



**FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS**

**GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD**

**Empresas unicornio: algo más que una moda.**

Trabajo Fin de Grado presentado por Violeta Tamayo Virués, siendo la tutora del mismo la profesora María José Palacín Sánchez.

Vº. Bº. del Tutor/a/es/as:

Alumno/a:

D./Dña.

D./Dña.

Sevilla, junio de 2023





**GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD  
FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS**

**TRABAJO FIN DE GRADO  
CURSO ACADÉMICO [2022-2023]**

TÍTULO:

**EMPRESAS UNICORNIO: ALGO MÁS QUE UNA MODA.**

AUTOR:

**VIOLETA TAMAYO VIRUÉS.**

TUTOR:

**D<sup>a</sup>. MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ.**

DEPARTAMENTO:

**ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES.**

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

**ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD.**

RESUMEN:

En este trabajo de investigación se aborda el fascinante fenómeno de las empresas unicornio, un término referido a aquellas startups que alcanzan una valoración mínima de mil millones de dólares. Altas tasas de crecimiento, innovación disruptiva y fundadores experimentados son solo algunas de las características que definen a estas empresas, antaño muy poco comunes. Han captado una atención considerable debido a su capacidad para atraer grandes cantidades de inversión en las primeras fases del desarrollo, manteniendo su naturaleza privada. A medida que los unicornios buscan más financiación, tienen como alternativa salir a bolsa. Sin embargo, algunos han fracasado debido a problemas como la sobrevaloración. En última instancia, la etiqueta unicornio se ha convertido en un distintivo de prestigio y un indicador de la salud y vitalidad de un ecosistema emprendedor.

PALABRAS CLAVE:

**UNICORNIO; START-UP; CRECIMIENTO; COTIZACIÓN; ECOSISTEMA  
EMPRENDEDOR**



## ÍNDICE

1	CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1	INTRODUCCIÓN.....	1
1.2	OBJETIVOS.....	1
1.3	METODOLOGÍA.....	2
2	CAPÍTULO 2. EL FENÓMENO DE LAS EMPRESAS UNICORNIO.....	5
2.1	CONCEPTO: ORIGEN, DEFINICIÓN Y LIMITACIONES.....	5
2.2	FACTORES DESCRIPTIVOS DE LAS EMPRESAS UNICORNIO.....	6
2.2.1	Modelo de negocio.....	6
2.2.2	Estrategia de crecimiento: Blitzscaling.....	7
2.2.3	Figura del fundador.....	8
2.2.4	¿Por qué se mantienen como empresas no cotizadas o privadas?.....	9
2.3	INDUSTRIAS.....	10
2.4	MODELOS Y CRITERIOS DE VALORACIÓN.....	11
2.4.1	Métodos de valoración.....	11
2.4.2	Complejidad de la estructura financiera.....	11
2.4.3	Problemática de una valoración no ajustada.....	12
2.5	TENDENCIAS Y OPORTUNIDADES POTENCIALES.....	13
3	CAPÍTULO 3. CICLO DE VIDA DE LAS EMPRESAS UNICORNIO.....	15
3.1	ETAPAS DEL CICLO DE VIDA.....	15
3.1.1	Pre-seed.....	15
3.1.2	Seed.....	16
3.1.3	Serie A – Early Stage.....	16
3.1.4	Serie B – Growth Stage.....	16
3.1.5	Serie C y posteriores – Expansion Stage.....	17
3.2	MODALIDADES DE SALIDA A BOLSA.....	17
3.2.1	Oferta Pública Inicial (OPI).....	17
3.2.2	Fusiones y adquisiciones (M&A).....	18
3.2.3	Special Purpose Acquisition Companies.....	19
3.2.4	Direct listing (Cotización directa).....	20
4	CAPÍTULO 4. ECOSISTEMA EMPRENDEDOR.....	21
4.1	CONTEXTO GLOBAL.....	21
4.2	ECOSISTEMA EMPRENDEDOR DE EUROPA.....	24

4.3 ECOSISTEMA EMPRENDEDOR DE ESPAÑA. ....	27
4.3.1 Último unicornio español: Factorial.....	30
5 CAPÍTULO 5. CONCLUSIÓN.....	33

# CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN.

## 1.1 INTRODUCCIÓN.

En la actualidad, las startups han ganado popularidad entre emprendedores, inversores y medios de comunicación. Gran parte de esta atención se debe al fenómeno conocido como unicornio, término que utilizó por primera vez en 2013 la inversora de capital riesgo Aileen Lee. La narrativa que rodea a estas empresas no cotizadas cuya valoración alcanza los mil millones de dólares tiende a oscilar entre dos extremos: los cuentos de hadas y las historias de éxito. Algunos académicos sostienen que formar parte del exclusivo club de unicornios es símbolo de prestigio, pues beneficia a las empresas emergentes que buscan atraer a los mejores talentos, socios e inversores al destacarse entre la multitud.

De Massis et al. (2016) identifican cuatro recursos que explican el éxito de las empresas unicornio. En primer lugar, son compañías que presentan un tamaño organizativo relativamente pequeño, lo que les permite tomar decisiones estratégicas y aplicar medidas prácticas con agilidad. En segundo lugar, están fundadas y lideradas por empresarios experimentados, quienes han enfrentado a menudo situaciones de alto riesgo y fracasos. En tercer lugar, estas empresas reciben financiación de firmas de capital riesgo que la impulsan a desarrollar nuevos productos o servicios de forma rápida. Finalmente, hacen uso de plataformas digitales y las redes sociales para impulsar su negocio, dado que las innovaciones que ofrecen al público objetivo son principalmente digitales.

Estas características, que solían ser poco comunes, se observan con mayor frecuencia a medida que aumenta el número de unicornios. Además, aunque el umbral de valoración de mil millones de dólares para ser catalogada una empresa unicornio se estableció de forma arbitraria, los actores del mercado han demostrado que este hito representa ahora un umbral psicológico que ejerce una fuerte atracción. Las empresas unicornio son percibidas como compañías con una trayectoria destacada, capaces de proyectar una visión de lo que una empresa joven podría lograr en el futuro.

A medida que las empresas unicornio presentan mayor necesidad de financiación, tienen como alternativa recurrir al mercado público, siendo la Oferta Pública Inicial (OPI) uno de los mecanismos de salida a bolsa. Sin embargo, algunas compañías han enfrentado desafíos relacionados con la sobrevaloración, la falta de transparencia y la débil gobernanza corporativa. Estos problemas representan un riesgo tanto para los inversores como para los empleados y la economía en general. Por otra parte, los unicornios están sujetos a regulaciones menos estrictas y no están obligados a publicar información financiera de la misma manera que las empresas públicas. En estas circunstancias, los inversores deben basar sus decisiones en especulaciones y predicciones inciertas.

En definitiva, las startups unicornio han ganado reconocimiento y atractivo en el entorno empresarial actual. Si bien representan una oportunidad para destacar y atraer talento e inversión, también enfrentan desafíos relacionados con la sobrevaloración y la gobernanza corporativa. El estudio de estas empresas permite comprender mejor las dinámicas del mercado y los riesgos asociados con la inversión.

## 1.2 OBJETIVOS.

El objetivo principal de este trabajo es profundizar en el estudio de las empresas unicornio, un grupo distinguido de iniciativas empresariales que ha adquirido una gran notoriedad mediática y suscitado un amplio interés. De igual forma, estas empresas han sido capaces de captar una cantidad considerable de inversión privada. Como fenómeno

global, han dejado huella en el panorama empresarial al explotar oportunidades tecnológicas y de mercado excepcionales para establecer nuevos paradigmas en diversas industrias y categorías de mercado. No obstante, como ocurre con cualquier fenómeno nuevo, la investigación académica realizada sobre los unicornios ha sido bastante limitada.

Con el fin de alcanzar dicho objetivo, esta investigación se enfocará en varios aspectos clave. En primer lugar, se procederá a definir las características y variables que impulsan a las empresas de nueva creación a alcanzar el estatus de unicornio. Entre estas características se encuentran el modelo de negocio adoptado, la estrategia de crecimiento implementada, la figura del fundador y la preferencia por mantenerse como empresas privadas durante un periodo prolongado. Además, se analizará el ciclo de vida de las empresas unicornio, desde sus etapas iniciales como startups hasta su posterior consolidación o salida al mercado bursátil, con el objetivo de comprender los desafíos y oportunidades que enfrentan en cada fase de su desarrollo.

Otro aspecto relevante será evaluar los mecanismos de salida utilizados por las empresas unicornio, mediante los cuales pierden tal estatus. Se examinarán las distintas opciones de salida elegidas por estas empresas, como la Oferta Pública Inicial (OPI), las adquisiciones y fusiones, las SPAC y la cotización directa. Se analizarán los factores que influyen en la elección de un mecanismo de salida específico y se evaluará el impacto que estas salidas tienen en los inversores, empleados y en el mercado en general.

Así mismo, se evaluará el impacto económico y empresarial de las empresas unicornio, considerando su capacidad para generar empleo, fomentar la competencia y promover la innovación. También se examinará su influencia en la configuración de nuevas tendencias y oportunidades en el mercado global. La investigación se enfocará en determinar cómo estas empresas afectan la economía en general y su papel en la generación de empleo y en el impulso de la competitividad e innovación en sus respectivas industrias.

En resumen, esta investigación tiene como objetivo profundizar en el conocimiento de las empresas unicornio, analizando diversos factores. Se espera que los resultados obtenidos contribuyan al avance de la comprensión de este fenómeno y brinden una base sólida para futuros estudios y decisiones estratégicas en el ámbito empresarial.

### **1.3 METODOLOGÍA.**

Este documento recopila información de una selecta cantidad de investigaciones académicas encontradas sobre las empresas unicornio y extrae datos de sitios web financieros, siempre citando adecuadamente las fuentes utilizadas.

En concreto, se llevó a cabo una exhaustiva revisión de la literatura académica en relación con las empresas unicornio. Se analizaron investigaciones previas, estudios de caso, informes financieros y publicaciones relevantes con el fin de obtener una sólida base de conocimiento sobre el tema. Las fuentes utilizadas proceden principalmente de Google Académico, una plataforma reconocida que brinda acceso a numerosos artículos académicos y estudios científicos. Cabe mencionar, además, que gran parte de las fuentes consultadas están redactadas en inglés, debido a la amplia disponibilidad de información sobre el tema en ese idioma.

Por otro lado, algunas de las figuras presentadas en este trabajo han sido generadas mediante Excel, trasladando los datos y convirtiéndolos en gráficas que ilustran de manera clara y precisa los resultados requeridos. No obstante, otras proceden de plataformas reconocidas en el ámbito empresarial y financiero como CB Insights,



Dealroom, Pitchbook o Crunchbase. Así mismo, estas fuentes han sido de gran ayuda para el resto de la investigación.

En conclusión, la metodología empleada proporciona un marco sólido para abordar de manera rigurosa el estudio de las empresas unicornio. Al combinar una revisión bibliográfica minuciosa, la recopilación y análisis de datos, el enfoque cualitativo y una perspectiva multidisciplinaria, se pretende garantizar la validez y la objetividad de los resultados obtenidos en esta investigación.



## CAPÍTULO 2. EL FENÓMENO DE LAS EMPRESAS UNICORNIO.

### 2.1 CONCEPTO: ORIGEN, DEFINICIÓN Y LIMITACIONES.

Antes de abordar el concepto unicornio es necesario comprender de forma rigurosa qué es una start-up. En los últimos años se han atribuido muchas definiciones a este término, siendo una de las más consolidadas la presentada en el libro *The Startup Owner's Manual*: organización temporal en busca de un modelo de negocio escalable, repetible y rentable (Blank y Dorf, 2012, p. 16). Del mismo modo, otros autores como Ries (2011) la definen como una institución humana diseñada para ofrecer un nuevo producto o servicio en condiciones de máxima incertidumbre (p. 17) o señalan el crecimiento como el requisito indispensable para una start-up (Graham, 2012). A diferencia de las empresas convencionales, cuyo modelo de negocio se centra en recrear ideas ya existentes y afianzadas a través de procesos y tecnología igualmente establecidos y aceptados; las startups se apoyan en la investigación y el desarrollo para crear productos o servicios únicos y diferenciados (Escartín et al., 2020).

El origen del término unicornio tiene lugar en 2013, cuando Aileen Lee, fundadora del fondo de inversión Cowboy Ventures, se planteó qué probabilidades había de que una start-up alcanzara una valoración de mil millones de dólares. Para dar respuesta a esta pregunta, entre otras, el equipo de Cowboy Ventures creó una base de datos de empresas tecnológicas estadounidenses constituidas desde enero de 2003 y valoradas por inversores del mercado público o privado en más de mil millones de dólares (Lee, 2013). Las conclusiones del análisis, expuestas en el muy citado artículo "Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups", publicado por Lee (2013), revelaron que únicamente 39 compañías cumplían con este criterio, alrededor del 0,07% de las startups tecnológicas respaldadas por capital riesgo de aquel momento. Además, todas tenían en común características como una cultura empresarial sólida, un equipo fundador experimentado y la capacidad de proporcionar un producto o servicio único y altamente valorado en el mercado. La elección del término "unicornio", que hace referencia a una criatura mitológica, se debió precisamente a la (entonces) singularidad y dificultad para encontrar este tipo de organizaciones.

Cada vez son más las personas interesadas en este vocablo empresarial. Su estudio ha trascendido al ámbito del emprendimiento, la educación emprendedora y en documentos oficiales de política (Kuckertz et al., 2023). En la actualidad, las empresas unicornio se definen como compañías creadas hace menos de diez años que, sin cotizar en bolsa ni haber sido adquiridas por un tercero, alcanzan una valoración superior a los mil millones de dólares en su etapa de crecimiento a través de rondas de financiación. Resultan atractivas para los inversores, ya que experimentan un crecimiento acelerado y son capaces de generar un alto valor financiero en poco tiempo. Una aclaración importante es que si la empresa decide salir a bolsa (por ejemplo, mediante una Oferta Pública Inicial) pierde su condición de unicornio (Bastero, 2023).

Por último, el concepto unicornio presenta ciertas limitaciones. Su definición comprende dos elementos clave -entidad y valoración- siendo la entidad una empresa de nueva creación y la valoración superior a un umbral monetario determinado. El principal problema surge al poner en práctica el término start-up, cuya definición sigue siendo imprecisa. De acuerdo a Wilhelm (2019), el término no atiende al momento en el que la empresa debe alcanzar el umbral de valoración ni al periodo de tiempo que necesita

para mantenerse por encima de él. Considerando el momento, el término start-up no difiere en gran medida de unicornio. Aunque la ambigüedad en esta parte de la definición puede no parecer relevante una vez que una start-up ha superado el umbral de valoración, resulta crucial en un contexto previo, especialmente para los responsables políticos que buscan respaldar un tipo específico de empresa. Por otro lado, el segundo aspecto es conflictivo, pues un creciente número de empresas unicornio ha experimentado una disminución en su valoración poco después de alcanzar dicho estatus.

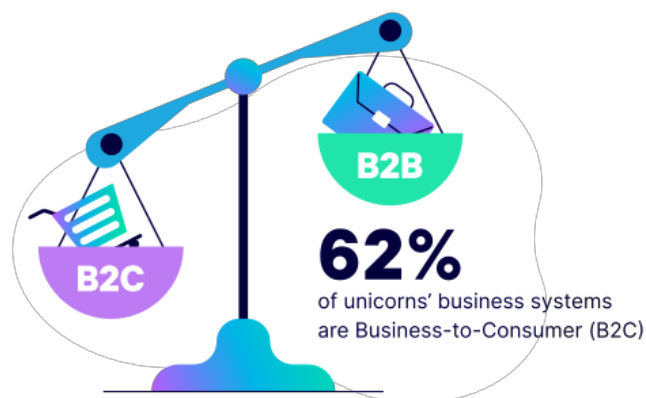
## **2.2 FACTORES DESCRIPTIVOS DE LAS EMPRESAS UNICORNIO.**

### **2.2.1 Modelo de negocio.**

Generalmente, los unicornios comienzan con el objetivo de revolucionar el mercado. A tal efecto, estas empresas suelen ingresar al mercado ofreciendo soluciones más simples y económicas que satisfacen las mismas necesidades que los productos de gama alta. En consecuencia, los consumidores muestran mayor inclinación hacia estos productos por su accesibilidad, mientras que la empresa gana terreno en el mercado paulatinamente, llegando incluso a dominarlo (Embroker, 2023). Esto se conoce como disrupción empresarial y hace alusión a cualquier tipo de innovación que provoque cambios drásticos y duraderos en la forma de actuar de las empresas de una determinada industria (Hottenstein, 2021).

Además, las empresas unicornio dependen de las nuevas tecnologías, ya que se benefician de ellas con la finalidad de escalar el negocio. El aprovechamiento de la tecnología les permite operar de manera más eficiente con menos recursos, ya sea a través de los sistemas de gestión de relación con el cliente (CRM), la computación en la nube o el software empresarial. Así mismo, muchas empresas unicornio están haciendo uso de la inteligencia artificial (IA) para automatizar procesos, ofrecer experiencias personalizadas a los usuarios o enriquecer el servicio al cliente (Embroker, 2023). Gracias a los avances tecnológicos, las empresas unicornio llaman la atención de los medios de comunicación, que actúan como intermediarios entre la start-up y el público o los inversores. De este modo, la empresa de nueva creación gana legitimidad y credibilidad. En especial, las redes sociales se han convertido en los canales más destacados para incrementar la visibilidad y reconocimiento de estas empresas (Santander, 2022).

Por otro lado, más del 60% de unicornios (Embroker, 2023) están orientados hacia el consumidor final, es decir, operan bajo un modelo de negocio B2C (acrónimo en inglés de "Business to Consumer", de empresa a consumidor). Se trata de ofrecer productos y servicios atractivos para los consumidores, de manera que es necesario identificar cómo mejorar la vida de un público objetivo específico. Además, los productos deben contar con un diseño de experiencia de usuario (UIX) intuitivo fácil de entender y utilizar para el cliente (Embroker, 2023).



**Figura 2.1. Las empresas unicornio son mayoritariamente B2C.**

*Fuente: Embroker (2023).*

Una estrategia clave utilizada por las empresas unicornio es el MVP (Minimum Viable Product o Producto Mínimo Viable), consistente en lanzar una versión inicial y simplificada del producto que cumpla con los requisitos mínimos de los consumidores. Este sistema permite a las startups maximizar la eficiencia al probar y ajustar repetidamente sus MVP en función de la interacción de los usuarios (Ries, 2011). De esta forma, se minimiza el riesgo de invertir en un producto completo que no sea exitoso en el mercado y, por consiguiente, se maximizan las oportunidades de éxito en dicho mercado.

### 2.2.2 Estrategia de crecimiento: Blitzscaling.

Las startups unicornio están orientadas al crecimiento. Un argumento comúnmente planteado es que estas compañías priorizan desde el inicio el crecimiento sobre la rentabilidad con el objetivo de adquirir rápidamente una amplia base de clientes y atraer a los inversores. En otras palabras, desatienden la obtención de beneficios en etapas tempranas. Por su parte, los inversores privados esperan ser recompensados a largo plazo, confiando en el éxito futuro de la empresa (Testa et al., 2022).

Hoy en día, las innovaciones disruptivas están dando lugar a la creación de un número considerable de startups multimillonarias. Los inversores de capital riesgo juegan un papel clave en acelerar su crecimiento al inyectarles una cantidad significativa de dinero. La estrategia de financiar una empresa cuyo único fin es lograr un rápido crecimiento, primando la velocidad sobre la eficiencia en un entorno de incertidumbre, se denomina "blitzscaling" (Kuratko et al., 2020). Este término fue introducido por Reid Hoffman, cofundador de LinkedIn y de PayPal, durante un curso llamado "Technology-enabled blitzscaling" en la Universidad de Stanford (Sullivan, 2016).

Una empresa emergente adopta una estrategia de blitzscaling para alcanzar el estatus de scale-up y tener así el potencial suficiente para convertirse luego en unicornio (Hoffman y Yeh, 2018). En concreto, Hoffman identificó tres características distintivas del blitzscaling: el crecimiento rápido, el crecimiento mediante el aprovechamiento de una ventaja competitiva y el crecimiento a escala global (Sullivan, 2016). Como consecuencia del enfoque en el crecimiento, algunas empresas pueden carecer de tiempo para realizar experimentos exhaustivos y perfeccionar y maximizar la eficiencia de su producto. Por ello, Hoffman y Yeh (2018) proponen en su libro que las startups deberían lanzar un producto que les avergüence. En otras palabras, desarrollar un

Producto Mínimo Viable. No obstante, es importante destacar que la estrategia de blitzscaling no es apta para todos los sectores, ya que en áreas como la industria farmacéutica o la atención médica es más complicado implementar un MVP. En el caso de productos intangibles como el software, esta estrategia puede resultar más adecuada debido a la capacidad de rápida actualización con menor dificultad.

Finalmente, el blitzscaling ofrece tres beneficios clave. En primer lugar, permite a las empresas alcanzar un crecimiento acelerado, un objetivo fundamental para las empresas unicornio. El segundo beneficio radica en la posibilidad de generar un mayor impacto en la sociedad, pues mientras que el producto o servicio ofrecido puede ser simplemente útil, poner en práctica la estrategia de blitzscaling es notable en sí misma. Sin embargo, desarrollar un negocio de altos ingresos a través del blitzscaling puede ayudar a crear proyectos futuros de mayor impacto con los fondos financieros disponibles (Soellner, 2019). La tercera ventaja es el dominio del monopolio. De hecho, cuanto más rápido crece una empresa, más probabilidades tiene de dominar su mercado. Las startups que aplican el blitzscaling a menudo se convierten en monopolios sin haberlo planeado inicialmente. Esta posición dominante ofrece varias ventajas, como buscar financiación adicional de inversores, impulsar la innovación y la protección mediante la adquisición de competidores, así como fortalecer su visibilidad y marca (Soellner, 2019).

### **2.2.3 Figura del fundador.**

El éxito de una empresa está ligado a las personas que la impulsan. En efecto, los unicornios dependen en gran medida del capital humano para obtener una ventaja competitiva. El fundador de una empresa unicornio debe ser capaz de reconocer y aprovechar las oportunidades externas que surgen en su entorno empresarial. Según Barringer et al. (2005), a menudo, los inversores y otras partes interesadas evalúan el potencial de estas compañías considerando las cualidades de sus fundadores. De hecho, uno de los criterios de mayor relevancia que tienen en cuenta los inversores de capital riesgo a la hora de financiar una empresa es la capacidad del emprendedor para llevar a cabo la visión y estrategia de manera eficaz. Esta evaluación se basa en factores como la experiencia previa en el sector, el nivel educativo o la trayectoria empresarial.

La experiencia previa en la fundación de empresas tiene un impacto significativo en la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre, algo inherente a las empresas de nueva creación (Mullins, 1996). Se considera que los fundadores con experiencia toman decisiones más acertadas en comparación con aquellos que son relativamente inexpertos, ya que conocer todo el proceso les proporciona conocimiento sobre qué hacer, cómo hacerlo y qué errores evitar (Barringer et al., 2005). Además, los emprendedores con un historial exitoso tienen más probabilidades de obtener financiación y tener éxito a largo plazo (Gompers et al., 2010).

En cuanto a la formación académica, la percepción general es que cuanto mayor es el nivel educativo del fundador o equipo fundador, mayores son sus habilidades y capacidad para gestionar una start-up con éxito. Especialmente en campos que involucran conocimientos tecnológicos, ingeniería, química, entre otros, una sólida formación educativa puede ejercer una influencia determinante al emprender un nuevo negocio. Los emprendedores procedentes de universidades de renombre captan la atención de prestigiosas firmas de capital riesgo, lo que les permite escalar rápidamente (Tamaseb, 2021).

Al mismo tiempo, el tamaño del equipo fundador o el fundador como único individuo es un elemento importante que influye en el crecimiento de una empresa. En investigaciones previas, se ha asumido que los equipos más grandes tienen la capacidad de reunir una mayor cantidad de activos, tanto tangibles como intangibles,

necesarios para iniciar y expandir un negocio en comparación con empresas fundadas por individuos solitarios (Eisenhardt y Schoonhoven, 1990; Wasserman, 2012). Esta suposición se basa, en parte, en la idea de que las nuevas empresas requieren una combinación de habilidades y recursos que es poco probable que posea una única persona. En definitiva, un equipo de mayor tamaño puede ofrecer una mayor diversidad, generar ideas más creativas y es capaz de asumir más riesgos, ya que todos los miembros pueden compartirlos.

#### **2.2.4 ¿Por qué se mantienen como empresas no cotizadas o privadas?**

Las empresas unicornio se caracterizan por ser privadas, lo cual resulta evidente puesto que todas las startups son empresas de naturaleza privada. Sin embargo, hay una explicación de por qué deciden mantenerse privadas incluso después de alcanzar una valoración de mil millones de dólares. De hecho, cuando una empresa unicornio decide cotizar en bolsa, por ejemplo, a través de una oferta pública inicial (OPI), deja de formar parte de la exclusiva lista de unicornios (Cheldi, 2021).

Existe una amplia literatura que estudia las razones que llevan a las empresas a cotizar en bolsa (Ritter y Welch, 2002; Lowry et al., 2017). Por un lado, pueden acceder a la financiación procedente del mercado bursátil para impulsar su crecimiento y abastecerse de los recursos indispensables para llevar a cabo su plan estratégico. Por otro lado, brindan a los accionistas privados la oportunidad de conseguir liquidez, materializar el valor de sus acciones y diversificar su patrimonio. En ocasiones, esta decisión puede responder a una combinación de ambos motivos (Furió, 2018). No obstante, salir a bolsa también presenta riesgos o desventajas. Entre ellos se encuentran los costes asociados a la salida, la pérdida de autonomía de decisión del directivo y la pérdida de confidencialidad, ya que una empresa pública está sujeta a más restricciones legales y debe revelar más información que una empresa privada (Boot et al., 2006).

Dado que el fenómeno de los unicornios es un fenómeno reciente, debe explicarse a través de los cambios que se han producido en la década de los 2000 y que han hecho que la salida a bolsa sea menos atractiva para las empresas emergentes que terminan convirtiéndose en unicornios. Según el estudio realizado por Davydova et al. (2022), la aparición de los unicornios se debe a dos razones.

En primer lugar, alcanzar el estatus de unicornio permite a las empresas acceder a fuentes de financiación distintas de las tradicionales de capital riesgo, como inversores corporativos, fondos de cobertura (hedge funds), fondos mutuos (mutual funds) o fondos soberanos. De manera que los beneficios relacionados con la financiación y la liquidez asociados a ser una empresa pública han disminuido debido al mayor acceso a la financiación privada. En el mundo anterior al unicornio, las empresas privadas eran financiadas por inversores de capital riesgo con un horizonte bien definido y estrictas limitaciones regulatorias acerca de su capacidad para captar fondos, lo que se traducía en una oferta limitada de capital y presión sobre las startups para que se hicieran públicas (De Fontenay, 2017; Ewens y Farre-Mensa, 2020). Desde entonces, los avances en la captación de capital en los mercados privados han hecho posible que las empresas sigan siendo privadas indefinidamente (De Fontenay y Rauterberg, 2021, p. 2).

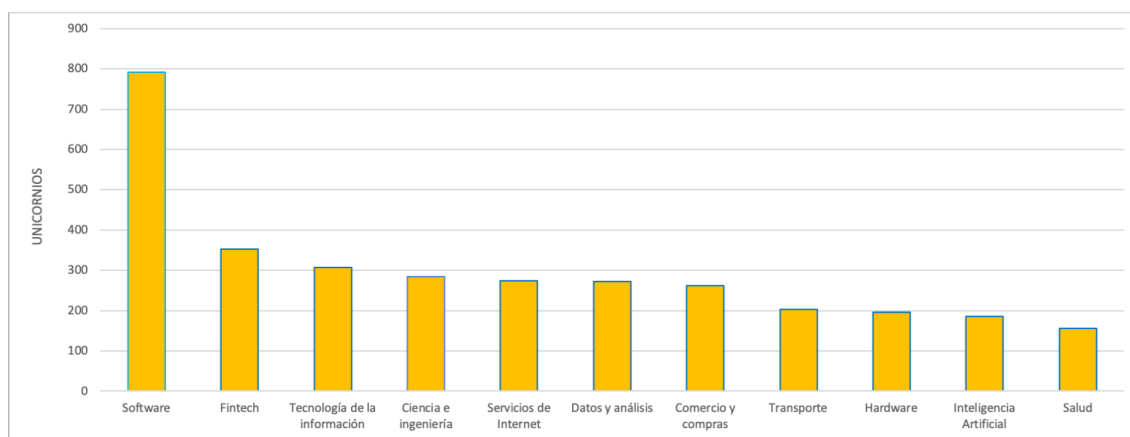
En segundo lugar, ha surgido un nuevo tipo de empresa que depende en mayor medida del capital organizativo y de los efectos de red. La literatura identifica el gasto en dos tipos distintos de activos intangibles: investigación y desarrollo (I+D) y capital

organizativo. El primer tipo suele traducirse en patentes que protegen los derechos de propiedad de la empresa innovadora. El segundo tipo corresponde a los conocimientos utilizados para combinar en sistemas las aptitudes humanas y el capital físico con el fin de producir y suministrar productos (Evenson y Westphal, 1995). Las empresas cuyo modelo de negocio se centra en el desarrollo del capital organizativo retrasan su salida a bolsa hasta que han acumulado suficientes activos intangibles para captar al menos algunos de los efectos de red o economías de escala en los que se basa dicho modelo. Además, el coste de cotizar en bolsa es alto, incluso con valoraciones privadas elevadas, ya que la inversión en activos intangibles es difícil de proteger mediante patentes y lleva asociados elevados costes de divulgación pública.

Es importante señalar que la aparición de estas empresas es posible en parte gracias a la mayor financiación disponible para las empresas con valoraciones privadas elevadas. Si no dispusieran de esa financiación, las empresas que dependen del capital organizativo y que adquieren valor gracias a las economías de escala y de alcance se harían públicas demasiado rápido y posiblemente fracasarían, o no existirían en absoluto.

### 2.3 INDUSTRIAS.

Con el fin de obtener una mejor comprensión del crecimiento exponencial de los unicornios, resulta crucial examinar las industrias en las cuales han logrado generar valor agregado (Bethlendi y Szócs, 2022). El denominador común de estas industrias es la tecnología. Según los datos de Crunchbase, algunos de los principales sectores en los que operan las empresas unicornio son: software B2B como servicios o SaaS, fintech, tecnología de la información, ciencia e ingeniería, servicios de Internet, datos y análisis, comercio y compras, transporte, hardware, inteligencia artificial o salud. En la figura 2.2. se aprecia esta distribución.



**Figura 2.2. Principales sectores por número de unicornios.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de Crunchbase (2023).*

Entre otros, los proveedores de servicios sanitarios, software de Internet o comercio electrónico suelen abastecer a sus clientes a través de una plataforma digital. En cuanto a las empresas de tecnología financiera, prestan servicios de pago, operando en áreas que tradicionalmente han sido ocupadas por bancos y otras instituciones financieras. Además, los proveedores de IA ofrecen soluciones para gestionar la creciente cantidad de datos que genera el funcionamiento de estas plataformas (McKinsey, 2021).

Es importante aclarar que diversos estudios ofrecen perspectivas variadas respecto a las industrias o sectores donde operan las empresas unicornio, ya sea por los criterios utilizados para definir las industrias o por la evolución constante de los unicornios.



## **2.4 MODELOS Y CRITERIOS DE VALORACIÓN.**

### **2.4.1 Métodos de valoración.**

No hay un método universalmente aceptado para determinar el valor de una empresa unicornio, al igual que ocurre con cualquier empresa emergente. Los inversores emplean diversas metodologías para estimar el valor de una start-up. Se suele afirmar que la valoración de startups es más un arte que una ciencia, ya que implica un grado significativo de subjetividad y juicio (Montani et al., 2020). De hecho, en ocasiones la valoración de una empresa se convierte en un punto de disputa entre los fundadores y los inversores, pues salen a relucir los intereses contrapuestos de las distintas partes involucradas en la valoración (Dhochak y Doliya, 2020). Aunque esta tensión puede ser problemática, también señala la necesidad de alcanzar un valor justo: las partes deben estar alineadas financieramente para tomar decisiones acertadas (Lynch, 2021).

A diferencia de las empresas consolidadas, las nuevas empresas carecen de historial, beneficios pasados y rendimientos de la inversión, entre otros factores. Independientemente del modelo de valoración utilizado, los inversores buscan información contextual para establecer una valoración razonable (Lynch, 2021). Además de los indicadores de mercado, en la mayoría de las valoraciones de startups intervienen factores externos (la ubicación, la industria y el mercado), así como factores internos (la composición, la habilidad y la experiencia del equipo de gestión de la start-up). Una vez más, la principal dificultad en cualquier valoración radica en la escasez de información. Si a esto se suma el creciente interés de los inversores, las tecnologías exclusivas y las ingentes cantidades de financiación involucradas, determinar el valor de los unicornios puede resultar aún más complicado que para una empresa emergente promedia.

Uno de los modelos básicos para asignar un valor a las empresas de nueva creación es el método venture capital, que se centra en la tasa de rendimiento esperada de la inversión en el momento de la salida a bolsa. Otro modelo de valoración reconocido es el método Berkus, que asigna una cantidad en dólares a los progresos en materia de comercialización de bienes o servicios que han realizado las startups. Además, existe el método Scorecard, que considera el valor promedio de las transacciones de las empresas emergentes en el área geográfica circundante, en base a una serie de características claves de la empresa. Por último, también se emplea el método de suma de factores de riesgo, que evalúa doce características de la start-up en cuestión y las compara con otras empresas del mercado (Hudson, 2015).

### **2.4.2 Complejidad de la estructura financiera.**

Tal y como se mencionó al comienzo de este trabajo, existe cierta incertidumbre con la parte de la definición de unicornio relativa a la valoración. La valoración de las empresas unicornio se realiza antes de su entrada al mercado y, a diferencia de las empresas que cotizan en bolsa, las acciones de las startups no se negocian en los mercados financieros (Pollman, 2012). En cambio, la valoración de una start-up representa la visión más reciente del inversor, lo cual no necesariamente refleja un valor objetivo, sino más bien el precio que un inversor estuvo dispuesto a pagar después de un proceso de negociación altamente subjetivo (Köhn, 2018).

La valoración de las empresas unicornio supone un desafío considerable debido, en gran medida, a la extrema complejidad de sus estructuras financieras. A diferencia de las empresas cotizadas, que generalmente emiten una única clase de acciones ordinarias, las empresas respaldadas por capital riesgo tienden a crear una nueva clase

de acciones cada 12-24 meses cuando recaudan fondos. Para el estudio de la estructura financiera, Gornall y Strebulaev (2017) desarrollaron un modelo de valoración para empresas respaldadas por capital riesgo y lo aplicaron a 135 unicornios estadounidenses. Por tanto, pueden existir variaciones respecto a empresas unicornio de otras regiones.

Descifrar la estructura financiera de un unicornio es difícil por dos razones. Por un lado, las acciones emitidas por este tipo de compañías difieren completamente de la deuda, las acciones ordinarias y los títulos preferentes que se negocian habitualmente en los mercados financieros. En su lugar, los inversores de las empresas unicornio reciben acciones preferentes convertibles que brindan tanto protección ante posibles caídas en el valor, a través de la antigüedad; como potencial al alza, en forma de opción convertible en acciones ordinarias (Gornall y Strebulaev, 2017).

Por otro lado, las acciones presentan diferencias significativas no solo entre empresas, sino también entre las distintas rondas de financiación de una misma empresa. Además, las distintas clases de acciones suelen tener distintos derechos de flujo de caja y de control. La determinación de los derechos de flujo de caja en escenarios de pérdidas es fundamental para gran parte de las finanzas corporativas, y las diversas clases de acciones emitidas por las empresas respaldadas por capital riesgo suelen tener retribuciones drásticamente diferentes en tales situaciones. Cada clase tiene una rentabilidad específica y estas garantías de rendimiento se clasifican según su antigüedad con respecto a las acciones ordinarias (normalmente en manos de los fundadores y empleados, ya sea como acciones u opciones sobre acciones), que se sitúan por debajo de las acciones preferentes emitidas en etapas anteriores y, a menudo, por debajo de las acciones preferentes emitidas más recientemente (Gornall y Strebulaev, 2017).

### **2.4.3 Problemática de una valoración no ajustada.**

En virtud del carácter privado de las empresas unicornio, la valoración plantea desafíos debido a la falta de información relevante y datos financieros disponibles. Sornborger (2021) afirma que las valoraciones de las empresas privadas pueden reducirse al valor actual de los beneficios futuros, que se asienta únicamente en proyecciones y especulaciones. De esta forma, la sobrevaloración de los unicornios se produce porque los inversores presuponen que el modelo de negocio y la singularidad característicos de estas compañías las conducen a valoraciones más altas en comparación con empresas públicas similares y comparables. Estas últimas ya han sido influenciadas por el mercado público y han revelado toda su información al público, lo que les otorga una valoración más realista. Se considera entonces que un unicornio está sobrevalorado cuando su valoración previa a la Oferta Pública Inicial (OPI) supera la de empresas comparables (Ai, 2020).

No disponer de valoraciones precisas es problemático por varias razones. Cuando los unicornios están sobrevalorados, como es habitual, se desencadenan una serie de efectos negativos (Lynch, 2021). En primer lugar, una valoración excesivamente alta puede provocar pérdidas de tiempo y de dinero tanto a los inversores como a los empleados de la start-up (Savchuk, 2020). Adicionalmente, los empleados se enfrentan a perder sus puestos de trabajo y más tarde, tener dificultades para encontrar trabajo en otras empresas grandes y competitivas, ya que el fracaso de un unicornio no supone un estímulo positivo en el currículum, tal como habían anticipado de manera razonable (Fiegerman y O'Brien, 2019).

De acuerdo con Alon-Beck (2019), la promesa de poseer una parte de una start-up unicornio puede ser un incentivo para atraer a empleados con conocimientos técnicos y experiencia que de otro modo serían difíciles de alcanzar. Además, ofrecer opciones

sobre acciones complementa los salarios de los empleados y compensa la falta de liquidez, un problema típico de las empresas emergentes. Por tanto, si una empresa unicornio sale a bolsa a un valor considerablemente menor de lo esperado, las opciones sobre acciones del empleado prácticamente carecen de valor. Por lo tanto, es de vital importancia que los empleados cuenten con una valoración precisa de la empresa para la cual trabajan.

En última instancia, inflar de forma sistemática el valor de los unicornios podría incluso provocar el estallido de una burbuja similar a la ocurrida con las empresas puntocom (Wright, 2018). Algunos analistas argumentan que las elevadas valoraciones de tantas empresas constituyen una preocupante espuma en los mercados (Chen, 2023). Aunque es posible que el aumento de las startups de alto valor sea simplemente un efecto secundario positivo de la innovación (Chen, 2023), algunos expertos creen que la sobrevaloración de los unicornios indica que pronto estallará la burbuja tecnológica y la era de los unicornios exitosos será efímera (Wright, 2018). Para evitar la formación de burbujas, es fundamental contar con pronósticos más fiables y evitar que los inversores inviertan en empresas poco rentables (Wright, 2018).

En definitiva, resulta imprescindible realizar valoraciones adecuadas de las empresas unicornio. Sin cifras realistas, los inversores, los empleados y los mercados se verán perjudicados. Además, si los inversores de capital riesgo consideran que la burbuja tecnológica ha estallado o está a punto de hacerlo, será menos probable que inviertan en estas grandes empresas privadas (Lynch, 2021).

## **2.5 TENDENCIAS Y OPORTUNIDADES POTENCIALES.**

Un acontecimiento reciente que aceleró la transformación digital en diversos sectores fue la pandemia mundial. Por un lado, el impacto negativo en la economía llevó al 70 % de las startups de todo el mundo a rescindir contratos de trabajo, disponiendo únicamente de recursos mínimos para hacer frente a la crisis durante unos meses más (Bărbulescu et al., 2021). No obstante, las empresas unicornio fueron capaces de responder con dinamismo a la adversidad, especialmente porque su modelo de negocio les permitió adoptar innovaciones digitales específicas para satisfacer las necesidades del mercado rápidamente (De Massis et al., 2016). La consultora PwC (2022) señala cinco tendencias que determinarán el resto de la presente década.

En primer lugar, el crecimiento del comercio electrónico y la economía de plataforma generó una creciente demanda de soluciones de pago digitales transparentes, transfronterizas y altamente escalables. En segundo lugar, el surgimiento de los vehículos eléctricos marcó el inicio de nuevos ecosistemas dentro de la industria automovilística, la logística, el sector de la energía y los servicios financieros. Sin embargo, para que los vehículos autónomos se consoliden en el mercado tiene que darse un nivel de aceptación cultural y normativa para alcanzar la escala y madurez necesarias. Luego, durante la pandemia la demanda de los productos y servicios de tecnología educativa, conocida como Edtech, así como los videojuegos, aumentó considerablemente. La convergencia del 5G, el metaverso y las criptomonedas tendrán importantes implicaciones en la economía y en la sociedad, pues estos tres elementos reúnen el potencial para crear una economía 3.0. La cuarta tendencia afecta a la industria de la movilidad (centrada en el desplazamiento de personas), dado que tras la pandemia se vio obligada a realizar un pivote notable para distribuir alimentos y otros artículos. Finalmente, como consecuencia del cambio en el modo de acceso a los servicios médicos, se digitalizó la industria de la salud y el bienestar (PwC, 2022).



## CAPÍTULO 3. CICLO DE VIDA DE LAS EMPRESAS UNICORNIO.

### 3.1 ETAPAS DEL CICLO DE VIDA.

Las empresas emergentes atraviesan un proceso evolutivo en su ciclo de vida. Cada etapa presenta distintas necesidades y objetivos, desde la fase inicial conocida como pre-seed o pre-semilla, hasta las fases de crecimiento y expansión. En alguna de estas fases la start-up podrá alcanzar una valoración de mil millones de dólares y convertirse en unicornio. El análisis de estas etapas proporciona una comprensión más profunda de los desafíos, las oportunidades y las transformaciones que caracterizan el camino hacia el éxito de las empresas tecnológicas más disruptivas y valiosas (BBVA, 2023).

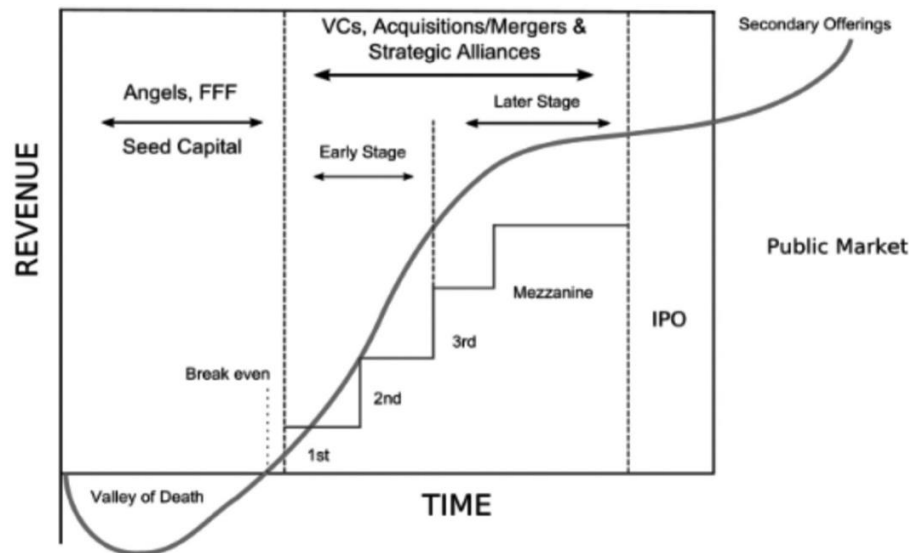


Figura 3.1. Ciclo de vida de una start-up.

Fuente: Escartín et al. (2021).

#### 3.1.1 Pre-seed.

En la etapa Pre-seed o Pre-semilla, el emprendedor concibe y estructura su idea de negocio con el propósito de crear un producto o servicio que resuelva una problemática presente en el mercado u ocupar un nicho aún no explotado (BBVA, 2023). Todavía no existe un producto mínimo viable ni un modelo de negocio consolidado (Startups' Oasis, 2020). La inversión en esta fase se destina casi en su totalidad a I+D+i (Investigación, Desarrollo e innovación). Es importante considerar que no hay clientes ni se generan ingresos. De hecho, se trata de una fase con un alto nivel de incertidumbre respecto a la supervivencia de la organización (Escartín et al., 2020).

Existen diversas vías para obtener fondos y cubrir los gastos iniciales. Entre ellas se encuentran la financiación de los propios fundadores; aquella procedente de las personas cercanas a los socios, denominada Triple F (Family, Fools & Friends); los Business Angels, que son inversores profesionales que aportan capital y recursos

intangibles a la empresa a cambio de una participación accionaria; la financiación pública y las incubadoras y aceleradoras (Blast Off Partners, 2021).

### **3.1.2 Seed.**

La etapa Seed o Semilla representa un momento crítico en el ciclo de vida de una start-up, ya que la empresa intenta dar salida a su proyecto a través de un modelo de negocio apropiado y eficiente. La idea de negocio se materializa con la creación de un producto mínimo viable (Barrozo, 2018). En esta etapa se necesitan recursos para cubrir los gastos asociados al lanzamiento del producto, el desarrollo de su imagen mediante estrategias de marketing y publicidad y la contratación del personal.

En este momento es esencial recurrir al denominado seed capital (capital semilla). En comparación con el capital riesgo (o venture capital), este tipo de financiación se obtiene en una etapa más temprana, y el criterio de inversión se basa principalmente en la percepción de firmeza de la idea, en lugar de la capacidad de generar flujo de caja en el futuro (Escartín et al., 2020). Así mismo, también se pueden obtener fondos de los inversores que participaron en la fase anterior.

### **3.1.3 Serie A – Early Stage.**

En esta fase, el producto o servicio ya está en circulación en el mercado y ha logrado captar suficiente interés por parte del público. Sin embargo, la empresa puede realizar modificaciones atendiendo a las opiniones de los usuarios. De este modo, el producto mínimo viable se transformará en el producto final que satisfaga las demandas del consumidor (BBVA, 2023). Además, en las rondas de financiación de la Serie A es fundamental contar con un plan que garantice rentabilidad a largo plazo, pues a menudo las empresas presentan ideas innovadoras que pueden atraer a una amplia base de clientes, pero deben saber cómo convertir esas ideas en ingresos sostenibles a lo largo del tiempo (Startups' Oasis, 2020).

A pesar de haber superado el punto de equilibrio (momento en el cual los ingresos de la empresa cubren todos los gastos), la compañía aún enfrenta desafíos de liquidez significativos y requiere una inyección sustancial de capital por parte de agentes externos. Igualmente, los fondos se destinan a impulsar el crecimiento de la empresa, a continuar desarrollando el modelo de negocio y a aumentar la plantilla (Startups' Oasis, 2020). Las fuentes de financiación más habituales de la Serie A son: Business Angels y fondos de capital riesgo (también llamados fondos de venture capital). A diferencia de los Business Angels, los fondos de capital riesgo no están constituidos por inversores particulares, sino que son fondos de inversión especializados que aportan grandes sumas de capital en diferentes rondas de financiación (Escartín et al., 2020).

### **3.1.4 Serie B – Growth Stage.**

La etapa de crecimiento, conocida como Growth Stage, se caracteriza por su larga duración. La start-up ha logrado consolidarse en el mercado de su sector, generando beneficios estables. Además, cuenta con una base sólida de clientes regulares y métricas positivas que le permiten establecer una estrategia de crecimiento más precisa, respaldada por una captación de clientes previamente testada (Startups' Oasis, 2020).

A medida que la empresa aumenta su inversión en desarrollo, la necesidad de financiación externa es mayor, puesto que la rentabilidad que obtiene en esta fase no es suficiente para cubrir todos los gastos. Por lo tanto, la financiación externa desempeña un papel crucial, al igual que el flujo de efectivo, para satisfacer las necesidades operativas diarias. Una vez que la start-up logra generar un flujo de efectivo

positivo, puede enfocarse en desarrollar estrategias de expansión que le permitan competir de manera más agresiva y demostrar la estabilidad de su modelo de negocio (Startups' Oasis, 2020).

A partir de este momento, la start-up adquiere el respaldo financiero necesario para acceder a canales de financiación más convencionales. Como resultado, coexisten diversas fuentes, como la autofinanciación, las firmas de capital privado y los bancos de inversión, así como otros agentes que se han sumado a lo largo de las etapas anteriores del ciclo (Escartín et al., 2020).

### **3.1.5 Serie C y posteriores – Expansion Stage.**

Cuando el producto se ha afianzado en el mercado, la start-up puede explorar oportunidades en un mercado más amplio, adentrándose en nuevos nichos, mercados o lugares donde la entrada sea impactante. Esta etapa es crucial, dado que implica riesgos significativos, y la elección adecuada del sector o lugar al que expandirse puede tener un impacto determinante en el futuro de la empresa (Startups' Oasis, 2020).

A lo largo de las distintas etapas del ciclo de vida, las startups pueden encontrar diversos desafíos. Sin embargo, aquellas que logran llegar a esta fase deberían estar en camino hacia la expansión. En este momento, las startups buscan obtener fondos adicionales procedentes de fondos de capital riesgo o fondos soberanos (también conocidos como hedge funds) que les permitan abarcar nuevos mercados, desarrollar otra clase de productos e incluso adquirir otras empresas (Startups' Oasis, 2020).

## **3.2 MODALIDADES DE SALIDA A BOLSA.**

Los unicornios, a pesar de su capacidad para captar una amplia variedad de capital privado, tienen como último fin seguir creciendo y ofrecer rendimiento a sus inversores, pues algunos de ellos buscarán obtener dinero. Dado que permanecer en el ámbito privado limita el potencial de crecimiento de este tipo de organizaciones, las empresas unicornio pueden optar por cotizar en bolsa. La edad promedio de las empresas unicornio que optan por salir a bolsa se sitúa entre 8 y 10 años. Lograr una salida exitosa requiere una preparación considerable, pues muchos unicornios se enfrentan a una serie de desafíos cuando se acerca el momento, entre ellos la acumulación de pérdidas o valoraciones poco realistas (Curwen, 2019).

Los fundadores generalmente evitan la salida a bolsa debido a los costes asociados, la divulgación de información y también para preservar su espíritu emprendedor. No obstante, supone una vía de acceso a mayor capital que de otro modo sería difícil encontrar y valida la posición legítima de la empresa en el mercado, de acuerdo con un informe de la firma financiera EY (2019). En cuanto a los mecanismos de salida más conocidos para las empresas unicornio se incluyen la Oferta Pública Inicial (OPI), las fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés), las Sociedades de Adquisición con Propósito Especial (SPAC) y las cotizaciones directas.

### **3.2.1 Oferta Pública Inicial (OPI).**

Se distinguen dos tipos de Oferta Pública Inicial (OPI): la Oferta Pública de Venta (OPV) y la Oferta Pública de Suscripción (OPS). Estas dos modalidades representan diferentes enfoques para la emisión y oferta de acciones al público en general.

En relación a la OPV, una empresa que ya cotiza en bolsa decide ofrecer al público la oportunidad de adquirir acciones existentes de la compañía. En otras palabras, los accionistas actuales tienen la posibilidad de vender sus acciones al público inversor. El objetivo primordial de una OPV radica en proporcionar liquidez a los accionistas existentes, permitiéndoles obtener beneficios económicos o ajustar su participación accionarial en la empresa (Bolsa y Mercados Españoles [BME], 2022).

Por otro lado, la OPS implica la emisión de nuevas acciones que son puestas a disposición del público para su suscripción, siendo esta la diferencia existente respecto a la OPV. En este caso, la empresa emite y oferta acciones recién creadas, con el propósito de recaudar capital para financiar el crecimiento y las operaciones de la compañía. A través de las OPS, la empresa busca atraer inversores interesados en participar en su crecimiento y obtener una participación accionarial en la misma (BME, 2022).

Adicionalmente, de acuerdo con la Guía para salir a Bolsa de la BME (2022), estas operaciones pueden incluir lo que se conoce como opción greenshoe o acuerdo de suscripción, en el cual el suscriptor tiene el derecho de vender un mayor número de acciones a los inversores de lo que inicialmente se había planificado por parte del emisor. Este mecanismo se implementa comúnmente cuando existe una sobreventa de la emisión, es decir, cuando la demanda supera la oferta inicialmente prevista.

Es importante destacar que el proceso de OPI puede implicar diferentes etapas y consideraciones específicas en función de la empresa y el contexto en el que se lleva a cabo. Además, ambas modalidades son reguladas por entidades de supervisión y cumplen con requisitos legales y normativos específicos, garantizando así la protección de los inversores y la transparencia en los mercados financieros.

### **3.2.2 Fusiones y adquisiciones (M&A).**

Las fusiones y adquisiciones, conocidas como M&A (Mergers and Acquisitions) por sus siglas en inglés, son operaciones frecuentadas en el ámbito empresarial como estrategia de crecimiento externo. Consisten en la compra, participación, unión o control de una o más compañías, así como de activos de otras organizaciones. De esta forma, se hace efectiva la transacción de la propiedad. No obstante, las fusiones y adquisiciones no son conceptos idénticos, y es fundamental comprender las diferencias entre ambas para tomar decisiones informadas (Pérez, 2021).

Respecto a la fusión de empresas, se trata de un proceso mediante el cual al menos dos empresas se integran para formar una tercera entidad, que es el resultado de la combinación de ambas. Aunque idealmente se busca que la relación entre las empresas fusionadas sea justa y equitativa, la realidad ha demostrado que siempre hay una cierta dominancia por parte de una de las partes, aunque sea mínima. Una de las características de las fusiones es que al menos una de las empresas involucradas en la operación pierde la personalidad jurídica (Pérez, 2021). Esto significa que, una vez que se completa la fusión, la entidad resultante se convierte en una nueva entidad legalmente dependiente de las empresas originales.

Las fusiones en empresas unicornio pueden tener múltiples objetivos, por ejemplo, aprovechar sinergias y fortalezas complementarias, expandir su presencia en el mercado, diversificar su oferta de productos o servicios, y acceder a nuevos segmentos de clientes. También pueden ser impulsadas por el deseo de mejorar la posición competitiva de la empresa, adquirir tecnología o talento adicional y acelerar su crecimiento (Pérez, 2021).

En cuanto a las adquisiciones, se refiere a un acuerdo que permite a una empresa adquirir total o parcialmente otra compañía. El grado de dominio de una empresa sobre



la otra se determina en función de las condiciones acordadas, aunque generalmente se consideran los aportes más significativos, como los logísticos, físicos o económicos, realizados por cada una de las partes. Las razones que pueden incitar a una empresa a adquirir otra son esencialmente similares a las que se consideran en las fusiones (Pérez, 2021).

En definitiva, la diferencia entre ambas operaciones radica en la forma en que se estructura la transacción y en el grado de integración de las entidades involucradas. La elección entre una u otra dependerá de los objetivos y circunstancias específicas de la empresa unicornio.

### **3.2.3 Special Purpose Acquisition Companies.**

Muchas empresas unicornio han optado salir a bolsa por medio de las SPAC (Special Purpose Acquisition Companies). Según la definición propuesta por Berger (2008), las SPAC son sociedades de capital que cotizan en bolsa con el único fin de adquirir o fusionarse con una empresa privada y hacerla pública. Por tanto, no tienen planes de negocio ni operaciones propias (Naumovska, 2021). Las SPAC han estado presentes desde la década de 1990 y surgieron como una alternativa encubierta a las OPI, pero en los últimos años han experimentado un crecimiento significativo en términos de tamaño y se han vuelto más comunes en el mercado (Cheldi, 2021).

Se trata de un vehículo de inversión que ofrece a las empresas que no son adecuadas para una Oferta Pública Inicial tradicional la posibilidad de acceder a los mercados públicos mediante la provisión de fondos y equipos de gestión especializados (Berger, 2008). Los directivos suelen preferir las SPAC, puesto que constituyen una forma más rápida de acceder a los mercados públicos en comparación con las OPI, que implican un proceso de preparación más prolongado (Broughton y Maurer, 2020). Las SPAC son creadas generalmente por expertos de industrias específicas que cuentan con amplias redes de contactos y tienen la intención de adquirir empresas en sus respectivas industrias. Se espera que los fundadores de las SPAC aporten fondos para cubrir la mayor parte de los costes, y en la actualidad, disfrutan de una mayor protección, ya que pueden recuperar completamente su inversión (Cheldi, 2021).

En el pasado, las SPAC se conocían como cheque en blanco porque no revelaban información sobre los objetivos de adquisición específicos mientras recaudaban fondos. Sin embargo, hoy en día deben divulgar información detallada sobre su estructura, el equipo de gestión, los criterios de selección de objetivos de adquisición y otros aspectos relevantes. Adicionalmente, los fondos recaudados se depositan en un fideicomiso hasta que la SPAC encuentre un objetivo de fusión adecuado. Por lo general, la SPAC tiene un plazo aproximado de dos años para identificar y anunciar públicamente su objetivo de fusión. Este anuncio suele estar sujeto a la aprobación de los accionistas de la SPAC (Broughton y Maurer, 2020). Una vez que la fusión es aprobada, la empresa objetivo se combina con la SPAC y se convierte en una empresa cotizada. En este proceso, las acciones de la SPAC se convierten en acciones de la empresa combinada, lo que permite a los inversores participar en la propiedad de la empresa objetivo.

Una ventaja de las SPAC es que permiten realizar proyecciones financieras optimistas, lo que crea una imagen favorable del objetivo de adquisición. En las OPI, esto suele ser limitado, ya que los bancos y suscriptores tienden a mantener valoraciones más realistas para evitar responsabilidades legales. Además, las SPAC tienden a buscar objetivos cuyo valor sea aproximadamente cinco veces mayor al suyo, de modo que los fundadores puedan obtener grandes beneficios (Ramkumar y Farrell, 2021).

En cuanto a la diferencia entre SPAC y M&A, cabe señalar que la primera es una entidad creada específicamente con el propósito de adquirir una empresa no cotizada, mientras que las fusiones y adquisiciones (M&A) son operaciones en las cuales una empresa se fusiona con o adquiere a otra empresa con el fin de lograr sinergias, expansión o crecimiento estratégico.

#### **3.2.4 Direct listing (Cotización directa).**

Se habla de cotización directa cuando una empresa decide listar directamente sus acciones en una bolsa de valores sin la intervención de suscriptores ni la emisión de nuevas acciones. En este caso, no se vende un número específico de acciones al público con un precio predefinido, sino que los compradores determinan el precio que consideran apropiado (Sornborger, 2021). Dado que no intervienen bancos en el análisis, la demanda y la fijación del precio de la oferta pública inicial, esta forma de cotización puede generar una alta volatilidad en los precios de las acciones.

La cotización directa permite a los unicornios pagar una fracción de lo que pagarían a los suscriptores en una OPI. Los principales beneficiarios de esta modalidad son los accionistas, pues tienen la opción de vender sus propias acciones en lugar de que la empresa emisora las venda, y no existen períodos de bloqueo como en una OPI tradicional, lo que les permite comenzar a negociar sus acciones de inmediato tras la cotización directa. Según EY (2019), las empresas que ya cuentan con un reconocimiento de marca y una alta valoración en el mercado privado obtienen beneficios significativos de la cotización directa, ya que su principal objetivo no es captar capital, sino facilitar y aumentar la liquidez en la negociación de las acciones. Además, se evitan las incertidumbres asociadas a una OPI y se garantiza un camino seguro hacia la salida a bolsa, especialmente en momentos de volatilidad.

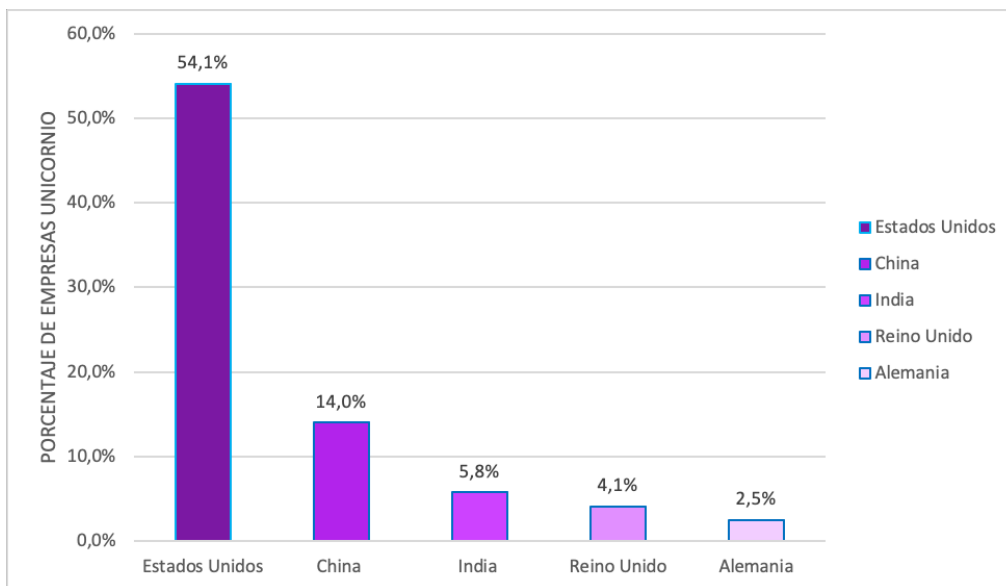
Conforme a Sornborger (2021), es probable que los unicornios sean el único tipo de empresa que logre sobrevivir a una cotización directa, ya que dependen en gran medida de su reconocimiento de marca y del respaldo de inversores privados, además de su capital. Adicionalmente, se evita la sobrevaloración, dado que las OPI conllevan comisiones de aseguramiento, y tanto la empresa unicornio como el asegurador se ven obligados a establecer precios más altos para cubrirlas.

## CAPÍTULO 4. ECOSISTEMA EMPRENDEDOR.

### 4.1 CONTEXTO GLOBAL.

La aparición de empresas unicornio en ciertos países o regiones del mundo puede reflejar, al menos hasta cierto punto, las condiciones estructurales que promueven la innovación a nivel local y nacional. Tales lugares han proporcionado a los unicornios emergentes una serie de factores favorables, como el acceso a capital riesgo, ecosistemas interconectados de innovación e investigación, reconocidas instituciones académicas, reserva de talento, políticas reguladoras apropiadas, así como normas de Propiedad Intelectual adecuadas, entre otros. Por consiguiente, los unicornios se han convertido en símbolos de países o regiones que buscan mejorar el entorno empresarial con el objetivo de estimular la creación de empresas, además de atraer talento, compañías e inversores extranjeros al país. De este modo, se generan más y mejores puestos de trabajo (Testa et al., 2022).

Si bien no hay una cifra oficial acerca del número de unicornios que existen en el mundo, según el ranking que elabora la consultora especializada en tecnología y capital riesgo CB Insights (2023), se contabilizan más de 1.200 empresas unicornio repartidas por todo el planeta. Según la figura 4.1., Estados Unidos encabeza la lista con más de la mitad de estas compañías (54,1%), seguido de China con un 14%. La India, a la cabeza en tecnología, ha experimentado en los últimos años un crecimiento sustancial de unicornios y ocupa el tercer puesto con un 5,8%, mientras que Reino Unido y Alemania albergan el 4,1 % y 2,5% respectivamente.

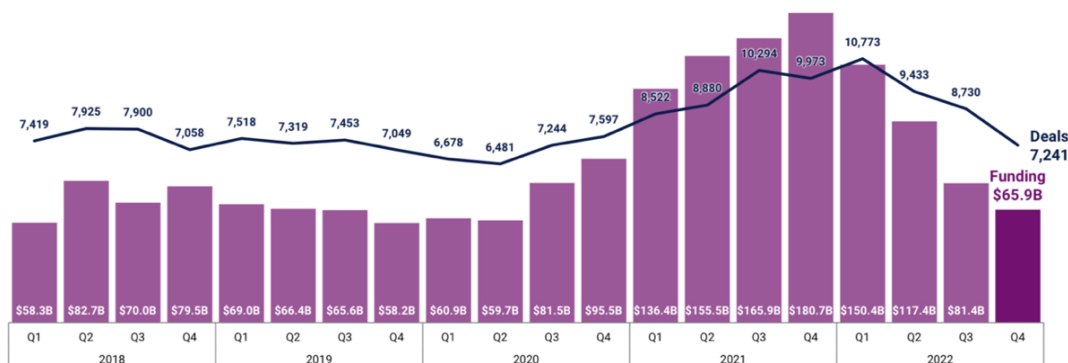


**Figura 4.1. Distribución geográfica global de las empresas unicornio.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de CB Insights (2023).*

Resulta relevante destacar la progresiva disminución de la burbuja de capital riesgo que se formó en 2021 de manera global. Este fenómeno se ha evidenciado sistemáticamente a lo largo de cada trimestre de 2022. En concreto, la financiación global de capital riesgo alcanzó la cifra de 415.000 millones de dólares en 2022, lo que supone una reducción del 35% en comparación con el año anterior. Además, el número de transacciones

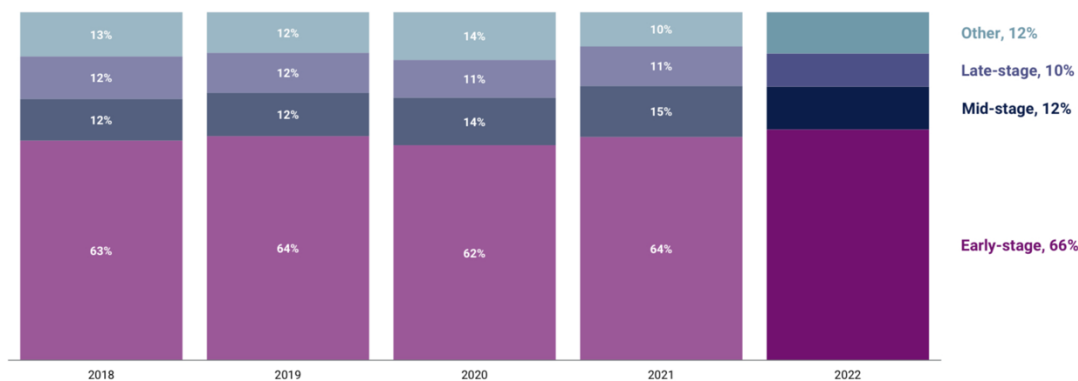
realizadas disminuyó un 4% (CB Insights, 2022). Esto queda reflejado gráficamente en la figura 4.2.



**Figura 4.2. Financiación trimestral global (B\$) y número de operaciones.**

*Fuente: CB Insights (2022).*

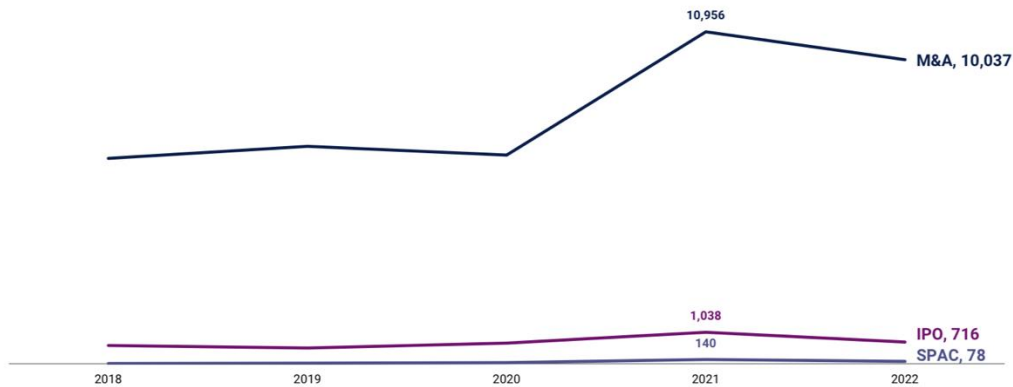
La caída de la financiación global de capital riesgo en el año 2022 se debe principalmente a las operaciones de la última fase, que implican inversiones de mayor tamaño y valoraciones más elevadas. Estas operaciones se han visto más afectadas que las del resto de fases, consecuencia directa de la caída de la renta variable, en particular de los valores tecnológicos (Morris, 2023). No obstante, las operaciones de la primera fase han experimentado un crecimiento significativo y han alcanzado niveles históricos, llegando a un total de 66% de acuerdos (CB Insights, 2022), como se muestra en la figura 4.3.



**Figura 4.3. Cuota mundial de operaciones por fase de inversión.**

*Fuente: CB Insights (2022).*

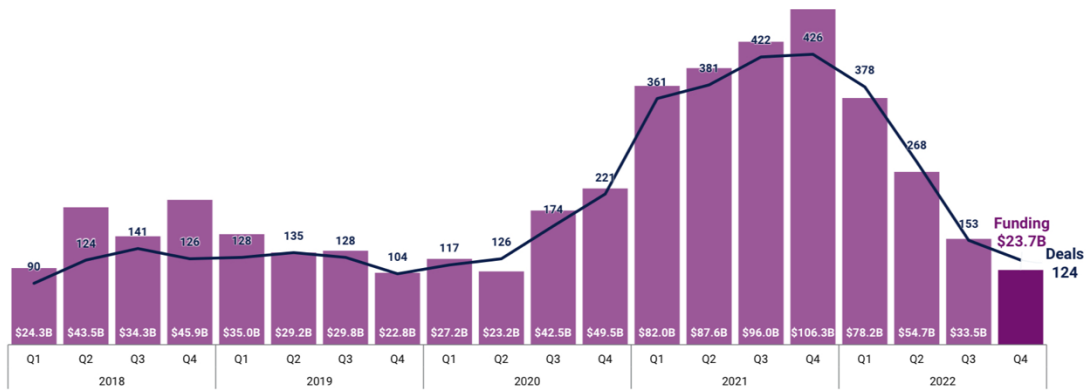
Como consecuencia, las ofertas públicas iniciales y las fusiones y adquisiciones han sufrido una bajada interanual. Esto podría atribuirse al hecho de que las empresas que anteriormente cotizaban a valoraciones récord prefieren permanecer en el ámbito privado durante un período más prolongado (Morris, 2023). Tal y como se aprecia en la figura 4.4., el número de OPI mundiales cayó un 31% en 2022, hasta 716. Las operaciones de fusiones y adquisiciones también se vieron ligeramente afectadas, con una bajada del 8%, hasta 10.037. Por último, las operaciones de SPAC registraron el mayor descenso en 2022, con un descenso del 44% desde su máximo en 2021 (140) hasta 78 (CB Insights, 2022).



**Figura 4.4. Tendencia global de las operaciones OPI, M&A y SPAC.**

*Fuente: CB Insights (2022).*

Por otro lado, las empresas unicornio se vieron especialmente afectadas por la caída de las rondas de capital riesgo de más de 100 millones de dólares (conocidas como mega rondas), ya que dependen de grandes sumas de dinero para su expansión. De acuerdo al informe State of Venture de CB Insights (2022), la financiación de las mega rondas en 2022 cayó a 190.100 millones de dólares, lo que significa un descenso del 49% en comparación con el año anterior. Además, el número de acuerdos de mega rondas se redujo en un 42% a 923. Concretamente, en el último trimestre de 2022 hubo 124 acuerdos con una financiación de 23.700 millones de dólares, como se observa en la figura 4.5. En el último trimestre de 2022, estas mega rondas representaron únicamente el 36% de la financiación total.



**Figura 4.5. Financiación trimestral global de mega rondas (B\$) y número de operaciones.**

*Fuente: CB Insights (2022).*

Finalmente, el número de unicornios a nivel mundial experimentó un fuerte crecimiento en 2021 debido a la gran disponibilidad de capital en los mercados financieros. Esta tendencia continuó en 2022, sumando por primera vez un total de 1.000 unicornios en febrero (La República, 2022). Sin embargo, la elevada incertidumbre macroeconómica derivada de la inflación, el aumento de los tipos de interés y la crisis geopolítica, provocó una agitación en los mercados públicos, ejerciendo presión a la baja sobre algunas de las empresas más valiosas del mundo (PwC, 2023). La figura 4.6. presenta con claridad

la curva descendente. Tras observar un aumento en el número de nuevos unicornios entre finales de 2020 y el último trimestre de 2021, con 139 unicornios registrados, la figura apunta ahora en sentido opuesto. En el último trimestre de 2022 solo nacieron 19 nuevos unicornios, en comparación con los 87 del segundo trimestre y los 126 del primero. El descenso ha tenido efecto en todas las regiones, sin excepción.

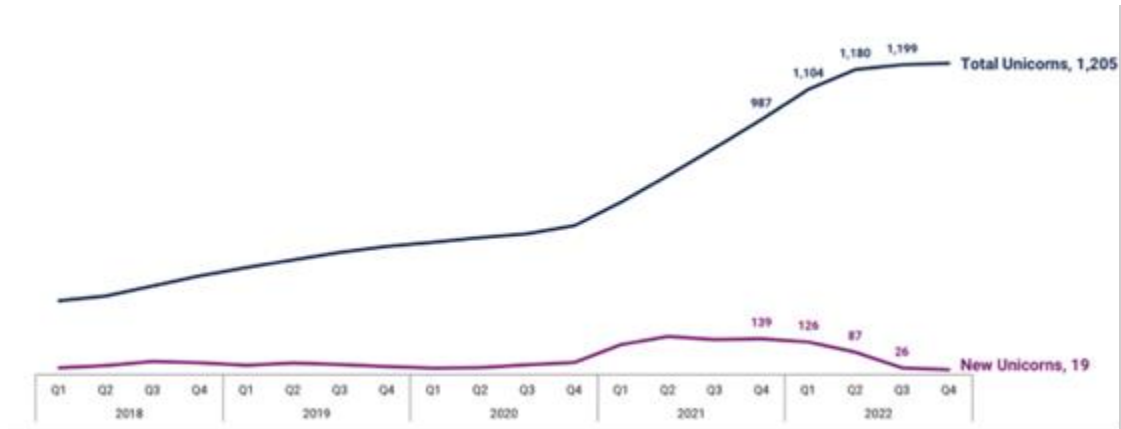


Figura 4.6. Número total de unicornios y nuevos nacimientos por trimestres.

Fuente: CB Insights (2022).

Como resultado, junto con el colapso del Silicon Valley Bank en 2023, el valor del ecosistema emprendedor mundial se ha reducido en un 2,3% (PwC, 2023).

#### 4.2 ECOSISTEMA EMPRENDEDOR DE EUROPA.

El valor del ecosistema emprendedor europeo en 2022 también ha experimentado una reducción similar respecto a 2021 (PwC, 2023), con algunas diferencias entre los principales países, tal y como se muestra en la figura 4.7.

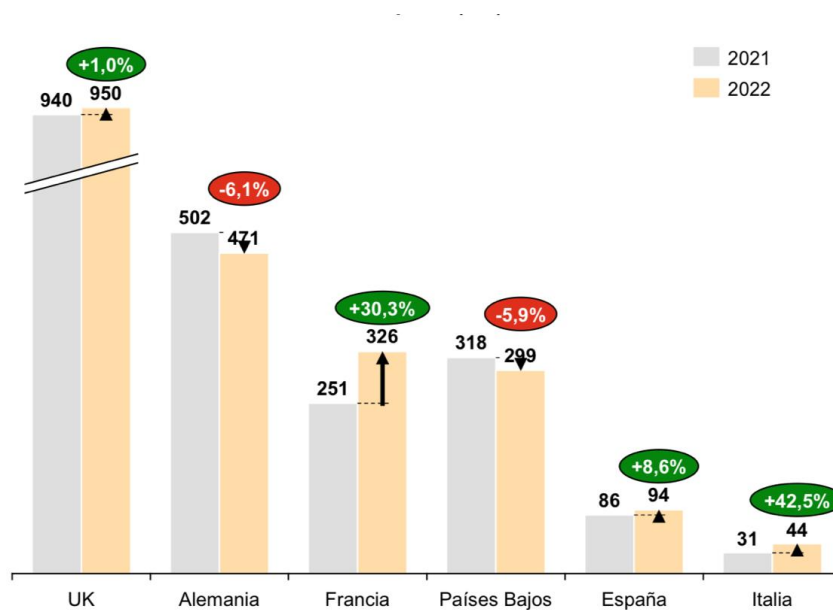
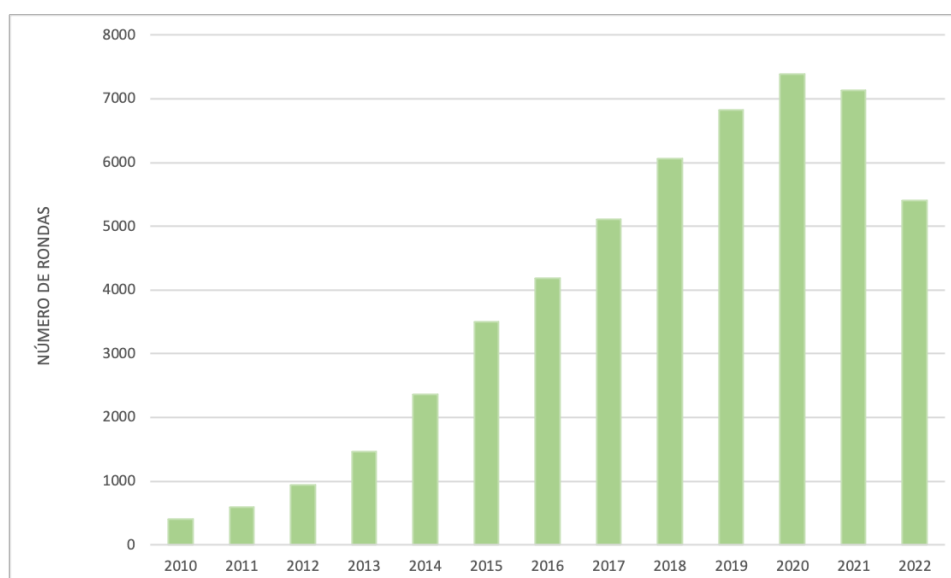


Figura 4.7. Valor del ecosistema emprendedor europeo (M\$) en los países principales.

Fuente: PwC (2023).

Según el informe State of European Tech, elaborado por la firma de capital riesgo Atómico (2022), el año 2021 fue excepcional para el sector tecnológico europeo, puesto que la inversión total superó por primera vez la marca histórica de 100.000 millones de dólares. En cambio, la inversión total en 2022 se situó aproximadamente en 85.000 millones de dólares. Aunque esta cifra representa una ligera disminución, tomando 2021 como un año atípico, se trata de la mayor cantidad jamás invertida en unas condiciones macroeconómicas altamente desfavorables después de la crisis financiera mundial.

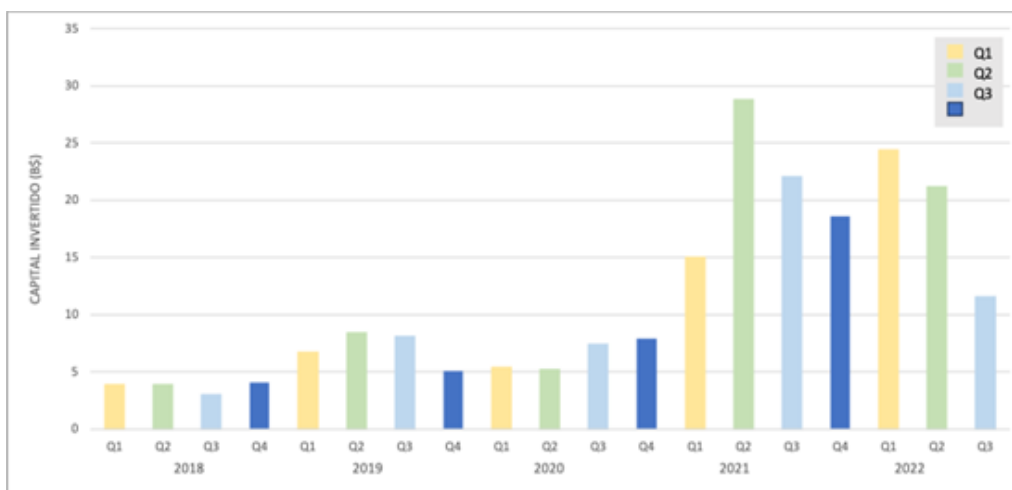
El ecosistema tecnológico europeo ha experimentado una transformación notable en términos de escala y alcance a lo largo del tiempo. La cartera de empresas prometedoras en fases iniciales, como la etapa pre-semilla o semilla, nunca ha sido tan sólida. Aunque en la figura 4.8. se observe una disminución de las rondas en el año 2022, el ecosistema se encuentra en una posición fundamentalmente distinta a la que ocupaba una década atrás. Hacia finales de 2021, el volumen de inversión en estas etapas había aumentado en 8 veces en tan solo 10 años, y más de 17 veces desde el año 2010.



**Figura 4.8. Número de rondas en la etapa pre-seed y seed en Europa.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de Atómico (Pitchbook, 2022).*

No obstante, la desaceleración de la actividad inversora se hizo evidente en las rondas de financiación de etapas posteriores aproximadamente un trimestre antes de que se observaran cambios significativos en los niveles de inversión en rondas de etapas anteriores (Atómico, 2022). Mientras que el capital total invertido en rondas de 20 millones de dólares o más aumentó un 62% en el primer trimestre de 2022 en comparación con el mismo trimestre de 2021, el panorama cambió en el segundo trimestre de 2022. La inversión total disminuyó un 26% frente al trimestre comparativo del año anterior. En el tercer trimestre de 2022, la comparación fue aún más severa, puesto que la inversión total descendió un 48% en comparación con el tercer trimestre de 2021. Esto queda reflejado en la figura 4.9.



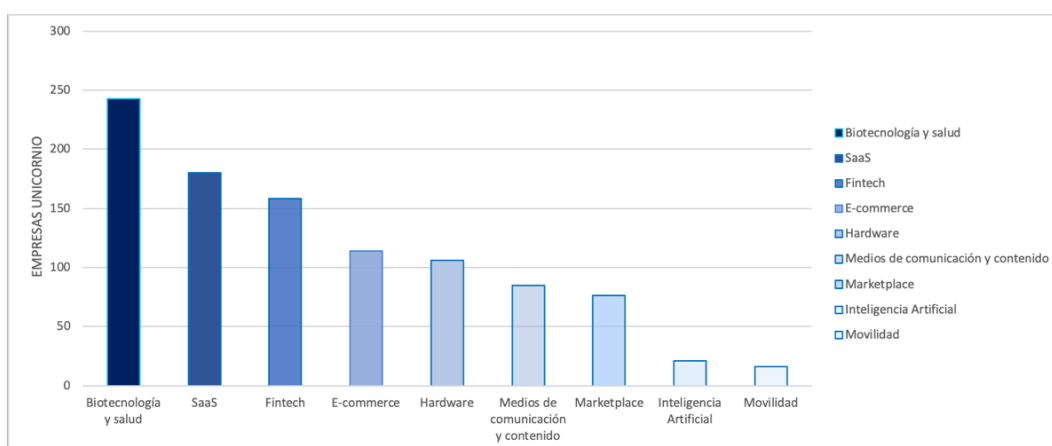
**Figura 4.9. Capital invertido por trimestres (B\$) en rondas de etapas posteriores en Europa.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de Atómico (Dealroom, 2022).*

Adicionalmente, el mayor descenso se observó en las mega rondas de 250 millones de dólares o más, que experimentaron una caída interanual del 46% a finales de septiembre de 2022 (Atómico, 2022).

El informe realizado por Atómico (2022) también muestra el efecto negativo que ha tenido sobre las OPI la gran incertidumbre y volatilidad de los mercados públicos. En el presente año, solo se han registrado dos OPI tecnológicas en Europa con una capitalización superior a 1000 millones de dólares.

En relación a las industrias en las que operan las empresas unicornio, la consultora McKinsey (2021) identifica nueve verticales para los 1.000 unicornios europeos que componen la muestra del estudio realizado: biotecnología y salud, software B2B como servicio o SaaS, fintech, hardware, e-commerce, medios de comunicación y contenido audiovisual, marketplace, inteligencia artificial y movilidad. La presencia de mayor o menor número de unicornios puede verse en la figura 4.10.



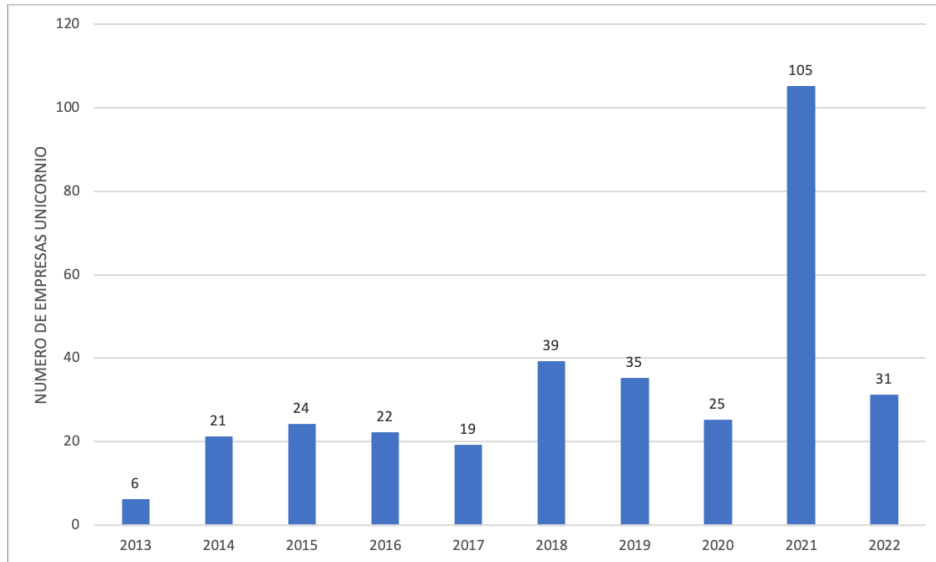
**Figura 4.10. Unicornios por industria.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de McKinsey (2021).*

Por otro lado, el número total de unicornios europeos asciende actualmente a 352, de los cuales 31 fueron creados en 2022. Esta cifra representa una clara bajada en comparación con los registros de 2021, año en el cual 105 empresas alcanzaron el estatus de unicornio, como se aprecia en la figura 4.11. A pesar de esta ralentización



general, es importante destacar que el número de unicornios ha aumentado en todas las subregiones de Europa. En particular, regiones como Europa Central y Oriental, o el sur de Europa han sido testigos del nacimiento de numerosos unicornios, lo que demuestra los cambios fundamentales que están ocurriendo en todos los rincones del ecosistema europeo, así como la amplitud y profundidad de la reserva de talento (Atómico, 2022).

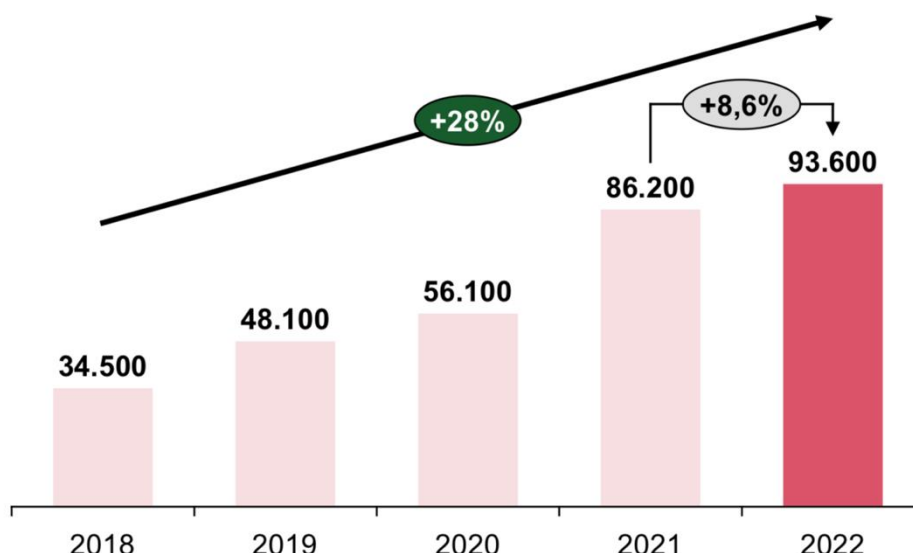


**Figura 4.11. Número de nuevos unicornios en Europa por año.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de Atómico (2022).*

### 4.3 ECOSISTEMA EMPRENDEDOR DE ESPAÑA.

España alberga un propicio ecosistema empresarial. Dentro de un contexto internacional de incertidumbre económica, el país ha logrado aumentar el valor de su ecosistema emprendedor en un 8,6% durante 2022. Esto se tradujo en un valor total de 93.600 millones de dólares, tal y como se aprecia en la figura 4.12. (PwC, 2023).



**Figura 4.12. Valor del ecosistema emprendedor en España (M\$).**

*Fuente: PwC (2023).*

La crisis financiera de 2007-2008 golpeó duramente el desarrollo económico de España. No obstante, también evidenció el potencial de la tecnología y el espíritu emprendedor como motor de posibles recuperaciones posteriores. De hecho, casi el 75% de las empresas tecnológicas que actualmente operan en España fueron fundadas después de 2009. Recientemente, uno de los últimos acontecimientos que ha puesto a prueba la capacidad del ecosistema emprendedor español ha sido el COVID-19. Durante el año 2021, España logró atraer 1.900 millones de euros en financiación de capital riesgo, y en el primer semestre de 2022 esta cifra aumentó considerablemente hasta los 5.100 millones de euros (Endeavor Insight, 2022).

En España, catorce empresas han logrado alcanzar el estatus de unicornio, tal y como se muestra en la tabla 4.1. La primera compañía en proclamarse con esta distinción fue Cabify, fundada en 2011, tras completar una exitosa ronda de financiación en 2018 que superó los 140 millones de euros (Herranz, 2023). A lo largo del tiempo, la lista de unicornios en España ha experimentado cambios, ya que empresas como eDreams, Idealista, Flywire, Wallbox y Glovo han perdido tal estatus al salir a bolsa o ser adquiridas (Bastero, 2023; Torrego, 2022). En vista al futuro, las proyecciones son alentadoras, ya que se espera que el número total de unicornios españoles se duplique para finales de 2023 (Endeavor Insight, 2022).

EMPRESA	AÑO UNICORNIO	VALORACIÓN (M€)	SECTOR
Glovo	2019	2.300 M€	Delivery
Jobandtalent	2021	2.000 M€	Software y servicios de Internet
Fever	2022	1.650 M€	Ocio y eventos
eDreams	2014	1.500 M€	Viajes
Wallbox	2021	1.500 M€	Vehículos eléctricos
Cabify	2018	1.400 M€	Transporte
Idealista	2020	1.321 M€	Inmobiliario
Devo Technology	2021	1.300 M€	Ciberseguridad
Copado	2021	1.200 M€	Desarrollo
Domestika	2022	1.140 M€	Formación
Recover	2022	1.100 M€	Moda
TravelPerk	2022	1.000 M€	Viajes
Flywire	2020	1.000 M€	Fintech
Factorial	2022	1.000 M€	Software de Recursos Humanos

**Tabla 4.1. Unicornios españoles.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de Bastero (2023) y Torrego (2022).*

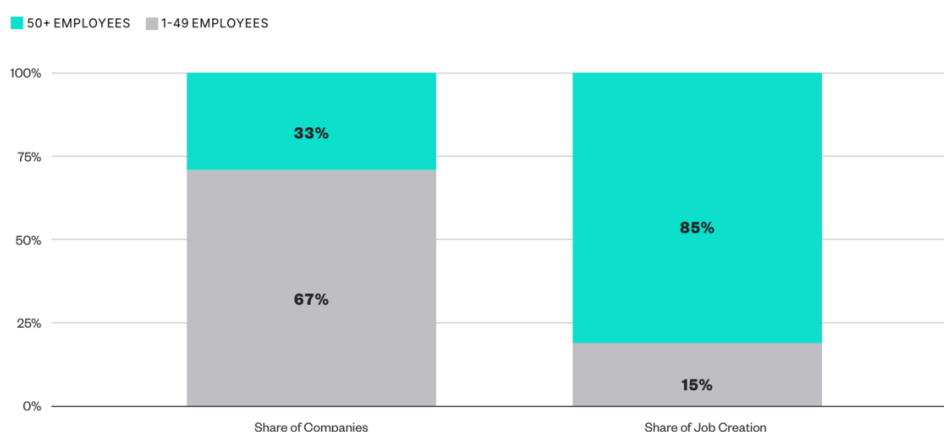
El crecimiento de las empresas unicornio en España se puede atribuir a varios factores, entre ellos, la madurez del ecosistema y la creciente internacionalización de las startups. Conforme a José Torrego, CEO y fundador de El Referente, una empresa tecnológica que se limita a operar en su mercado local puede afrontar dificultades para aumentar su valoración en el mercado. En cambio, aquellas que se expanden a nivel internacional tienen mayores posibilidades de incrementar su valor, debido a un aumento en la facturación, la contratación de más empleados y mayores oportunidades de crecimiento orgánico a escala mundial. Además, esta expansión atrae la atención de inversores internacionales (Lacort, 2022).

En los últimos años, el ecosistema de inversión en España ha evolucionado sustancialmente. Según el informe elaborado por Endeavor Insight (2022), con el apoyo de Google for Startups y la colaboración de SpainCap y Adigital, España cuenta en la actualidad con más de 400 fondos de capital riesgo. Los principales centros de actividad son Madrid y Barcelona, con más de 170 y 120 fondos respectivamente. Adicionalmente, están surgiendo nuevos puntos de atracción de talento en otras ciudades como

Valencia, Bilbao y Andalucía. Sin embargo, pese a que el número de empresas locales de capital riesgo ha aumentado, las startups españolas continúan buscando financiación en el extranjero (Endeavor Insight, 2022).

Por otro lado, las empresas tecnológicas españolas han alcanzado rondas de financiación significativas. Por ejemplo, en 2021, destacó la empresa madrileña Jobandtalent, una plataforma de trabajo bajo demanda fundada en 2009, que recaudó 500 millones de dólares en una ronda de financiación para expandir la plataforma a Estados Unidos. Así mismo, TravelPerk, una plataforma en línea especializada en servicios para viajeros de negocios, logró alcanzar el estatus de unicornio a principios de 2022, después de llevar a cabo una exitosa ronda de financiación en la que recaudaron 100 millones de dólares (Endeavor Insight, 2022).

Respecto a la creación de empleo, las empresas tecnológicas españolas con 50 o más empleados (considerada esta una medida de crecimiento) son excelentes para el ecosistema, ya que siguen aumentando su plantilla, atrayendo grandes talentos y capital, y motivando intrínsecamente a los empleados y a las nuevas empresas. Estas empresas tienen más estabilidad financiera, ya que tardan 13 años de media en alcanzar dicho tamaño. La figura 4.13. muestra que solo el 33% de las empresas tecnológicas emprendedoras han superado los 50 empleados, a pesar de que estas compañías representan la gran mayoría -85%- de los puestos de trabajo del sector.



**Figura 4.13. Generación de puestos de trabajo por empresas según número de empleados.**

*Fuente: Endeavor Insight (2022).*

Aunque España es un país con una predisposición a adoptar nuevas tecnologías y cuenta con una base de usuarios dispuestos, la mentalidad tradicional arraigada en la cultura española puede dificultar que las empresas locales compitan y retengan el valor que generan. Sin embargo, el crecimiento del ecosistema emprendedor y el impulso de las startups están generando cambios significativos en esta dinámica, fomentando la innovación y la adopción de nuevas mentalidades empresariales (Endeavor Insight, 2022).

#### 4.3.1 Último unicornio español: Factorial.

Factorial, fundada en 2016 por Jordi Romero, Bernat Farrero y Pau Ramón, surgió como una propuesta innovadora en el ámbito de recursos humanos. Estos tres ingenieros, con experiencia previa en empresas tecnológicas, decidieron desarrollar un software destinado a la administración laboral y de personal, provocando un cambio en el paradigma actual de trabajo (López, 2018). Con el fin de ofrecer una solución integral, la empresa combina la gestión de recursos humanos con los beneficios para los

empleados con una retribución flexible, mientras recopila información clave para la medición del rendimiento (El Referente, 2020).

El software Factorial HR está basado en la tecnología de computación en la nube, accesible tanto en ordenadores como en dispositivos móviles con sistemas operativos iOS y Android (El Referente, 2020). En cualquier tipo de empresa, especialmente en las pymes del sector servicios, las personas son fundamentales para el buen funcionamiento y el logro de los objetivos empresariales. No obstante, según Jordi Romero, CEO de Factorial, “más del 85% de las empresas subcontratan esta función clave a una gestoría y pierden el control de su propia información” (Factorial, 2023).

Factorial es la última empresa española valorada en más de mil millones de dólares al cierre de este TFG. Logró alcanzar el estatus de unicornio tras el cierre de cinco rondas de financiación, en las cuales participaron diferentes inversores, tal y como se refleja en la tabla 4.2. La empresa emprendió su trayectoria en 2016 con 100.000 euros aportados de los propios fundadores. En 2017 tuvo lugar la primera ronda de inversión y se recaudaron 500.000 euros. En ella participaron ocho socios, entre los cuales destacan un fondo de inversión austriaco, Pere Vallès (Scyt!) y Albert Domingo. Esta inversión permitió a la empresa expandirse en mercados internacionales, especialmente en Europa, y escalar su producto mediante actividades de marketing y ventas. En ese momento, ya prestaba servicios a más de 2000 startups y pymes, entre las que se encuentran Ulabox, Glovo o Holaluz (González, 2017).

Un año después, Factorial llevó a cabo su segunda ronda de financiación, en la que obtuvo 2,8 millones de euros. Esta ronda contó con el respaldo de dos fondos internacionales destacados en el sector, Creandum y Point Nine Capital, conocidos por invertir en compañías como Spotify y Typeform, respectivamente. Así mismo, recibieron el apoyo del fondo español Kfund (López, 2018). Gracias a esta inversión, la compañía pudo acelerar su plan inicial de convertirse en un referente tanto en España como en Europa en el ámbito de la gestión de empresas en materia de trabajo (Factorial, 2023).

En la tercera ronda, denominada Serie A, la empresa captó 15 millones de euros en 2020. Fue dirigida por el fondo estadounidense CRV, uno de los más respetados de Silicon Valley. Adicionalmente, los fondos Creandum, Point Nine y K Fund, que ya habían invertido en la ronda anterior, participaron en esta ampliación de capital. Esta operación se convirtió en la ronda de financiación más grande para una empresa catalana en el año en curso, y la segunda más importante en España después de la de Flywire en el mes de febrero. Es relevante señalar que 2020 fue un año marcado por la crisis del coronavirus, y muchas rondas de financiación se vieron paralizadas. No obstante, Factorial había logrado negociar gran parte de la ronda antes del inicio del confinamiento, evitando que la operación fracasara. Gracias a esta inversión, Factorial experimentó un incremento considerable en su facturación, multiplicándola por ocho, y pudo expandirse a nivel internacional (Galián, 2020).

En el año 2021 se produjo la cuarta ronda de financiación, conocida como Serie B. Factorial recaudó 67 millones de euros y destinó los fondos a continuación de la expansión. En esta ocasión, el fondo de inversión Tiger Global lideró la operación, junto con la participación de inversores anteriores (Arroyo, 2021).

Finalmente, en la quinta ronda de financiación, conocida como Serie C, Factorial consiguió 123 millones de euros, alcanzando una valoración de 1.000 millones de euros y obteniendo el estatus de unicornio en 2022. Atomico lideró la ronda, con la intervención de GIC y todos los inversores anteriores (El Referente, 2022).

Desde su fundación en Barcelona, la empresa ha experimentado un crecimiento anual de más del 200% en sus ingresos. El crecimiento de Factorial se ha triplicado desde su ronda de financiación Serie B en 2021, y en la actualidad cuenta con 800 profesionales distribuidos en sus oficinas ubicadas en Brasil, México y España. Actualmente, Factorial ofrece su herramienta de recursos humanos a más de 60.000 compañías en países

como España, Portugal, Francia, Reino Unido, Alemania, Italia, Estados Unidos, México y Brasil (El Referente, 2022).

FECHA	RONDA FINANCIACIÓN	DE	CANTIDAD CAPTADA (M€)	TIPO DE INVERSOR
2017	Primera ronda		0,5 M€	Pere Vallès (ScytI), Albert Domingo
2018	Segunda ronda		2,8 M€	Creandum, Point Nine Capital y K Fund
2020	Serie A		15 M€	CRV e inversores anteriores
2021	Serie B		67 M€	Tiger Global e inversores anteriores
2022	Serie C		123 M€	Atomico, GIC e inversores anteriores

**Tabla 4.2. Rondas de financiación de Factorial.**

*Fuente: Elaboración propia.*

## CAPÍTULO 5. CONCLUSIÓN.

En conclusión, el estudio de las empresas unicornio ha revelado la importancia y el impacto significativo que estas iniciativas empresariales tienen en el panorama empresarial global. Estas empresas, caracterizadas por alcanzar una marca de valoración de mil millones de dólares antes de cotizar en bolsa han captado la atención de los inversores y han transformado diversas industrias a través de su enfoque innovador y disruptivo. A lo largo de esta investigación, se ha profundizado en el análisis de los factores que contribuyen al éxito de los unicornios, tales como un modelo de negocio disruptivo o la implantación del blitzscaling para conseguir un crecimiento acelerado en poco tiempo. Además, se ha indagado en el papel del fundador o equipo fundador y en la inclinación por mantenerse como empresas privadas a pesar de los beneficios que supone ser una empresa cotizada.

Otro de los aspectos de nuestro estudio es el análisis del ciclo de vida de las empresas unicornio. Desde la concepción de la idea de negocio hasta la expansión o consolidación, este tipo específico de compañías enfrenta diversos desafíos y oportunidades. Posteriormente, la empresa unicornio puede cotizar en bolsa, aunque esto conlleva la pérdida de dicha etiqueta. Es importante aclarar que la salida a bolsa no significa necesariamente el fin del ciclo de vida en sí mismo, ya que en este punto la empresa ha alcanzado un grado de madurez y ha demostrado tener capacidad para generar ingresos y crecimiento de forma sostenible. Por tanto, puede encontrar nuevas oportunidades en el mercado. Entre los mecanismos de salida a bolsa analizados se encuentra la Oferta Pública Inicial (OPI), las fusiones y adquisiciones (M&A), las SPAC y las cotizaciones directas. La elección entre estas alternativas puede depender de la necesidad de capital, la valoración esperada, la liquidez deseada o la capacidad de mantener el control de la compañía.

Por otro lado, se ha abordado la problemática referente a la valoración de las empresas unicornio. La dificultad para determinar métricas comparables, la falta de transparencias o las altas expectativas de crecimiento son algunos de los factores que contribuyen a una valoración no ajustada. También se ha proporcionado una visión global del ecosistema emprendedor en el que se encuentran las empresas objeto de estudio, prestando especial atención a Europa y España. Destacan la capacidad para generar empleo, fomentar la competencia y promover la innovación, así como el papel del capital riesgo. Estas empresas no solo han generado nuevas oportunidades de empleo, sino que también han influido en la configuración de nuevas tendencias y oportunidades en el mercado global.

En cuanto a las limitaciones de la investigación, la literatura centrada en los unicornios es relativamente nueva y cuenta con un número muy limitado de artículos. A pesar de los avances realizados en el estudio de las empresas unicornio, aún queda mucho por descubrir y comprender. Por ejemplo, la sostenibilidad a largo plazo de estas empresas, la gestión de riesgos asociados con su rápido crecimiento y la manera en que enfrentan los desafíos regulatorios y legales son aspectos que merecen una mayor atención. Así mismo, dada la naturaleza privada de las empresas unicornio, no están sujetas a revelar información al público, lo que dificulta el acceso a información detallada y precisa sobre su estructura financiera y otros datos que podrían resultar de interés.

En resumen, el fenómeno de las empresas unicornio ha generado un gran interés en el ámbito académico y empresarial. Estas empresas han demostrado su capacidad para revolucionar industrias, crear empleo y transformar la forma en la que se negocia.









## Bibliografía

---

- Ai, M. (2020). Research on the method of predicting the overvaluation of unicorn enterprises in China. *Academic Journal of Business & Management*, 2(1), 14-24.
- Alon-Beck, A. (2019). Unicorn Stock Options—Golden Goose or Trojan Horse? *Columbia Business Law Review*, 2019(1), 107-191. <https://doi.org/10.7916/cblr.v2019i1.1691>
- Arroyo, L. (6 de septiembre de 2021). Factorial recauda 67M€ en una ronda de financiación Serie B. *El Referente*. Recuperado el 14 de junio de 2023 de <https://elreferente.es/inversiones/factorial-recauda-67m-ronda-financiacion-serie-b/>
- Atomico. (2022). *State of European Tech 2022*. <https://stateofeuropeantech.com/>
- Bărbulescu, O., Tecău, A. S., Munteanu, D., y Constantin, C. P. Innovation of startups, the key to unlocking post-crisis sustainable growth in Romanian entrepreneurial ecosystem. *Sustainability*, 13(2). <https://doi.org/10.3390/su13020671>
- Barrozo, J.P. (24 de mayo de 2022). Los tipos de inversiones existentes en startups. *Keiretsu Forum*. Recuperado el 2 de mayo de 2023 de <https://www.keiretsuforum.es/emprendedor/los-tipos-de-inversiones-existentes-en-startups/>
- Barringer, B. R., Jones, F. F., y Neubaum, D. O. (2005). A quantitative content analysis of the characteristics of rapid-growth firms and their founders. *Journal of Business Venturing Insights*, 20(5), 663-687. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2004.03.004>
- Baroudy, K., Handel, P., Hürxkens, A., Marsman, B., Strålin, T. (18 de agosto de 2021). Winning formula: How Europe's top tech start-ups get it right. *McKinsey Blog*. Recuperado el 12 de marzo de 2023 de <https://www.mckinsey.com/industries/technology-media-and-telecommunications/our-insights/winning-formula-how-europes-top-tech-start-ups-get-it-right>
- Bastero, M. (30 de agosto de 2022). Cuáles son los unicornios españoles (y cuáles han dejado de serlo). *Marketing 4 Ecommerce*. Recuperado el 2 de abril de 2023 de <https://marketing4ecommerce.net/startups-unicornio-espanolas-empresas/>
- BBVA. (30 de marzo de 2023). ¿Cuáles son las fases o etapas por las que pasa una startup? Recuperado el 2 de abril de 2023 de

<https://www.bbva.com/es/innovacion/cuales-son-las-fases-o-etapas-por-las-que-pasa-una-startup/#>

- Berger, R. (2008). SPACs: An alternative way to access the public markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3), 68-75. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00194.x>
- Bethlendi, A. y Szócs, A. (2022). Geographical and sectoral overview of the most valuable start-ups. *Információs Társadalom*, 22(4), 15–30. <https://doi.org/10.22503/inftars.XXII.2022.4.2>
- Blank, S. y Dorf, B. (2012). *The Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*. K&S Ranch, Inc. [https://smeportal.unescwa.org/sites/default/files/201912/The\\_Startup\\_Owner%20s\\_ManualA%20step%20by%20step%20guide%20for%20building%20a%20great%20company.pdf](https://smeportal.unescwa.org/sites/default/files/201912/The_Startup_Owner%20s_ManualA%20step%20by%20step%20guide%20for%20building%20a%20great%20company.pdf)
- Blast Off Partners. (21 de mayo de 2021). Financiación según la fase de la startup. Recuperado el 2 de mayo de 2023 de <https://blastoffpartners.com/estapas-de-financiacion-segun-la-fase-de-la-startup/>
- Bolsa y Mercados Españoles. (2022). *Guía para salir a Bolsa*. <https://www.bolsasymercados.es/bmeexchange/docs/docsSubidos/Listing/Guia-Como-Cotizar-Bolsa.pdf>
- BA. W., Gopalan, R. y Thakor, A. V. (2006). The entrepreneur's choice between private and public ownership. *The Journal of Finance*, 61(2), 803-836. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00855.x>
- Broughton, K., y Maurer, M. (22 de septiembre de 2020). Why Finance Executives Choose SPACs: A Guide to the IPO Rival. *The Wall Street Journal*. Recuperado el 26 de mayo de 2023 de <https://www.wsj.com/articles/why-finance-executives-choose-spacs-a-guide-to-the-ipo-rival-11600828201>
- CB Insights. (2022). *State of Venture 2022*. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-2022/>
- CB Insights. (11 de abril de 2023). \$1B+ Market Map: The world's 1,206 unicorn companies in one infographic. Recuperado el 7 de marzo de 2023 de <https://www.cbinsights.com/research/unicorn-startup-market-map/>
- Cheldi, S. (2021). *The Billion Dollar Wonderland: A Case Study in Struggles and Lackluster Regulation of Unicorn Firms*. [Tesis de Maestría, Utrecht University School of Economics]. <https://studenttheses.uu.nl/handle/20.500.12932/146>
- Chen, J. (2023). Unicorn: What It Means in Investing, With Examples. *Investopedia*. Recuperado el 15 de mayo de 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/u/unicorn.asp>
- Crunchbase. (18 de mayo de 2023). Crunchbase Unicorn Company List. *Crunchbase News*. Recuperado el 25 de mayo de 2023 de <https://news.crunchbase.com/unicorn-company-list/>
- Curwen, P. (2019). Are these unicorns ready to fly? A regular column on the information industries. *Digital Policy, Regulation and Governance*, 21(4), 438-440.
- Davydova, D., Fahlenbrach, R., Sanz, L. y Stulz, R. M. (2022). The Unicorn Puzzle. *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w30604>

- De Fontenay, E. (2017). The deregulation of private capital and the decline of the public company. *Hastings Law Journal*, 68(3), 445-502.
- De Fontenay, E. y Rauterberg, G. (2021). The new public/private equilibrium and the regulation of public companies. *Columbia Business Law Review*, 1, 1199-1243.
- Dhochak, M. y Doliya, P. (2020). Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches. *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, 27(1-2), 39-49. <https://doi.org/10.1002/mcda.1703>
- De Massis, A., Frattini, F. y Quillico, F. (2016). What Big Companies Can Learn from the Success of the Unicorns. *Harvard Business Review*, 1-5.
- Eckert, V. F. (2022). Viviendo en un mundo de unicornios. *PwC*. Recuperado el 20 de febrero de 2023 de <https://www.pwc.com/ia/es/unicornios-cinco-tendencias.html#platformization-of-consumer>
- Eisenhardt, K. M. y Schoonhoven, C. B. (1990). Organizational growth: Linking founding team, strategy, environment, and growth among US semiconductor ventures, 1978-1988. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 504-529. <https://doi.org/10.2307/2393315>
- El Referente. (2020). Factorial. Recuperado el 14 de junio de 2023 de <https://elreferente.es/startup/factorial/#:~:text=Factorial%20es%20un%20software%20de,del%20desempe%C3%B1o%20y%20muchos%20otros>.
- El Referente. (11 de octubre de 2022). Factorial se convierte en unicornio tras cerrar una ronda de inversión Serie C de 123M€. Recuperado el 14 de junio de 2023 de <https://elreferente.es/inversiones/factorial-convierte-unicornio-cerrar-ronda-inversion-serie-c-123m/>
- Embroker. (2 enero de 2023). Checklist: How to Become a Unicorn Startup in 2023. *Blog Business Advice & Research*. Recuperado el 21 de abril de 2023 de <https://www.embroker.com/blog/unicorn-startup-checklist/>
- Endeavor Insight. (2022). *Mapping Spain's Tech Sector*. [https://endeavor.org/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2022/09/Endeavor-Insight-Mapping-Spains-Tech-Sector-1.pdf](https://endeavor.org/wp-content/uploads/dlm_uploads/2022/09/Endeavor-Insight-Mapping-Spains-Tech-Sector-1.pdf)
- Escartín, D., Marimon, Á., Rius, A., Vilaseca, X. y Vives, Á. (2020). Startup: Concepto y ciclo de vida. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 30, 13-21.
- Evenson, R. E. y Westphal, L. E. (1995). Technological change and technology strategy. *Handbook of development economics*, 3, 2209-2299. [https://doi.org/10.1016/S1573-4471\(05\)80009-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4471(05)80009-9)
- Ewens, M. y Farre-Mensa, J. (2020). The deregulation of the private equity markets and the decline in IPOs. *The Review of Financial Studies*, 33(12), 5463-5509. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa053>
- EY. (junio de 2019). In the world of unicorns, when is the right time to take the leap from private to public? [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/growth/ey-unicorn-ipo-june-2019.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-unicorn-ipo-june-2019.pdf)

- Fiegerman, S. y O'Brien, S.A. (14 de marzo de 2019). Theranos employees struggle to put scandal behind them. *CNN Business*. Recuperado el 28 de abril de 2023 de <https://edition.cnn.com/2019/03/14/tech/theranos-employees/index.html#>
- Factorial. (7 de junio de 2023). Cerramos una ronda de financiación de 2,8 millones. Recuperado el 14 de junio de 2023 de <https://factorialhr.es/blog/ronda-financiacion-2-8-millones/>
- Furió, E. (15 de marzo de 2018). Salidas a Bolsa: una estrategia de crecimiento para las empresas. *BBVA*. Recuperado el 27 de febrero de 2023 de <https://www.bbva.com/es/salidas-bolsa-estrategia-crecimiento-empresas/>
- Galián, E. (28 de abril de 2020). Factorial levanta 15 millones del fondo americano CRV en la segunda ronda más grande del año. *El Referente*. Recuperado el 14 de junio de 2023 de <https://www.expansion.com/catalunya/2020/04/27/5ea68fe6e5fdeaf9708b45e6.html>
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. y Scharfstein, D. (2010). Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of financial economics*, 96(1), 18-32. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.001>
- González, M. (5 de junio de 2017). Factorial cierra su primera ronda de inversión por 500.000€. *El Referente*. Recuperado el 14 de junio de 2023 de <https://elreferente.es/inversiones/factorial-cierra-su-primera-ronda-de-inversion-por-500-000e/>
- Gornall, W. y Strebulaev, I. A. (2020). Squaring venture capital valuations with reality. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 120-143. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.015>
- Graham, P. (septiembre de 2012). *Startup = Growth*. <http://www.paulgraham.com/growth.html>
- Hoffman, R. y Yeh, C. (2018). *Blitzscaling: The Lightning-Fast Path to Building Massively Valuable Companies*. HarperCollins. <https://www.perlego.com/book/680385/blitzscaling-the-lightningfast-path-to-building-massively-valuable-companies-pdf>
- Hottenstein, H. (8 de enero de 2021). What Is Disruption? *LiveAbout*. Recuperado el 13 de mayo de 2023 de <https://www.liveabout.com/how-business-disruption-creates-new-markets-4586564#>
- Hudson, M. (6 de marzo de 2015). The Art Of Valuing A Startup. *Forbes*. Recuperado el 1 de mayo de 2023 de <https://www.forbes.com/sites/mariannehudson/2015/03/06/the-art-of-valuing-a-startup/>
- Ibáñez, A. (23 de abril de 2022). ¿Sabes qué son las fintech y para qué sirven? *UCAM*. Recuperado el 9 de mayo de 2023 de <https://www.ucam.edu/executiveonline/blog/sabes-que-son-las-fintech-y-para-que-sirven/>
- Kecskes, A. (2021). *Why and how are some startups able to achieve the status of Unicorn? What factors in the European entrepreneurial ecosystem facilitate the rise of this type of company?* [Tesis de maestría, Université catholique de Louvain]. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:32105>

- Köhn, A. (2018). The determinants of startup valuation in the venture capital context: a systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 68(1), 3-36. <https://doi.org/10.1007/s11301-017-0131-5>
- Kuckertz, A., Scheu, M. y Davidsson, P. (2023). Chasing mythical creatures – A (not-so-sympathetic) critique of entrepreneurship's obsession with unicorn startups. *Journal of Business Venturing Insights*, 19. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2022.e00365>
- Kuratko, D. F., Holt, H. L. y Neubert, E. (2020). Blitzscaling: The good, the bad, and the ugly. *Business Horizons*, 63(1), 109-119. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2019.10.002>
- Lee, A. (2 de noviembre de 2013). Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups. *TechCrunch*. <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>
- López, I.K. (1 de octubre de 2018). Factorial cierra una ronda de inversión de 2,8M€. *El Referente*. Recuperado el 14 de junio de 2023 de <https://elreferente.es/inversiones/factorial-cierra-una-ronda-de-inversion-de-28me/>
- Lowry, M., Michaely, R. y Volkova, E. (2017). Initial public offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. *Foundations and Trends® in Finance*, 11(3-4), 154-320. <http://dx.doi.org/10.1561/05000000050>
- Lynch, K. (2021). Believing in Unicorns: How to Value Unicorn Companies and Intellectual Property While Encouraging Continued Innovations and Public Disclosure. *Case Western Reserve Law Review*, 72.
- Montani, D., Gervasio, D., y Pulcini, A. (2020). Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends. *International Business Research*, 13(9), 31-45. <https://doi.org/10.5539/ibr.v13n9p31>
- Morris, Sam. (13 de marzo de 2023). BTV's analysis of the CB Insights: State of Venture 2022 Report. *Btomorrow Ventures*. Recuperado el 25 de mayo de 2023 de <https://www.btomorrowv.com/blog-articles/cb-insights-state-of-venture-2022-report>
- Mullins, J. W. (1996). Early growth decisions of entrepreneurs: the influence of competency and prior performance under changing market conditions. *Journal of Business Venturing*, 11(2), 89-105. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(95\)00106-9](https://doi.org/10.1016/0883-9026(95)00106-9)
- Naumovska, I. (18 de febrero de 2021). The SPAC Bubble Is About to Burst. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst>
- Pérez, A. (10 septiembre de 2021). Fusiones y adquisiciones de empresas, ¿cuándo hacerlo? *OBS Business School*. Recuperado el 12 de mayo de 2023 de <https://www.obsbusiness.school/blog/fusiones-y-adquisiciones-de-empresas-cuando-hacerlo>
- Pollman, E. (2012). Information Issues on Wall Street 2.0. *University of Pennsylvania Law Review*, 161, 179-241.

- PwC. (2023). *Impacto socio-económico de South Summit en Madrid*. <https://www.pwc.es/es/publicaciones/economia/assets/impactosocioeconomico-south-summit-2023.pdf>
- Ramkumar, A., y Farrell, M. (23 de enero de 2021). When SPACs Attack! A New Force Is Invading Wall Street. *The Wall Street Journal*. Recuperado el 26 de mayo de 2023 de <https://www.wsj.com/articles/when-spacs-attack-a-new-force-is-invading-wall-street-11611378007>
- Ries, E. (2011). *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. Crown Business. <https://ia801206.us.archive.org/31/items/TheLeanStartupErickRies/The%20Lean%20Startup%20-%20Erick%20Ries.pdf>
- Ritter, J. R. y Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>
- Savchuk, K. (5 de mayo de 2020). How Much Is Your Slice of That Unicorn Really Worth? *Stanford Graduate School of Business*. Recuperado el 10 de abril de 2023 de <https://stanford.io/2ywSNTth>
- Soellner, S. (2 octubre de 2019). The Four Types of Scaling Your Business. *Blog Argo Venture Studio*. Recuperado el 15 de marzo de 2023 de <https://blog.argo-venture-studio.com/the-four-types-of-scaling-your-business/>
- Sornborger, T. (2021). Move over IPOs: Unicorn Direct Listings May Be the New Mythical Beasts in Town. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 26(1), 1.
- Startups' Oasis. (25 de mayo de 2020). Fases de una Startup | Inversores y fuentes de financiación por fase en España. Recuperado el 24 de abril de 2023 de <https://startupsoasis.com/fases-de-una-startup/>
- Sullivan, T. (2016). Blitzscaling. *Harvard Business Review*, 94(4), 44-50. <https://hbr.org/2016/04/blitzscaling>
- Tamaseb, A. (2021). *Super Founders: What Data Reveals About Billion-Dollar Startups*. PublicAffairs.
- Testa, G., Compañó, R., Correia, A. y Rückert, E. (2022). *In Search of EU Unicorns: What Do We Know about Them?* Oficina de Publicaciones de la Unión Europea. <https://dx.doi.org/10.2760/843368>
- Torrego, J.M. (20 de enero de 2022). España ya cuenta con 9 unicornios y con 20 compañías que podrían serlo en los próximos dos años. *El Referente*. Recuperado el 15 de junio de 2023 de <https://elreferente.es/ecosistema/espana-ya-cuenta-con-9-unicornios-y-con-20-companias-que-lo-podrian-serlo-en-los-proximos-dos-anos/>
- Wasserman, N. (2012). *The founder's dilemmas: Anticipating and avoiding the pitfalls that can sink a startup*. Princeton University Press.
- Wilhelm, A. (13 de abril de 2019). Unicorns, Undercorns and Horses: A Guide to the Nonsense. *TechCrunch*. <https://techcrunch.com/2019/04/13/unicorns-undercorns-and-horses-a-guide-to-the-nonsense/>
- Wright, R. (22 de mayo de 2018). Silicon Valley tech bubble is larger than it was in 2000, and the end is coming. *CNBC*. Recuperado el 28 de abril de 2023 de



<https://www.cnbc.com/2018/05/22/tech-bubble-is-larger-than-in-2000-and-the-end-is-coming.html>