
- Escartín, D., Marimon, À., Rius, A., Vilaseca, X., & Vives, À. (2020). Cómo se valora una startup. *Revista de contabilidad y dirección*, 30, 65-77.
- Manzanera, A. (2010). Finanzas para emprendedores. *Barcelona: Ediciones Deusto*.
- Feld, B., & Mendelson, J. (2019). Venture deals: Be smarter than your lawyer and venture capitalist. *John Wiley & Sons*.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2006). *Venture capital and the finance of innovation*. John Wiley & Sons.
- Metrick, Andrew and Yasuda, Ayako, Venture Capital and the Finance of Innovation (March 1, 2021). VENTURE CAPITAL AND THE FINANCE OF INNOVATION, 3rd Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, eds., John Wiley and Sons, Inc., 2021, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=929145>
- Recondo Porrúa, R. (2016). *Esquemas de iniciación al capital riesgo*. Tirant lo Blanch
- UNIR Revista (21 de enero de 2022). ¿Qué es un investor deck? Saca el mayor rendimiento de esta herramienta. UNIR. <https://www.unir.net/revista/empresa/investor-deck/>

Objetivos del capítulo

- Conocer las nuevas plataformas de inversión y su impacto en el acceso a la financiación de empresas emergentes
- Analizar el papel de las criptomonedas y la tecnología Blockchain como fuentes emergentes de capital
- Identificar las ventajas y desventajas de la tokenización de activos como fuente de financiación

5.1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, los avances tecnológicos y la descentralización de las finanzas han propiciado el nacimiento de nuevas formas de financiación, principalmente a través de rondas abiertas a través de internet en las que se obtienen criptomonedas a cambio de activos digitales (*tokens*), que otorgan a los compradores un derecho exclusivo, una recompensa o una reclamación financiera.

Estos *tokens* se venden públicamente a través del uso de tecnologías de registro distribuido (DLT). La DLT más conocida es el *blockchain*, que se puede estructurar como ofertas iniciales de monedas (*Initial Coin offering*, ICO), ofertas iniciales de intercambio (*Initial Exchange Offering*, IEO) y ofertas de *tokens* de seguridad (*Security Token Offering*, STO).

Tanto las ICO como las IEO están fuera del alcance de la mayoría de las regulaciones financieras, ya que están relacionadas con la emisión de *tokens* que no tienen características similares a valores. Por otro lado, las STO son inversiones sujetas a regulaciones financieras, ya que en este caso los *tokens*, conocidos como *tokens* de seguridad, representan la propiedad de un activo (deuda corporativa o acciones).

Estas alternativas de financiación complementan las ya existentes como son el capital riesgo, capital privado, *business angels*, *crowdfunding*, etc. Adquiriendo un papel relevante en la financiación de *startups* y de PYMEs. Las ICOs se han asociado principalmente a las primeras etapas de una *startup*. En concreto, las ICO se han relacionado principalmente con el desarrollo de proyectos de *blockchain*, siendo conveniente que exista una alineación entre el propósito de la ICO/IEO y el modelo de negocio y propuesta de valor de la *startup*.

En este sentido, el principal valor de las ICOs se ha vinculado con la posibilidad de generar efectos de red, como una base de conocimiento y usuarios que impulsen el desarrollo, la adopción y la difusión del proyecto. Las STO, por su parte, han sido la opción más razonable para cualquier tipo de empresas, especialmente las PYMEs. A pesar de ello, ICOs, IEOs y STOs forman parte de las carteras de los especuladores que confían en que aumente el valor de los *tokens* emitidos.

El objetivo original de las ICOs fue el establecimiento de una financiación alternativa que fuera atractiva debido a la naturaleza descentralizada y a su marco no regulado. Esto reducía de una manera significativa los costes de recaudación de fondos. La falta de regulación provocó que surgieran estafas y fraudes, lo que, unido a las preocupaciones sobre el impacto que tendrían en el sistema financiero en su

conjunto, dieron lugar a diversos enfoques regulatorios en todo el mundo¹⁴. Esto ha complicado el proceso de las ICOs, IEOs y STOs, ya que obliga a los emisores a prestar atención al marco legal aplicable, no sólo en la jurisdicción del emisor, sino también en la de los potenciales inversores.

5.2. ELEMENTOS FUNDAMENTALES DE LAS ICOs, IEOs y STOs

Las ICOs, IEOs y STOs se basan en tres componentes principales o bloques de construcción: el desarrollo de procesos digitales para realizar y validar transacciones en una red descentralizada; la creación de activos digitales o tokens que otorgan a sus compradores diferentes derechos; y la búsqueda de nuevas fuentes de financiación innovadoras y rentables bajo el paraguas de las finanzas descentralizadas (DeFi).

5.2.1. TECNOLOGÍA DE REGISTRO DISTRIBUIDO, BLOCKCHAIN Y CONTRATOS INTELIGENTES

Las DLT, junto con el *blockchain* y los contratos inteligentes, representan un avance significativo en la forma de almacenar, verificar y transferir información de manera segura y transparente. Un registro distribuido se caracteriza por ser una base de datos descentralizada, protegida criptográficamente y gestionada por múltiples participantes (nodos) que poseen una copia idéntica del registro y lo actualizan de forma sincronizada mediante mecanismos de consenso, prescindiendo de una autoridad central. Esta arquitectura incrementa la seguridad y la transparencia de las transacciones, al tiempo que permite mejoras de eficiencia, como la posibilidad de liquidación inmediata y menores comisiones. Además, la presencia de numerosos nodos reduce la vulnerabilidad frente a ciberataques y fraudes en comparación con bases de datos centralizadas.

Existen diferentes tipos de DLT, diferenciados por aspectos como su acceso (con o sin permisos), su carácter público o privado, su estructura jerárquica o no jerárquica, y la apertura o cierre de código. *Blockchain*, es el tipo de DLT más conocido, concebido originalmente como un registro distribuido sin permisos, público, no jerárquico y de código abierto. En *blockchain*, las transacciones se agrupan en bloques que se enlazan cronológicamente mediante funciones hash criptográficas, un proceso que asegura la inmutabilidad de los registros y garantiza que los datos no puedan alterarse una vez confirmados.

La validación de transacciones, conocida como minería, constituye el principal coste para los usuarios de *blockchains* públicas, ya que requiere compensar a los mineros encargados de mantener el registro de forma honesta. Este control se garantiza mediante protocolos de consenso, principalmente *Proof-of-Work* (PoW) y *Proof-of-Stake* (PoS). En PoW, como ocurre en Bitcoin, los mineros resuelven complejos acertijos criptográficos para ganar el derecho a registrar nuevas transacciones; en PoS, como en la actualización de Ethereum 2.0, los participantes apuestan *tokens* digitales emitidos por la red para validar las transacciones. Ambos protocolos implican distintos costes operativos, incluyendo trabajo, energía y *hardware*.

La evolución de *blockchain* ha permitido su aplicación en contextos variados, incluyendo DLT públicas, privadas, con y sin permisos, así como sistemas centralizados. Las *blockchains* públicas, como Bitcoin o Ethereum, permiten que cualquier persona se convierta en nodo y participe en la validación de transacciones, mientras que las privadas o de consorcio, como Ripple, EOS o Stellar, limitan estas

¹⁴ Consultar Bellavitis et al. (2021) para más información.

funciones a nodos autorizados, lo que reduce coste y tiempos de transacción, pero también disminuye el nivel de descentralización y seguridad.

Asimismo, las *blockchains* más populares son pseudo-anónimas y semitransparentes debido al uso de claves públicas y privadas; las claves privadas permiten evitar transacciones desde una cuenta, mientras que las públicas permiten recibirlas. Aunque en principio no se pueden asociar con la identidad del titular, una vez que ésta se conoce, todas las transacciones históricas pueden ser rastreadas. Esta capacidad de mantener un registro inalterable y verificable de transacciones mejora los flujos de información y facilita la transparencia de la propiedad, aspectos fundamentales en numerosos mercados.

Más allá de los sistemas de pagos simples, *blockchain* ha evolucionado para soportar aplicaciones más sofisticadas, como transacciones financieras complejas, notarías, votaciones, cadenas de suministro, logística, salud, computación en la nube, energía, comercio electrónico, entre otros. Un desarrollo clave ha sido la creación de criptoactivos o *tokens* mediante contratos inteligentes, que son protocolos informáticos que se ejecutan automáticamente y de manera descentralizada ante eventos específicos, permitiendo que los emisores cumplan las cláusulas de los contratos sin intervención de terceros. Estos contratos pueden automatizar pagos de dividendos o cupones, imponer restricciones comerciales, gestionar derechos de voto diferenciados o habilitar características convertibles en valores, además de incorporar información relevante como informes de valoración o pruebas de autenticidad.

Los *tokens* pueden emitirse sobre protocolos existentes en lugar de crear nuevas cadenas de *blockchains* para cada *token*, utilizando plantillas estándar que facilitan la emisión rápida y la interoperabilidad con otras monedas y billeteras digitales. Entre las plantillas más conocidas se encuentran ER-20 para ICOs y ERC-14 para STOs, ambas vinculadas a Ethereum, lo que simplifica su negociación, listado en plataformas de intercambio y compatibilidad con distintos ecosistemas digitales.

5.2.2. CRIPTOACTIVOS O TOKENS

Los criptoactivos o *tokens* son activos digitales privados registrados en un DLT, criptográficamente asegurados, que no son emitidos ni garantizados por un banco central o autoridad pública, y pueden utilizarse como medio de intercambio y/o fines de inversión y/o acceder a un bien o servicio.

Hoy en día, no existe una clasificación concluyente a nivel regulatorio de los *tokens*. La literatura distingue principalmente tres tipos: *tokens* de pago (criptomonedas), *tokens* de utilidad y *tokens* de valor o seguridad (de inversión o activos), con variantes adicionales como *stablecoins* y *tokens* híbridos.

Otra clasificación relevante distingue entre *tokens* nativos, que existen exclusivamente dentro de la *blockchain* sin respaldo externo (las criptomonedas y la mayoría de *tokens* emitidos en ICOs, IEOs, STOs); y los *tokens* no nativos, vinculados a la tokenización de activos que permiten representar activos reales (acciones, bonos, inmuebles, arte, propiedad intelectual, etc.) como *tokens* digitales, facilitando su fraccionamiento, distribución y negociación, aumentando la liquidez y permitiendo la integración de activos no bancarizables en el sistema financiero.

La mayoría de los *tokens* se crea mediante contratos inteligentes en *blockchains* existentes como Ethereum, de forma rápida, estandarizada y económica, mientras que las criptomonedas suelen construirse sobre sus propias *blockchains*. Los *tokens* pueden transferirse, comprarse, venderse o incluso destruirse mediante estos contratos. En ICOs, IEOs o STOs, los *tokens* se intercambian por moneda fiduciaria

o criptomonedas, y los *tokens* no vendidos pueden quemarse para crear escasez artificial y elevar los precios. Mientras que en los *tokens* de pago y utilidad se ofrecen al público general normalmente a través de ICOs; por su parte, los *tokens* de valor están sujetos a regulaciones y suelen ofrecerse solo a inversores acreditados a través de las STOs. La Tabla 5.1. ofrece un resumen de las principales características de cada tipo de cryptoactivo.

Tipo de cryptoactivo	Token de seguridad	Token de utilidad	Token de pago o criptomoneda no respaldada	Stablecoin	CBDC
¿Qué es?	Una representación digital de un producto de inversión	Otorga derechos de consumo para acceder a un producto o servicio	Equivalente en efectivo a una <i>blockchain</i> , combinando dinero electrónico y efectivo como alternativa a la moneda fiduciaria	Moneda fiduciaria oficial digitalizada o electrónica con menos volatilidad que los tokens de pago	Moneda fiduciaria oficial digitalizada o electrónica para uso minorista
¿Por qué se compra?	Los inversores esperan obtener un beneficio	Para gastarlo en un ecosistema basado en la comunidad con características similares a un vale	Como medio de pago en un ecosistema basado en la comunidad	Como medio de intercambio de valor y almacenamiento de riqueza en una <i>blockchain</i>	Para realizar pagos
¿Quién emite los tokens?	<i>Startups</i> o empresas tradicionales, tanto en etapas tempranas como maduras, que desean recaudar fondos y crear valor para los inversores vendiendo productos y servicios a los clientes	Cualquier tipo de organización, en etapa temprana, que busca crear comunidad de miembros que valoren un producto o servicio específico	Cualquier tipo de organización que quiera crear comunidad de miembros que valore usar un medio de pago o transferencia de valor en una <i>blockchain</i>	Entidades privadas que emiten <i>stablecoin</i> mediante un proceso de acuñación más o menos centralizado en respuesta a la demanda; también pueden ofrecerse mediante ICOs	Bancos centrales que proporcionan dinero electrónico para uso minorista
¿Cómo se lanza la emisión?	Usualmente mediante un STO	Usualmente mediante un ICO o IEO	Usualmente mediante un ICO o IEO	Usualmente mediante un ICO o emisión privada	Emitido por el banco central
¿Quién supervisa el control?	Sujeto a leyes de valores implementadas por el regulador financiero	En la mayoría de las jurisdicciones no se consideran valores y solo están sujetos a leyes de protección al consumidos e impuestos	En la mayoría de las jurisdicciones, regulado únicamente por leyes de servicios bancarios y de pago	Se están desarrollando marcos regulatorios específicos en muchas jurisdicciones	Regulada por la autoridad monetaria del país

Tabla 5.1. Caracterización y comparativa de cryptoactivos – Fuente: Lambert et al. (2021)

Criptomonedas y CBDCs

Las criptomonedas tradicionales no respaldadas o *tokens* de pago constituyen dinero electrónico de persona a persona, almacenado y transferido en una DLT o *blockchain*. Están sujetas a una alta volatilidad, al no contar con ningún activo subyacente, derecho u obligación, lo que limita su idoneidad como medio de pago legal.

Por su parte, las *stablecoins* (por ejemplo, Tether, USD Coin, Dai,...) comparten muchas características con los *tokens*, pero se diferencian en que no se emiten con una funcionalidad muy específica ni para un propósito concreto, sino únicamente como medio de intercambio o almacenamiento de la riqueza de uso general. Fantacci y Gobbi (2021) las definen como criptomonedas de “segunda generación” que buscan superar la inestabilidad en el valor de las criptomonedas manteniendo un valor estable en relación con una moneda oficial u otros activos. Son emitidas por entidades privadas y se pueden clasificar en cuatro categorías según el método que utilizan para estabilizar su valor:

1. *Tokens* fiduciarios, respaldados por moneda oficial, constituyendo en efecto una tokenización de la moneda oficial. Por ejemplo: Monerium, Gemini.
2. *Stablecoins* colateralizadas fuera de la cadena (*off-chain*) respaldadas por una cartera de instrumentos financieros regulares no monetarios negociados en mercados regulados, materias primas o bienes inmuebles. Por ejemplo: Saga, Tether.
3. *Stablecoins* colateralizadas en la cadena (*on-chain*), respaldadas por otros cryptoactivos registrados en la misma DLT subyacente. Por ejemplo: BitUSD, Miexcoin.
4. *Stablecoins* algorítmicas, que buscan estabilidad mediante algoritmos de *blockchains* que ajustan automáticamente la oferta de tokens según la demanda. Por ejemplo: Steem, NUBITS.

Los CBDCs pueden considerarse un tipo de *stablecoin* emitida por un banco central en lugar de por una entidad privada, y están destinadas a pagos y liquidaciones tanto minoristas (público general) como mayoristas (participantes seleccionados). Los CBDCs pueden considerarse *tokens* fiduciarios que son emitidos y gestionados directamente por la misma autoridad monetaria que emite el dinero oficial tradicional, por lo tanto, son en realidad moneda oficial.

Tokens de utilidad

Los tokens de utilidad otorgan acceso digital a un producto, aplicación digital o servicio desarrollado por el emisor del *token*, generalmente mediante una licencia de *software* o un bono/*voucher*, sin implicar derechos de propiedad sobre el activo. Su emisión normalmente es realizada a través de ICOs, y busca promover y consolidar un ecosistema comunitario, ofreciendo derechos de consumo a los usuarios en etapas tempranas, incluso antes de que el producto o servicio exista. Estos *tokens* están sujetos a una regulación limitada y, en principio, solo deberían cumplir con las leyes generales de protección al consumidor y fiscales.

Tokens de seguridad

Los *tokens* de seguridad son equivalentes a los instrumentos financieros tradicionales, como acciones y bonos. Pueden otorgar derechos de voto y/o participación en flujos de ingresos, tales como dividendos o pagos de intereses, que pueden representarse mediante activos digitales en lugar de monedas fiduciarias. Lambert et al. (2021) los clasifican en cinco categorías: 1) *tokens* de capital, 2) *tokens* de deuda, 3) *tokens* de fondos, 4) *tokens* de participación en ingresos y 5) otros

tokens de seguridad. Su emisión puede realizarse mediante STOs, independientemente de la etapa de desarrollo de la empresa, y deben cumplir con la normativa de valores.

Tokens híbridos

Los *tokens* híbridos son aquellos que combinan características de más de una categoría de criptoactivos, mostrando funcionalidades de *tokens* de utilidad, *tokens* de seguridad o incluso *stablecoins* dentro de un mismo activo digital. Esto significa que un solo *token* puede, por ejemplo, otorgar derechos de consumo en un ecosistema digital, como un *token* de utilidad y; al mismo tiempo, ofrecer rendimientos o derechos sobre flujo de ingresos como un *token* de seguridad.

Su naturaleza híbrida complica la regulación, ya que no encajan perfectamente en las categorías tradicionales de criptoactivos. Por ello, su clasificación y supervisión suele requerir un análisis individualizado, evaluando caso por caso qué funciones predominan y qué normativa aplican.

5.2.3. MECANISMOS INNOVADORES DE FINANCIACIÓN

Los avances en DLTs, *blockchain* y la emisión de criptoactivos han sentado las bases de la tendencia actual hacia la provisión de servicios financieros descentralizados y sin intermediarios, conocida como DeFi. Esta nueva forma de operar se apoya además en otras tecnologías emergentes como la inteligencia artificial, el aprendizaje automático, el big data y el *cloud*. A diferencia de las finanzas tradicionales, ya afectadas por las FinTechs que reemplazan intermediarios financieros con empresas tecnológicas, DeFi permite reducir los costes de transacción, incrementar la inclusión financiera, facilitar el acceso abierto, fomentar la interoperabilidad y la innovación sin permisos, incrementar la transparencia y ofrecer oportunidades para emprendedores e innovadores. Aunque DeFi se ha asociado con la democratización de las finanzas, su forma más pura busca un sistema financiero sin fronteras, jurisdicción ni control centralizado, lo que plantea importantes retos y riesgos para la estabilidad del sistema financiero.

Chen y Bellavitis (2020) distinguen cuatro modelos de negocio principales en DeFi: 1) criptomonedas descentralizadas, 2) servicios de pagos descentralizados, 3) contratación descentralizada basada en contratos inteligentes, y 4) recaudación de fondos descentralizados a través de ICOs/IEOs/STOs.

La recaudación de fondos descentralizados promete mejorar el acceso a los mercados financieros para empresas tradicionalmente desatendidas por el sistema financiero, incluyendo *startups* en fases tempranas, PYMEs, compañías en crecimiento y negocios de nueva economía con baja intensidad de activos. Frente a los productos financieros tradicionales, la emisión de *tokens* mediante ICOs, IEOs o STOs ofrece mayor negociabilidad, transparencia, eficiencia, automatización y bajas barreras de entrada. Estos instrumentos funcionan como alternativas y complementos a otras fuentes de financiación innovadoras, como *crowdfunding*, *business angels* o capital riesgo, contribuyendo a la democratización de la financiación emprendedora.

Aunque estas ofertas presentan ventajas que las hacen atractivas para innovadores, también generan riesgos que han impulsado la evolución de ICOs hacia IEOs y STOs, buscando mayor seguridad y confianza.

5.3. ICOs, IEOs Y STOs COMO NUEVOS MODELOS DE RECAUDACIÓN DE FONDOS PARA STARTUPS

5.3.1. DIFERENCIAS ENTRE ICOs, IEOs Y STOs

Las ofertas de *tokens* digitales han evolucionado notablemente desde la aparición de las ICOs, dando lugar a variantes como las IEOs y las STOs, diseñadas para superar las limitaciones de las ICOs y aportar mayor seguridad a inversores y emisores. Aunque en términos generales comparten el objetivo de recaudar capital mediante la emisión de tokens, sus estructuras, niveles de regulación y público objetivo presentan diferencias sustanciales que se pueden observar en la Figura 5.1. De hecho, diversos autores indican que las STOs no deben considerarse simplemente como un subconjunto de las ICOs, sino como un modelo regulatorio independientemente con objetivos y características propias.

Las ICOs constituyen una campaña de financiación mediante la venta de *tokens* digitales de un proyecto basado en *blockchain*, generalmente en fases muy tempranas, incluso antes de que exista un producto o servicio comercializable. La información sobre el proyecto se publica en un *whitepaper* y en el sitio web oficial del equipo promotor, sin revisión por terceros ni supervisión regulatoria externa. Las obligaciones de “conozca a su cliente” (KYC) y la prevención de blanqueo de dinero (AML) no son requeridas de forma generalizada, aplicándose únicamente algunos intercambios regulados. Los *tokens* emitidos suelen ser de utilidad, sin respaldo en actividad tangibles, lo que los hace altamente volátiles y, por tanto, inversiones de riesgo elevado.

Más allá de la recaudación de fondos, las ICOs han demostrado ser un mecanismo eficaz para la creación de comunidades de interesados que apoyan activamente los proyectos, incluyendo clientes, desarrolladores, mineros y otros colaboradores. En este contexto, los inversores suelen valorar más las características tecnológicas y el potencial disruptivo del proyecto que los aspectos financieros, lo que explica en parte la naturaleza especulativa de estas inversiones. Aunque se han documentado fraudes y estafas en algunas ICOs, diversos estudios destacan que el capital robado no alcanzó niveles significativos, dado que los inversores a menudo detectaron proyectos problemáticos y evitaron financiarlos. La geografía de las ICOs y su distribución por sectores o tipos de *token* está fuertemente condicionada por los marcos regulatorios locales, y ciertos sectores como tecnología, salud, bienes raíces y servicios financieros concentran una parte importante de las emisiones.

Las IEOs surgieron como respuesta a las principales críticas dirigidas a las ICOs, especialmente la falta de supervisión y control sobre la selección de proyectos. En una IEO, una plataforma de negociación de criptomonedas actúa como intermediario, participando directamente en la selección de proyectos, la distribución de *tokens* a inversores verificados y el respaldo promocional de la oferta. Este enfoque permite aumentar la confianza de los inversores, dado que la plataforma de negociación realiza procedimientos de *due diligence* para rechazar proyectos fraudulentos o de baja calidad, y facilita la comercialización inmediata de los *tokens* tras la finalización de la oferta. Sin embargo, aunque las IEOs reducen ciertos riesgos asociados con la falta de supervisión, no eliminan completamente la volatilidad y la incertidumbre respecto al valor del *token*, especialmente si no existe un activo subyacente que respalde su precio. Además, la participación de las plataformas de negociación implica una carga adicional en términos de recursos y cumplimiento operativo, y la regulación en muchos países aún genera dudas sobre si los *tokens* ofrecidos deben considerarse valores, así como sobre el papel de la plataforma de negociación como intermediario licenciado.

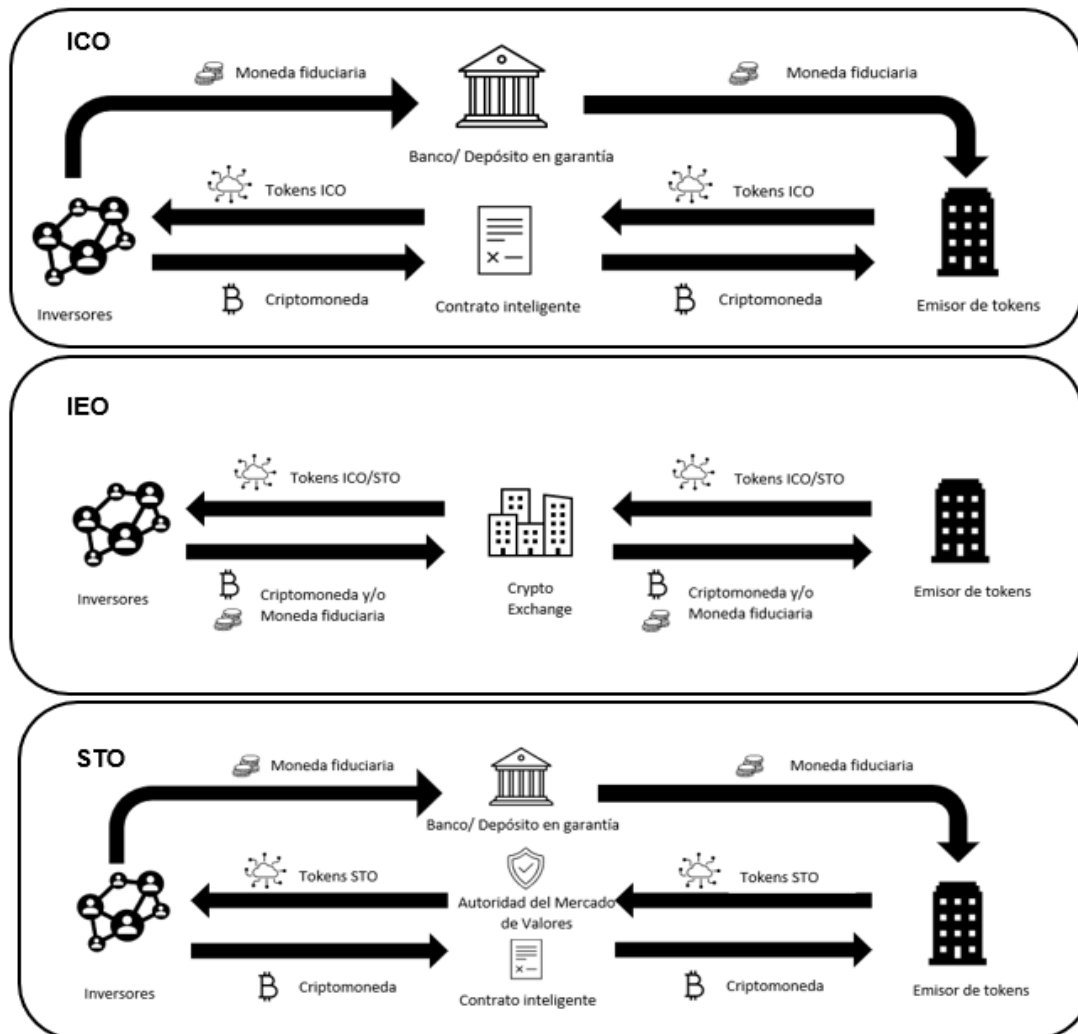


Figura 5.1. Proceso de las ICOs/IEOs/STOs – Fuente: PwC/Strategy& (2019)

Las STOs representan una evolución hacia un marco regulatorio más estricto y seguro. Se basan en la emisión de *tokens* de seguridad, que cumplen con la normativa de valores vigentes, como el test de Howey en Estados Unidos, lo que implica obligaciones de divulgación, cumplimiento de KYC/AML y otras exigencias equivalentes a las que se enfrentan las acciones tradicionales. Las STOs permiten a las *startups* acceder a capital mediante instrumentos de inversión formales, normalmente dirigidos a inversores acreditados o con experiencia, aunque en algunos marcos regulatorios estas emisiones pueden estar restringidas exclusivamente a dichos inversores. A diferencia de las ICOs, las STOs no dependen de que la empresa esté basada en tecnologías DLT y pueden realizarse en cualquier fase de desarrollo del proyecto, incluyendo empresas consolidadas o grandes.

Los sectores industriales más comunes para las STOs incluyen tecnología de la información, servicios financieros, *gaming* y apuestas, salud y medicina, y bienes raíces. Las STOs ofrecen a los inversores mayores derechos sobre los beneficios y la posibilidad de presentar reclamaciones ante las autoridades competentes en caso de incumplimiento, a diferencia de las ICOs, donde los inversores carecen de

mecanismos de protección frente a fracasos de la oferta. Sin embargo, este marco regulatorio más riguroso implica costes adicionales, mayor carga administrativa y la necesidad de gestionar el cumplimiento de normas en distintas jurisdicciones, factores que las hacen más adecuadas para empresas con estructuras consolidadas y capacidad para asumir estos requerimientos.

En términos de comparación, las ICOs se caracterizan por su flexibilidad, rapidez y capacidad de construir comunidades de apoyo, riesgos elevados y mínima protección regulatoria. Las IEOs representan un modelo intermedio, combinando supervisión, apoyo de plataformas de negociación y un proceso relativamente más seguro que las ICOs, pero sin eliminar la volatilidad asociada a los *tokens* no respaldados. Las STOs, por su parte, proporcionan un marco regulado y seguro, con derechos claros para los inversores y mayor estabilidad, aunque a cambio de procesos más largos, costes superiores y exigencias legales más estrictas. Esta evolución refleja la búsqueda de un equilibrio entre innovación, financiación y seguridad dentro del ecosistema de los criptoactivos, mostrando cómo cada tipo de oferta responde a necesidades específicas de los emisores y del perfil de inversor al que se dirige.

La Tabla 5.2. presenta un resumen comparativo de las principales diferencias entre ICOs, IEOs y STOs.

5.3.2. ECOSISTEMA DE LAS ICOs, IEOs Y STOs

La oferta de tokens implica la creación de un ecosistema de *blockchain* que incluye diferentes actores, tales como desarrolladores, trabajadores, usuarios y mineros. Donde la gestión descentralizada permite distribuir valor entre todos ellos. Además de estos actores principales el ecosistema es complejo e involucra múltiples agentes adicionales: plataformas de negociación de criptomonedas, operadores de plataformas de trading, proveedores de monederos digitales, sitios web especializados, redes sociales, asesores financieros, así como custodios y reguladores.

Agencias

Las agencias proporcionan soporte a todos los tipos de ofertas de tokens, ofreciendo servicios de asesoría legal, desarrollo técnico, consultoría y marketing (por ejemplo: Applicature, New Alchemy, AmaZix, Protos, ...). Los asesores legales son cruciales para garantizar el cumplimiento normativo en cada jurisdicción, especialmente en el caso de los STOs. Las redes sociales y los sitios web especializados también juegan un papel relevante en la promoción de los proyectos de *tokens*.

Plataformas de emisión

Estas plataformas tienen como objetivo atraer inversores y emitir tokens bajo protocolos adecuados. En ICOs e IEOs, se emplean protocolos *open-source* para la emisión de tokens; en STOs, además, se asegura el cumplimiento legal y los procesos de verificación KYC/AML. Sin embargo, no todas las plataformas están preparadas para cumplir con la regulación sobre *security tokens*, por lo que han surgido plataformas específicas que ofrecen soluciones integrales para la emisión y trading de STOs, como, por ejemplo, Harbor, Polymath, Swarm, Securitize, entre otras.

Concepto	ICO	IEO	STO
Riesgo	Alto	Medio	Bajo
Credibilidad	Baja	Media	Alta
Costes	Bajos (costes técnicos, honorarios de asesoría, costes de marketing y tarifas de listado)	Medios (Costes ICO + tarifas de la plataforma de negociación de criptomonedas)	Altos (Costes ICO + costes de cumplimiento legal, aunque inferiores a los de modelos tradicionales de financiación)
Criptoactivo	Token de utilidad o de pago	Token de utilidad o de pago	Token de seguridad
Emisor	Startups, empresas públicas, PYMES		Startups, empresas públicas, PYMES, grandes empresas
Plataforma	Digital (por ejemplo, sitio web de la empresa emisora)	Exchange de criptomonedas	Plataforma digital de STO
Participación del inversor	Directa, KYC/AML realizada por el emisor	Usuarios de la plataforma de negociación de de criptomonedas con KYC/AML	Directa, KYC/AML por la plataforma STO, a veces limitada a inversores acreditados
Listado en mercados secundarios	A solicitud	Inmediato en la plataforma de negociación emisora	Probablemente inmediato si la plataforma STO es un <i>exchange</i>
Fondos aceptados	Fiat y/o criptoactivos		
Inicio	Generalmente lanzamiento directo al público sin un tercero centralizado	Plataforma de negociación de criptomonedas	Generalmente lanzamiento directo al público sin un tercero centralizado
Requisitos de documentación	Whitepaper, sitio web		Whitepaper, prospecto, registros, inscripción ante el regulador, sitio web
Derechos del inversor	Generalmente limitados al acceso digital al servicio/aplicación		Generalmente derechos de voto, dividendos (si se estructuran de manera similar a, por ejemplo, acciones)
Autoridad de control	Ninguna (prohibida en algunas jurisdicciones)	Regulador si la plataforma de negociación de de criptomonedas está licenciada	Regulador (leyes de valores)
Evaluación del proyecto	Ninguna	Due diligence por la plataforma de negociación de criptomonedas	Due diligence por el regulador sobre las características del token de seguridad
Costes de marketing	Dependientes de la estrategia del emisor	Moderados (incluidos en las tarifas de la plataforma de negociación de de criptomonedas)	Dependientes de la estrategia del emisor
Velocidad	Varios meses	Varias semanas	Hasta un año
Subyacente	Ninguno		Activos el proyecto o flujos de efectivo
Dividendos	Ninguno		Dependiendo de la estructura del token

Tabla 5.2. Resumen comparativo de ICOs, IEOs y STOs – Fuente: elaboración propia a partir de Myalo (2019) y Stefanoski et al. (2020)

Custodios

Los custodios actúan como terceros responsables de salvaguardar los tokens de los usuarios, muchas veces mediante vehículos de propósito específico. Su función es clave para la seguridad de los activos digitales, especialmente los STOs regulados. Entre los principales se encuentran SIX Digital Exchange, Swiss Crypto Vault, PrimeTrust y Coinbase.

Plataformas de negociación de criptomonedas

Las plataformas de negociación son el eje central que permite que los tokens emitidos en ICOs, IEOs o STOs se vuelvan públicos a través del *trading* activo. Pueden ser centralizados, gestionados por una organización privada, o descentralizados mediante sistemas automatizados de emparejamiento. Algunos ejemplos son Binance, tZero, Poloniex, Huobi, OKEx, Abacus, Templum, OFB y Kraken. Algunos *exchanges* han obtenido licencias para listar *security tokens* (iSTOX/ADDX en Singapur y Fusang Exchanges en Malasia) o se han asociado con bolsas de valores tradicionales como SIX Swiss Exchange, y las bolsas de Londres, Boston, Malta, etc.

A diferencia del *crowdfunding*, las campañas de ICOs y STOs no suelen desarrollarse en plataformas especializadas, sino en sitios web dedicados por el equipo desarrollador, sin preselección centralizada. Por ello, los inversores deben informarse directamente mediante los *whitepapers* y páginas web de cada proyecto. Además, existen diversos agregadores de datos sobre criptoactivos, que facilitan el seguimiento y análisis empírico (ICORating.com, ICObench.com, Coinschedule.com, TrackICO.io, entre otros).

5.3.3. EL PROCESO DE LANZAMIENTO DE ICOs, IEOs Y STOs

Las ofertas de *tokens* requieren una campaña estructurada que implica la participación de múltiples actores. En términos generales, el equipo de desarrollo define los aspectos fundamentales del proyecto (basado en *blockchain*), prepara el *whitepaper* y anuncia la oferta; el evento de venta permite recaudar fondos mediante el intercambio de *tokens* por moneda fiduciaria o criptomoneda, y tras el cierre de la venta, la cotización en una *crypto exchange* proporciona liquidez a los poseedores de los tokens.

Las distintas agencias que conforman el ecosistema ICOs/IEOs/STOs ayudan al equipo desarrollador a definir los aspectos legales y técnicos de los tokens a emitir, a comercializar la campaña y a gestionar el intercambio de tokens por moneda fiduciaria o criptomonedas.

En el caso de las ICOs, es bastante frecuente realizar una preventa o pre-ICO. Para las STOs, las principales diferencias con las ICOs están relacionadas con la necesidad de cumplir la legislación sobre valores y preparar un prospecto que debe ser aprobado por el regulador financiero, lo que requiere una mayor implicación de asesores financieros y legales. En las IEOs, todo el proceso cuenta con un amplio apoyo por parte de la plataforma de negociación (*crypto exchange*) encargada de la emisión.

El proceso típico de lanzamiento de una oferta de *tokens* comprende tres etapas iniciales:

Preparación

Esta etapa está relacionada con la formación del equipo de gestión de la campaña (desarrollo de negocio, marketing, legal, financiero/contable), la clarificación de la

visión del equipo y del plan de negocio del proyecto, la definición de aspectos técnicos, económicos y legales relacionados con los tokens que se van a crear. Se centran principalmente en los siguientes:

- Derechos asociados a los *tokens* y política monetaria de los mismos: el número de tokens a emitir; la fijación de precios; umbrales y límites; la proporción distribuida a los inversores; la planificación de los eventos de liquidez y los mecanismos de asignación; la futura oferta de tokens; el modelo de venta utilizado, es decir, ventas a precios fijo, precio dinámico, subastas; y los métodos de pagos aceptados.
- Público objetivo: desarrolladores, inversores acreditados o institucionales, el público en general. Las normativas vigentes pueden influir en la selección del público objetivo, y los emisores, en colaboración con sus asesores, pueden determinar las jurisdicciones más idóneas para llevar a cabo la oferta.
- Servicios financieros: además de la obligación de designar agentes de transferencia para supervisar la oferta y gestionar posibles reclamaciones, así como de contratar proveedores de pagos que faciliten las transferencias en moneda fiduciaria, en las STOs los *brokers* y custodios actúan como agentes especializados que apoyan el proceso. Asimismo, se espera que las plataformas de emisión lleven a cabo la debida diligencia para garantizar la integridad y exactitud de la información proporcionada.
- Consideraciones legales: orientado a evitar el incumplimiento de las leyes sobre valores.
- Estructura técnica: plataforma especializada que implica dos decisiones tecnológicas principales: la *blockchain* subyacente para emitir los *tokens*, y su representación técnica, es decir, estándares de *tokens* como ERC-20 o ERC-1400.
- Campañas de marketing: consiste principalmente en la creación de un sitio web y usar distintas herramientas de redes sociales para dar a conocer el proyecto. También se realizan *roadshows*, que son presentaciones para dar a conocer el proyecto a posibles inversores.

Todos los elementos mencionados se recopilan y estructuran en un *whitepaper*, que incluye detalles técnicos de la oferta de tokens, información clave sobre el proyecto y su equipo, así como una hoja de ruta del desarrollo. El *whitepaper* se considera un instrumento esencial de marketing del proyecto, aunque actualmente no existe un estándar de buenas prácticas para su elaboración.

Además, suelen elaborarse otros documentos para informar a los inversores, como el *investor's deck*, el *term sheet*, el prospecto en STOs y los acuerdos de compra o suscripción.

Venta de tokens

Esta etapa implica la recaudación efectiva de capital por parte de los inversores, quienes envían desde sus *wallets* la moneda fiduciaria o criptomonedas asociadas a los tokens a la dirección de *wallet* digital pública de la oferta y reciben los tokens a cambio, ya sea de manera inmediata o una vez finalizada la venta. Esto suele ocurrir cuando se alcanza el *hard cap*¹⁵, aunque los promotores del proyecto también pueden decidir finalizar la venta si la demanda es baja o no se alcanza el *soft cap*¹⁶.

¹⁵ Cantidad máxima de financiación que un proyecto acepta recaudar.

¹⁶ Cantidad mínima de financiación que un proyecto necesita para ser viables.

La duración de la venta depende de la efectividad de la comunicación previa, con algunas ofertas que se cierran en minutos o incluso segundos, mientras que otras pueden durar semanas o meses. También existe la venta de *tokens* “continua”, que extienden la recolección de fondos durante un período más largo de tiempo.

Cotización (listado) de tokens

La cotización, también denominada listado, de un *token* en una plataforma de negociación de criptomonedas, normalmente no regulada, es fundamental para proporcionar liquidez a los titulares de *tokens*, aunque no es un proceso automático ni está garantizado, excepto en las IEOs, que buscan reducir al mínimo los retrasos en el listado. La liquidez puede reforzarse mediante la contratación de *market makers* y el listado en múltiples plataformas de negociación.

Los criterios para cotizar suelen ser poco claros y menos estrictos que los de las plataformas de negociación reguladas. En ocasiones, el comercio de *tokens* puede estar bloqueado por un tiempo determinado. En las STOs, estos bloqueos pueden ser exigidos por la regulación.

Además de ser un indicador del éxito de la venta de *tokens*, puede tener un impacto tangible en el proyecto. Howell et al. (2020) señalan que se asocia con un aumento del empleo futuro.

5.4. COMPARACIÓN CON OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Las *startups*, especialmente en sus primeras etapas, enfrentan riesgos y asimetrías de información que limitan sus opciones de financiación. Los instrumentos financieros tradicionales, como préstamos, bonos privados o colocaciones de capital, suelen ser inaccesibles o poco asequibles para estas empresas. En respuesta, han surgido fuentes alternativas de financiación, como el *crowdfunding*, los *business angels* o el capital riesgo, cuya relevancia ha aumentado en la última década, aunque presentan importantes barreras de entrada y costes de transacción elevados. En este contexto, las ofertas de *tokens* (ICOs, IEOs y STOs) se presentan como una opción innovadora de captación de recursos para las *startups*.

Las ofertas de *tokens* comparten varias características con el *crowdfunding*. Permiten recaudar capital de un grupo heterogéneo de inversores, desde pequeños ahorradores hasta inversores institucionales, mediante plataformas online, con un coste de entrada más reducido al mercado. Las STOs se asemejan al *crowdfunding* basado en *equity*, mientras que las ICOs e IEOs guardan paralelismos con el *crowdfunding* basado en recompensa. Sin embargo, las STOs suelen restringir la inversión a inversores acreditados, mientras que las ICOs/IEOs y la mayoría del *crowdfunding* están abiertos al público general. Algunos marcos regulatorios de *crowdfunding* también limitan las aportaciones a inversores minoristas, y la falta de experiencia o los altos costes de información dificultan la evaluación pormenorizada de los proyectos.

Además de recaudar capital, las ofertas de *tokens* permiten atraer usuarios y crear comunidades alrededor del proyecto, generando efectos de red potencialmente superiores a los del *crowdfunding* o el capital riesgo. Las ICOs al depender únicamente del *blockchain*; las IEOs a través de las plataformas de negociación de criptomonedas, las cuales están total o casi completamente desintermediadas, lo que amplía la base de participantes y aumenta el valor de la recaudación. En contraste, el capital riesgo o las OPVs dependen de inversores sofisticados motivados principalmente por razones financieras, mientras que las ICOs y el *crowdfunding* pueden atraer a inversores con intereses no financieros.

Las características clave que hacen que la oferta de *tokens* resulte atractiva son: la liquidez en el mercado secundario si los *tokens* cotizan, y la posibilidad de salida temprana, incluso antes de que el producto o servicio esté desarrollado, a diferencia del *crowdfunding* o del capital riesgo, donde las salidas requieren etapas de madurez.

	ICOs/IEOs/STOs	Crowdfunding	Capital Riesgo	OPV
Etapas objetivo	Principalmente etapas tempranas; ICOs pueden cubrir todas las etapas	Etapas tempranas; productos a veces en etapas más avanzadas	Desde etapas tempranas hasta crecimiento	Última etapa del ciclo de financiación
Tipo de inversor	ICOs/IEOs: público general STOs: inversores acreditados	Público general, minoristas e institucionales	Inversores profesionales, principalmente financieros	Inversiones institucionales y minoristas profesionales
Motivación del inversor	Mixta: financiera y no financiera; red y comunidad	Mixta: financiera y no financiera; interés en el proyecto	Financiera	Financiera
Propiedad y derechos	ICOs/IEOs: usualmente no confiere propiedad STOs: puede conferir <i>equity</i> o deuda	<i>Equity crowdfunding</i> : propiedad proporcional	Propiedad	Propiedad
Liquidez	Alta si se listan; salida temprana posible incluso antes de desarrollo de producto	Limitada; salida condicionada a eventos futuros	Limitada; salida normalmente a largo plazo (OPV/adquisición)	Alta, tras OPV, mercado secundario
Efectos de red y comunidad	Fuertes; creación de comunidad alrededor del proyecto; mayor número de participantes	Moderados; plataforma como intermediaria	Bajos; enfoque en retorno financiero	Bajos, no está orientado a crear comunidad
Costes de entrada	Bajos; online y desintermediado (especialmente ICOs)	Bajos; online	Altos; <i>due diligence</i> y negociación	Muy altos; requisitos regulatorios y emisión
Intermediación	ICOs: mínima (solo <i>blockchain</i>) IEOs: plataforma de negociación STOs: regulada	Plataforma de <i>crowdfunding</i>	Capital riesgo y asesoría	Bancos y agentes colocadores
Regulación	ICOs/IEOs: limitada STOs: regulada	Variable según país y marco regulatorio	Regulada según inversión	Regulada
Atractivo diferencial	Liquidez temprana; posibilidad de <i>exit</i> rápido; formación de comunidad; financiación sin dilución	Acceso público a inversión; apoyo al proyecto	Experiencia, conexiones y apoyo estratégico	Financiación masiva, visibilidad y legitimidad
Limitaciones	Riesgo especulativo; los <i>tokens</i> pueden permanecer bloqueados; dependen de calidad de emisor y plataformas	Información limitada; riesgo minorista; regulación específica	Acceso restringido; requiere empresas con potencial comprobado	Costes altos; proceso complejo

Tabla 5.3. Comparación de los ICOs, IEOs y STOs con otras fuentes de financiación – Fuente: adaptado de Romero-Castro et al. (2022).

Algunas plataformas de *crowdfunding* recientes funcionan como mercados secundarios, y ciertos estudios consideran que las ICOs representan un híbrido entre OPVs y *crowdfunding*. Aun así, las STOs pueden ser más comparables a OPVs por la forma de estructurarse, aunque difieren en su alcance y regulaciones específicas.

El ciclo de vida de las *startups* también influye en la comparación entre instrumentos de financiación. A diferencia de los instrumentos tradicionales, y similar al *crowdfunding*, las ofertas de *tokens* suelen enfocarse en proyectos en etapas tempranas, mientras que en el *crowdfunding* los productos o servicios pueden estar más avanzados. Aunque las ICOs podrían, teóricamente, financiar todas las etapas hasta la salida a bolsa de la empresa, las OPVs históricamente representan el último paso en el ciclo de financiación de una *startup*. Las STOs también buscan cubrir esta etapa, aunque muchos *tokens* permanecen bloqueados en carteras de inversores acreditados, lo que limita su potencial como alternativa de liquidez y escalabilidad frente a OPVs o *crowdfunding*.

En términos de complementariedad y sustitución, la mayor liquidez de las ofertas de *tokens* podría desplazar al *crowdfunding* de capital, pero dado que los *tokens* de ICOs no confieren propiedad, su rol puede ser más complementario que competitivo. Muchas ICOs financian la creación inicial de la empresa, mientras que el *crowdfunding* de capital apoya el crecimiento sostenido de negocios en etapas tempranas. De igual manera, las STOs pueden actuar como precursores de una OPV u otras estrategias de financiación. Por otro lado, el capital riesgo puede verse desplazado o incentivado a mejorar su modelo, pero también puede complementar las ICOs aportando experiencia, conocimiento del sector y asesoramiento estratégico. Sin embargo, la concentración de tokens de utilidad en manos de especuladores plantea un riesgo de desalineación con los objetivos del proyecto y los clientes potenciales.

La Tabla 5.3. presenta un resumen comparativo de ICOs, IEOs y STOs con otras alternativas de financiación.

Las ofertas de *tokens* se perfilan como una alternativa innovadora y flexible a los instrumentos financieros tradicionales, combinando capacidades de recaudación, creación de comunidad y liquidez temprana, adaptándose especialmente a *startups* en fases iniciales y ofreciendo nuevas oportunidades que pueden complementar, y en algunos casos sustituir, opciones como *crowdfunding*, capital riesgo u OPVs, dependiendo de la regulación, la estructura de proyecto y la calidad del emisor.

RESUMEN CAPÍTULO

En este capítulo se hace una revisión de las nuevas formas de financiación que han surgido a raíz de los avances tecnológicos y la descentralización financiera. En concreto se habla de la financiación a través de *tokens* en *blockchains*. Estos *tokens* pueden representar derechos de uso, de propiedad o de inversión. Pueden ser de pago (criptomonedas), de utilidad (acceso a servicios), de seguridad (acciones, bonos...), *stablecoins* (valores estables) o híbridos (combinan funciones).

La emisión se puede hacer a través de ICOs, IEOs o STOs. Las ICOs se definen como la venta pública de tokens, están poco reguladas, tienen bajo coste y un alto riesgo y generalmente se utilizan para tokens de utilidad o de pago. Las IEOs son emisiones gestionadas por una plataforma de negociación de criptomonedas que se encarga de seleccionar los proyectos, realizar KYC/AML y facilitar la comercialización, de forma que ofrece más seguridad que las anteriores. Por último, las STOs son emisiones reguladas, ofrecen derechos de propiedad o deuda, y están dirigidas a inversores acreditados. Son más seguras, más estables, pero también tienen costes más elevados.

Las ventajas de esta forma de financiación se pueden resumir en una liquidez temprana en mercados secundarios, la posibilidad de atraer comunidad y generar efectos de red, tener unos costes de entrada más bajos que la financiación tradicional y un acceso a inversores globales.

Entre los riesgos de financiarse a través de la emisión de *tokens* se encuentra la alta volatilidad, la posibilidad de que haya fraudes, especialmente en el caso de las ICOs, en la complejidad que tiene la regulación internacional debido a que son métodos bastante nuevos, y la necesidad de cumplir con KYC/AML en las STOs e IEOs.

Por último, se realiza una comparación con otras fuentes de financiación, de la que destacan los siguientes puntos:

- Frente al *crowdfunding*: mayor liquidez y alcance global, pero mayor complejidad regulatoria en STOs.
- Frente al capital riesgo: más flexibilidad y comunidad, pero menos acompañamiento estratégico.
- Frente a OPVs: menor coste y barreras de entrada, pero menor formalidad y legitimidad institucional.

En resumen, ICOs, IEOs y STOs son una alternativa de financiación innovadora y flexible que las *startups* que se encuentran en fases iniciales pueden utilizar como medio complementario, pudiendo incluso llegar a sustituir a otros métodos tradicionales en función del contexto, la regulación y el tipo de proyecto.

ACTIVIDADES

1. Elige una ICO que haya ocurrido en los últimos 5 años. Puedes usar páginas como icobench.com o coinmarketcap.com para buscar información. Investiga en la página oficial del proyecto, su *whitepaper* y noticias para responder a las siguientes preguntas:
 - a. Indica el nombre de la ICO y año de lanzamiento, sector o industria en la que opera el proyecto, y enlace a la página oficial y al *whitepaper*.
 - b. Indica el tipo de token emitido (utilidad, pago, seguridad, híbrido), la *blockchain* utilizada y estándar del *token* (por ejemplo, ERC-20).
 - c. ¿Cuál es el precio inicial del *token* y la cantidad total emitida?
 - d. ¿Cuál es el estado actual del proyecto (activo, finalizado, fracasado, en pausa)?
 - e. Indica el capital recaudado en la ICO y la evolución del precio del token después del lanzamiento.
 - f. ¿Se realizó un proceso de KYC/AML? ¿Hubo algún problema legal o controversia asociada al proyecto?
 - g. ¿Invertirías en este proyecto? ¿Por qué sí o por qué no?

Elabora un informe breve (1-2 páginas) con las respuestas, incluyendo capturas de pantalla o gráficos relevantes.

2. La *startup* ChargEco ha desarrollado un prototipo de batería portátil de alta eficiencia que se recarga con energía solar y permite alimentar pequeños electrodomésticos, móviles y ordenadores portátiles.

El producto está orientado a personas que viven en zonas rurales, viajeros frecuentes y usuarios preocupados por el medio ambiente.

Actualmente, ChargEco cuenta con un equipo de 8 personas y un prototipo funcional, pero necesita 500.000 € para:

1. Producir en serie.
2. Mejorar su plataforma online de ventas.
3. Desarrollar una comunidad global de usuarios e inversores.

La empresa está evaluando dos opciones:

1. Financiación tradicional (capital riesgo, préstamos bancarios, *business angels*).
2. Emisión de *tokens* (ICO, IEO o STO).

Tareas:

- a. Identifica las ventajas y desventajas de cada opción para ChargEco, considerando aspectos como la rapidez a la hora de obtener fondos, la regulación, el riesgo, el coste, la creación de comunidad, el acceso a mercados internacionales y la liquidez.
- b. Elige el modelo de financiación más adecuado para ChargEco, justificando la elección. Si eliges emisión de tokens, especifica si sería ICO, IEO o STO. La respuesta (200-300 palabras) debe incluir al menos 3 argumentos sólidos y bien fundamentados.
- c. Diseña un breve plan de lanzamiento de emisión de *tokens* (plataforma a utilizar, tipo de *token*, estrategia de *marketing*...).

PARA SABER MÁS

- Ackermann, E., Bock, C., & Bürger, R. (2020). Democratising entrepreneurial finance: The impact of crowdfunding and initial coin offerings (ICOs). In A. Moritz, J. H. Block, S. Golla, & A. Werner (Eds.), *Contemporary developments in entrepreneurial finance: An academic and policy lens on the status-quo, challenges and trends* (pp. 277–308). Springer International.
- Adhami, S., & Giudici, G. (2019). Initial coin offerings: Tokens as innovative financial assets. In U. Hacıoglu (Ed.), *Blockchain economics and financial market innovation: Financial innovations in the digital age* (pp. 61–81). Springer International.
- Bellavitis, C., Fisch, C., & Wiklund, J. (2021). A comprehensive review of the global development of initial coin offerings (ICOs) and their regulation. *Journal of Business Venturing Insights*, 15, e00213. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00213>
- Chen, Y. (2018). Blockchain tokens and the potential democratization of entrepreneurship and innovation. *Business Horizons*, 61(4), 567–575. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2018.03.006>
- Chew, S. M., & Spiegl, F. (2021). Security token offering—New way of financing in the digital era. *Journal of Financial Transformation*, 52, 142–151.
- Fantacci, L., & Gobbi, L. (2021). Stablecoins, central bank digital currencies and US dollar hegemony. *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*. <https://doi.org/10.1515/acl-2020-0053>
- García-Rodríguez, A. (2021). Initial coin offerings: A new trend in the market, ch.8. In K. Thomas (Ed.), *The Routledge handbook of FinTech*. Routledge.
- Howell, S. T., Niessner, M., & Yermack, D. (2020). Initial coin offerings: Financing growth with cryptocurrency token sales. *The Review of Financial Studies*, 33(9), 3925–3974. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz131>
- Lambert, T., Liebau, D., & Roosenboom, P. (2021). Security token offerings. *Small Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00539-9>
- Lynn, T., & Rosati, P. (2021). New sources of entrepreneurial finance. In M. Soltanifar, M. Hughes, & L. Göcke (Eds.), *Digital entrepreneurship: Impact on business and society* (pp. 209–231). Springer International Publishing.
- Massey, R., Dalal, D., & Dakshinamoorthy, A. (2017). Initial coin offering: A new paradigm. Deloitte.
- Mazzorana-Kremer, F. (2019). Blockchain-based equity and STOs: Towards a liquid market for SME financing? *Theoretical Economics Letters*, 9(5), 1534–1552. <https://doi.org/10.4236/tel.2019.95099>
- Myalo, A. S. (2019). Comparative analysis of ICO, DAOICO, IEO and STO. *Finance: Theory and Practice*, 23(6), 6–25. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2019-23-6-6-25>
- Piñeiro-Chousa, J., López-Cabarcos, M. Á., & Ribeiro-Soriano, D. (2021). The influence of financial features and country characteristics on B2B ICOs' website traffic. *International Journal of Information Management*, 59, 102332. <https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2021.102332>

- PwC/Strategy&. (2019). 5th ICO / STO report: A strategic perspective. PwC/Strategy&.
- Romero-Castro, N., Pérez-Pico, A. M., & Ulrich, K. (2022). ICOs, IEOs and STOs: Token sales as innovative formulas for financing start-ups. In *Financing startups: Understanding strategic risks, funding sources, and the impact of emerging technologies* (pp. 117-147). Cham: Springer International Publishing.
- Stefanoski, D., Sahin, O., Banusch, B., Fuchs, S., Andermatt, S., & Quertramp, A. (2020). Tokenization of assets. Decentralized finance (DeFi). Volume 1. Spot on: Fundraising & StableCoins in Switzerland. Ernst & Young.

