

**FORMAS DE FINANCIACIÓN DE LOS
EMPRENEDORES ESPAÑOLES: EFECTO EN SU
CRECIMIENTO Y EMPLEO**



2005

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1. Objetivos	4
1.2. Metodología	5
2. LAS FORMAS DE FINANCIACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL APLICABLES A EMPRENDEDORES	6
2.1. Descripción de sistema financiero	6
2.2. La empresa y el equilibrio financiero	10
2.3. El coste del capital	13
2.4. Financiación interna o propia	14
2.5. Financiación externa no bancaria	15
2.5.1. Leasing	17
2.5.2. Renting	23
2.5.3. Factoring	24
2.5.4. Confirming	27
2.6. Financiación externa bancaria	29
2.6.1. Descuento y anticipos sobre efectos	29
2.6.2. Préstamos	30
2.6.3. Crédito	31
2.6.4. Avals	31
2.6.5. Líneas de financiación del ICO	35
3. FORMAS DE FINANCIACIÓN ESPECÍFICAS PARA EMPRENDEDORES Y PYMES	36
3.1. Capital riesgo	36
3.1.1. Descripción de la actividad	36
3.1.2. Ciclo de la actividad de capital riesgo	41
3.1.3. Tipología de inversiones	44
3.1.4. Capital riesgo en España. Cifras y Características	48
3.1.5. Entorno deseable para el funcionamiento del mercado de capital riesgo	54

3.1.6. Marco legal y fiscal.....	57
3.1.7. Tipos de entidades de capital riesgo en España.....	58
3.2. Los inversores “ángeles”	59
3.2.1. Definición.....	59
3.2.2. Tipos de inversores ángeles.....	61
3.2.3. Redes de inversores ángeles	62
3.3. Diferencias entre capital riesgo e inversores ángeles.....	62
3.3.1. Experiencias personales	62
3.3.2. Tipo de compañías creadas.....	63
3.3.3. Proceso de evaluación previo (Due Diligence)	64
3.3.4. Localización.....	65
3.3.5. Contrato.....	65
3.3.6. Dirección.....	65
3.3.7. Estrategia de salida: Desinversión	66
3.3.8. Rentabilidad de la inversión	66
3.3.9. Número de empresas en cartera.....	67
3.3.10. Tratamiento legal y fiscal.....	67
4. FÓRMULAS DE FINANCIACIÓN UTILIZADAS POR LAS PYMES DE LAS PRINCIPALES REGIONES ESPAÑOLAS.....	68
4.1. Ficha técnica de la encuesta	68
4.2. Información y datos obtenidos del estudio	68
4.2.1. Datos generales relativos a las empresas	69
4.2.2. Datos relativos a las formas de financiación generales	77
4.2.3. Datos relativos a su utilización de las formas de financiación específicas para Pymes	88
5. RESUMEN DEL ESTUDIO Y CONCLUSIONES.....	94
BIBLIOGRAFÍA	97

1. INTRODUCCIÓN

Los problemas de financiación de las empresas han sido siempre objeto de debate y estudio, muy especialmente en lo relativo a las Pymes, que no siempre pueden contar con suficientes fondos propios para cumplir con sus propósitos de creación y expansión. El acceso a las fuentes de financiación se considera una cuestión clave para el desarrollo y crecimiento de las empresas.

Esta escasez de recursos financieros se produce de forma generalizada en casi todas las economías e incluso ha recibido un nombre, el *equity gap*, o la falta de recursos propios.

Las empresas jóvenes o que empiezan su actividad, sin activos realizables o con un peso elevado de activos intangibles de valor difícilmente determinable, con flujos de caja negativos o pérdidas contables, sin una historia pasada que avale su actividad o credibilidad y en entornos operativos arriesgados, no son el objetivo preferente de la actividad financiera tradicional. Ésta se basa en elementos de garantía que, en muchos casos, estos nuevos negocios no están en condiciones de ofrecer.

El desarrollo empresarial y la actividad económica impulsada por la iniciativa privada se consideran motores clave de la economía y del progreso, como se reconocía en la Cumbre del Consejo de Europa celebrada en Niza (Francia) en diciembre de 2.000. El empuje empresarial se considera clave en las políticas de empleo.

La mayoría de los gobiernos de los países occidentales apoya las actividades que promueven y motivan el empresariado, bien de forma directa o indirecta. De forma directa, algunos gobiernos han emprendido un proceso de formación de fondos de capital riesgo e incluso han aportado recursos económicos en la constitución de fondos de capital riesgo para promover determinadas industrias o la innovación y el desarrollo en ciertos campos así como programas de ayudas, préstamos, subvenciones, etc. que apoyen a la pequeña empresa. De forma indirecta, los gobiernos pueden favorecer la

actividad empresarial a través de regímenes administrativos favorables a la creación de empresa y reformas impositivas, entre otras opciones.

Las empresas, en general, y especialmente las Pymes, han sido tradicionalmente muy dependientes del sistema bancario a efectos de su financiación, con lo que ellos supone de coste y condicionantes de garantía. Por ello en los últimos años han ido apareciendo formas de financiación alternativas, que van adquiriendo cada vez más relevancia.

Se añade el hecho de que el tejido empresarial español está compuesto mayoritariamente por empresas de tamaño pequeño y mediano y de carácter familiar. Por lo tanto, si una parte tan importante de una economía sufre problemas o escasez de financiación se podría estar poniendo en compromiso el crecimiento futuro de la economía.

En este estudio, analizaremos la situación actual de los medios de financiación que emplean las Pymes españolas, haciendo una revisión genérica en primer lugar de los instrumentos tradicionales a su disposición, para pasar a estudiar más en detalle dos formas concretas que son capital riesgo y los inversores ángeles de gran actualidad y en crecimiento en los últimos años. Posteriormente se presenta un estudio empírico sobre una muestra de empresas, en las que se analiza su situación al respecto de fuentes de financiación y su utilización de las posibilidades que ofrece el sistema financiero.

1.1. Objetivos

El objetivo es analizar a nivel empírico las fórmulas de financiación hacia las que se dirigen las Pymes españolas y que les permiten orientar sus actividades hacia la obtención de un mayor crecimiento económico y un mayor nivel de empleo. Adicionalmente el trabajo hace una revisión general de las fuentes de financiación en España, incluyendo capital riesgo y analiza el papel en España de un tipo muy particular de inversor especializado en financiar a emprendedores, que son los inversores ángeles, figura poco conocida y de la que existen pocos trabajos escritos.

1.2. Metodología

El trabajo se ha realizado a partir de un estudio de distintas fuentes y datos secundarios sobre Pymes y sobre fuentes de financiación.

Se realizó una encuesta a una muestra de pequeñas y medianas empresas, situadas geográficamente en las principales capitales de provincia españolas, para conocer la realidad de los elementos que utilizan en su financiación. En total se realizaron 203 entrevistas, de carácter telefónico, a directivos o gerentes de empresas entre 10 y 100 empleados, de un grupo de sectores variado y que incluyen alimentación, textil, química, cauchos y plásticos, fabricación de muebles, actividades informáticas y otros servicios.

A partir de los datos extraídos, se ha realizado un estudio estadístico que muestra la situación de la población analizada junto con unas conclusiones finales.

2. LAS FORMAS DE FINANCIACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL APLICABLES A EMPRENDEDORES

2.1. Descripción de sistema financiero

El sistema financiero de un país es el marco en donde los emprendedores y en general las empresas, pueden acudir a obtener los fondos que precisan para su actividad así como para invertir los excedentes de recursos financieros de los que ocasionalmente pudieran disponer.

El sistema financiero de un país congrega al conjunto de mercados, instituciones y medios, cuyo fin primordial es poner en contacto a las unidades de gasto con excedentes de fondos con las unidades de gasto con déficit de fondos, para de esta forma canalizar el ahorro de las primeras a éstas últimas.

El sistema financiero cumple por tanto con la misión fundamental en la economía de mercado que es la de captar el excedente de los ahorradores y canalizarlo hacia los prestatarios, públicos o privados.

Este hecho esta fundamentalmente motivado por lo siguiente:

- La no coincidencia de los ahorradores con los inversores.
- Los deseos de unos y de otros son diferentes, en referencia al grado de liquidez, rentabilidad y seguridad de los activos, por lo que en muchas ocasiones los intermediarios actúan realizando una transformación de los activos.

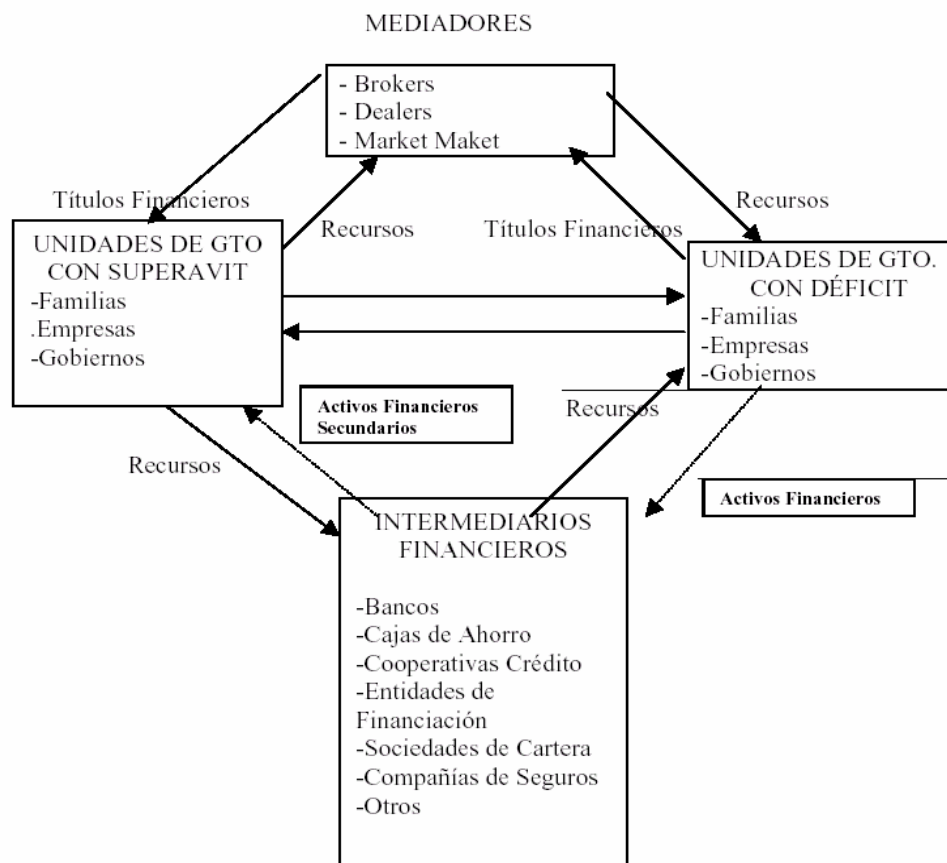
La eficiencia del sistema financiero será mayor cuanto más ahorro se canalice y más se adapte a las preferencias de los agentes.

En el cuadro a continuación, exponemos el papel del sistema financiero en la economía. El dinero que ahorran las unidades con superávit de recursos financieros

(que pueden ser familias, empresas u otras) se canaliza hacia las unidades con déficit de recursos financieros (también pueden ser familias, empresas, Gobiernos, etc.).

Pero esta canalización habitualmente no es directa, se hace preciso contar con intermediarios que realicen una cierta transformación de los activos financieros o bien que simplemente realicen la canalización de los recursos. Por ejemplo, una familia que tenga ahorrados 10.000 euros puede que no quiera prestarlos a 30 años en un préstamo hipotecario a otra familia que necesita recursos para adquirir vivienda. El intermediario financiero hace esa función de ajuste entre las preferencias de unos y de otros, tomando el dinero de la familia en la cuantía y plazo deseado y prestándolo a otros también en la cuantía y plazo que desean. En esa función, transforma los activos financieros.

El sistema financiero: Flujos de fondos y agentes que intervienen



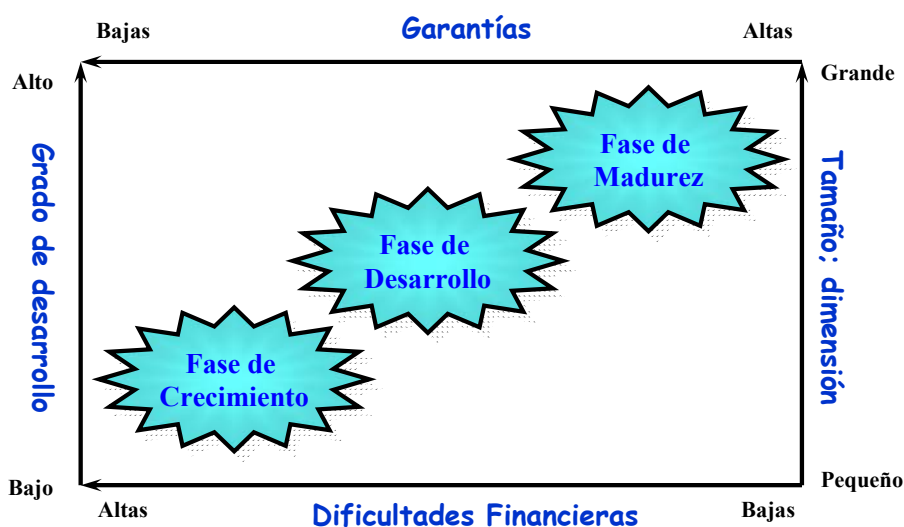
Fuente: Calvo, A; Rodríguez Saiz, L; Parejo, J.A. y Cuervo, A: Manual de sistema financiero español, Ariel Economía, 2004.

Son muchos los tipos de opciones que el sistema financiero permite disfrutar a las empresas en cuanto a su financiación, derivado precisamente de la función de los intermediarios financieros en cuanto a transformación y acercamiento de las necesidades de financiación y la oferta de fondos que realizan las unidades de superávit.

La empresa, por tanto, acude al sistema financiero a obtener los recursos financieros que precisa para su financiación al nacer o en sus procesos de expansión. Sin embargo, este proceso no es fácil, sobre todo para empresas pequeñas, no muy conocidas o asentadas, con poca generación de recursos financieros y sin elementos de garantía suficientes que aportar ante las entidades financieras que asumirían el riesgo de prestarles recursos.

En este sentido, podemos decir que la posibilidad de financiación por parte de las empresas depende al menos de las siguientes variables: (i) grado de desarrollo/ciclo de vida, (ii) tamaño y/o dimensionamiento, (iii) garantías o avales disponibles. Atendiendo a estas variables, podemos decir que la obtención de fondos financieros será la que se representa a continuación.

Relación entre el grado de desarrollo de la empresa, su dimensión y sus dificultades financieras



Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, en general, resultará más difícil la captación de recursos financieros cuantas menos garantías ofrezca la empresa y menor sea su desarrollo y tamaño. Es por esto que las empresas pequeñas, toda vez que pretenden desarrollar sus modelos de negocio, se enfrentan a escasez de recursos propios y de deuda a largo plazo, de ahí el paulatino desarrollo de las sociedades de capital riesgo y de la aparición de inversores ángeles que se han convertido en uno de los instrumentos principales de financiación para el desarrollo de nuevas ideas, al menos potencialmente.

Así, la empresa debe identificar un conjunto variado de fuentes de financiación con las que avanzar, crecer y expansionarse, siendo consciente que a cambio de la obtención de dichos fondos se verá obligada a retribuir a los diferentes agentes, lo que representará un coste para la empresa.

El coste de capital va a venir determinado al menos por las siguientes condiciones:

- (i) Condiciones económicas, fundamentalmente factores de oferta y demanda de dinero así como el nivel de inflación.
- (ii) Condiciones de mercado, en este sentido, cuanto mayor es el riesgo de un proyecto de inversión mayor será la rentabilidad exigida por los accionistas ya que mayor es la prima de riesgo exigida.
- (iii) Condiciones financieras y operativas de la empresa, donde el riesgo va a tener una doble vertiente, por una parte económica, relacionada con la variación del rendimiento del activo de la empresa como consecuencia de las decisiones de inversión de la empresa o bien financiera que estaría referido a la variación en el rendimiento obtenido por los accionistas como consecuencia de las decisiones de financiación de la empresa.
- (iv) Cantidad de financiación: Un aumento de la necesidad de financiación provoca un aumento en el coste del capital.

2.2. La empresa y el equilibrio financiero

Sin embargo, no puede perder de vista los posibles problemas de liquidez y solvencia que podrían plantearse a raíz de la estrategia de financiación adoptada por una empresa.

Desde el punto de vista financiero, se considera que una empresa está en equilibrio o tiene liquidez cuando es capaz de satisfacer sus deudas y obligaciones a corto plazo. La empresa debe tratar de conseguir el equilibrio financiero en todo momento, conservando su estabilidad.

Por otro lado, una empresa es solvente cuando es capaz de hacer frente a todas sus deudas tanto a corto como a largo plazo.

Reflejamos a continuación una serie de situaciones diferentes por las que una empresa puede pasar a lo largo de su historia y que muestran posiciones en el ámbito financiero que afectan a la liquidez y la solvencia.

Situación de máxima estabilidad

ACTIVO	PASIVO
ACTIVO CIRCULANTE	RECURSOS PROPIOS
ACTIVO INMOVILIZADO	

En la situación reflejada en el gráfico anterior, la empresa no dispone de recursos ajenos y por lo tanto no tiene ninguna deuda que deba devolver a terceros ajenos a la empresa (Por ejemplo, bancos, proveedores, etc). Esta situación es frecuente especialmente en las empresas recién constituidas y que llevan poco tiempo desarrollando sus actividades, ya que aún cuando la empresa no se endeude solicitando préstamos bancarios, el mismo crédito comercial supondría una deuda frente a terceros, representados en ese caso por proveedores o acreedores.

No obstante esta situación podría ser interpretada como no eficiente por cuanto que la empresa estaría desaprovechando el apalancamiento financiero positivo que podría obtener como consecuencia de financiarse con un volumen óptimo de recursos ajenos que le permitiera financiar proyectos nuevos y actuales a través de tipos de interés más bajos.

Situación normal

ACTIVO	PASIVO
ACTIVO CIRCULANTE	PASIVO CIRCULANTE
ACTIVO INMOVILIZADO	PASIVO FIJO
	RECURSOS PROPIOS

La empresa, a medida que va desarrollando sus actividades, va recurriendo a distintas fuentes de financiación ajenas. De éstas, unas serán a corto plazo (pasivo circulante) y otras a largo plazo (pasivo fijo). La empresa podrá mantener su estabilidad financiera siempre que sus deudas a corto plazo (pasivo circulante) puedan ser satisfechas con sus recursos a corto plazo (activo circulante) o bien disponga del apoyo de una entidad financiera que llegado el caso pudiera aportar liquidez vía líneas de crédito u otras. En la situación descrita en la figura anterior, la empresa estaría aprovechando el apalancamiento positivo que le supone financiarse a tipos de interés inferiores a los que se ve obligada a pagar a los proveedores de recursos propios.

Situación de inestabilidad financiera

ACTIVO	PASIVO
ACTIVO CIRCULANTE	PASIVO CIRCULANTE
ACTIVO INMOVILIZADO	PASIVO FIJO
	RECURSOS PROPIOS

En esta situación, reflejada en la figura anterior, el pasivo a corto plazo o circulante crece excesivamente y financia parte del activo fijo. Esta situación puede ser peligrosa para la empresa, ya que al vencer sus deudas contraídas a corto plazo no dispone de suficientes recursos a corto plazo para hacerles frente. Sin embargo, la empresa no se encuentra todavía en una situación irreversible. Tiene todavía algunas opciones, como puede ser liquidar parte de su activo fijo para así obtener tesorería (activo circulante), ampliar capital, renegociar su deuda y pasarla de corto a medio o largo plazo, pedir nuevos préstamos, etc.

Se representa ahora la última situación o situación de insolvencia.

Situación de insolvencia

ACTIVO	PASIVO
ACTIVO REAL	PASIVO CIRCULANTE
ACTIVO FICTICIO	PASIVO FIJO
	RECURSOS PROPIOS

El activo real son aquellos elementos del activo (circulante más fijo) que tienen valor de liquidación o valor de mercado y que en caso de liquidación de la empresa podrían generar fondos para pagar a los acreedores. En este caso, observamos que el activo real no es suficiente para pagar a los acreedores, puesto que es inferior a los recursos ajenos (Pasivo circulante + Pasivo fijo). En esta empresa, el activo ficticio (partidas del activo que no tienen valor de mercado, que no son liquidables, como los gastos amortizables: de constitución, de primer establecimiento, etc) ha ido engrosando a lo largo de los años hasta conducirla a la situación de insolvencia. Ello se produce por las pérdidas reiteradas que van reduciendo el valor de los recursos propios.

Es preciso por tanto que la empresa identifique la combinación de fuentes de financiación que le permite alcanzar una estabilidad financiera a un coste asumible.

2.3. El coste del capital

La financiación no es un elemento gratuito para la empresa y su coste marcará, en algunos casos de forma muy negativa, su evolución futura. De hecho, como se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior, el coste de capital que eventualmente pague la empresa dependerá directamente de su estructura de capital, esto es, la proporción de recursos propios y ajenos que la conforman.

En una empresa con una estructura de financiación compuesta de varias fuentes, que es el caso más habitual, el coste del capital medio ponderado se obtiene a través de la combinación de los costes individuales de cada fuente financiera a largo y medio plazo con sus respectivas ponderaciones en función de su importancia relativa en el conjunto del pasivo más neto del balance. Las ponderaciones indican la proporción del valor de mercado de cada fuente financiera con relación al valor total de la financiación a largo y medio plazo.

Así, si suponemos que la financiación a largo y medio plazo de la empresa se compone únicamente de acciones y obligaciones emitidas (deuda emitida), el coste medio ponderado del capital de la empresa sería:

$$k_0 = k'_i \frac{D}{V} + k_e \frac{A}{V}$$

donde k'_i , k_e representa el coste de las deudas a largo y medio plazo (teniendo en cuenta la desgravación fiscal de los intereses) y el de las acciones ordinarias. D y A son el valor de mercado de las deudas y el valor de mercado de las acciones ordinarias, V es el valor de mercado de la empresa ($V=D+A$).

El coste de capital va a depender de las ponderaciones de ambas fuentes financieras y del coste financiero de cada una de las fuentes de financiación, que a su vez dependerá del riesgo percibido por los inversores.

2.4. Financiación interna o propia

Como se ha comentado, toda empresa, cuando se plantea desarrollar un proyecto de inversión o un modelo de negocio se plantea la cuestión de si es preferible financiarse con recursos propios o ajenos.

La solución al interrogante no admite una única respuesta, sino que generalmente se produce una combinación de recursos que en la mayoría de los casos no sólo dependen de la empresa sino también del entorno competitivo en el que están actuando. Una vez detectadas las necesidades de la empresa o del proyecto empresarial, debemos abordar dos formas principales de financiar dichas necesidades, a través de recursos propios o internos y de recursos ajenos o externos.

Por financiación propia se entiende aquellos recursos financieros, monetarios o no, que son aportados por los propietarios de la empresa (accionistas o socios), más los que ha generado la propia empresa y que no han sido repartidos (reservas de distintos tipos legales, voluntarias, etc, es decir, autofinanciación o financiación interna), más los aportados por terceros sin exigencia de devolución. En el caso de constitución de una nueva empresa, generalmente se cuenta con el capital aportado por los accionistas o socios más las eventuales subvenciones.

A nivel más detallado, los recursos propios se componen de:

- El capital social: son las aportaciones de los socios. Como todo recurso propio, éstas han pasado a estar a disposición de la empresa. El socio conserva unos derechos económicos (dividendos, cualquier otro valor que se reparta de forma regular o a la liquidación de la empresa) y políticos (voto en junta de accionistas) sobre la empresa, pero no tiene derecho a exigir la devolución de lo que aportó.
- Las reservas: son los resultados que la empresa ha producido en su funcionamiento y no han sido repartidos a los socios vía dividendos, sino que se han quedado en la empresa para dotarla de mayor solidez financiera. Pueden ser legales (obligatorias por ley), estatutarias (impuestas por los estatutos de la sociedad), voluntarias

(constituidas libremente por los socios) y otras categorías menos utilizadas habitualmente. Se constituyen y amplían tras la Junta de Accionistas anual en donde se decide el reparto entre dividendos y reservas.

- Los beneficios no distribuidos: desde el cierre anual de las cuentas y hasta el momento de acordar su destino en Junta de Accionistas (dividendo o reserva).
- La prima de emisión: aunque no se produce siempre, aparece cuando una empresa amplía capital y las acciones tienen un valor de emisión superior al valor nominal. Se suele utilizar para igualar los derechos de los accionistas antiguos y los nuevos, para lo que también se usan los derechos de suscripción preferentes que se suelen emitir en las ampliaciones de capital.

En todo caso, en el proceso de financiación con recursos propios, la empresa se verá obligada a retribuir a sus fuentes teniendo en cuenta que sobre la rentabilidad mínima del mercado por la inversión en activos sin riesgo habrá de añadir una prima de riesgo. Existen numerosos modelos financieros utilizados para estimar dicho coste, pero el más común es el denominado Capital Asset Pricing Model (CAPM), que permite realizar una aproximación del riesgo financiero de la empresa a través de su parámetro beta.

2.5. Financiación externa no bancaria

La financiación ajena o externa consiste en aquellos fondos que han sido prestados por terceros a la empresa de forma temporal, con la exigencia de devolución en fechas predeterminadas y el pago de una cantidad adicional (interés) en concepto de remuneración. Al igual que ocurre con la remuneración de los recursos propios, la remuneración a las fuentes externas o ajenas, consistirá en aplicar una prima sobre la rentabilidad de los activos libres de riesgo que dependerá en todo caso de la tasa de riesgo.

Puede haber, sin embargo, razones que aconsejen la utilización de recursos ajenos: hay recursos ajenos que no tienen coste, al menos explícito, por ejemplo los pagos a proveedores frecuentemente se aplazan sin pagos de intereses; los trabajadores van proporcionando su trabajo y no cobran hasta final de mes; al cobrar el precio de nuestros productos cobramos también el Impuesto sobre el Valor Añadido, que no deberemos liquidar hasta finalizar el trimestre y por ese aplazamiento tampoco se satisface ningún pago de intereses.

A este tipo de financiación se le suele llamar financiación espontánea o no negociada ya que aparece en el curso normal de las operaciones de la empresa sin que sea preciso realizar ningún proceso específico de negociación de la misma. Este tipo de financiación no tiene coste explícito, pero tiene como coste implícito el descuento por pronto pago que se deja de obtener en caso de pagar al vencimiento acordado.

La financiación a través de recursos de terceros obliga a su devolución, lo que hace que la empresa deba generar recursos suficientes para el pago de dichas deudas, con los correspondientes intereses. Un endeudamiento elevado y concentrado en muy pocos acreedores puede condicionar la toma de decisiones de la empresa.

La obtención de recursos ajenos, si el coste financiero de los mismos es inferior a la rentabilidad del activo adquirido con esos recursos financieros, provoca un incremento en la rentabilidad del propietario, provocando un efecto de apalancamiento sobre la rentabilidad del capital propio.

Esta idea del uso adecuado de la financiación y su efecto sobre la rentabilidad sobre recursos propios se fundamenta en las proposiciones de Modigliani y Miller.

Se produce una relación muy sencilla:

Si la rentabilidad económica de la empresa o R.O.A. (*Return on assets*) sigue la fórmula

$$ROA = \frac{(\text{Beneficio} - \text{Int.Pagados})}{\text{Ac.Total}}$$

Y dado que la rentabilidad financiera o de los capitales propios o R.O.E. (*Return on equity*) se define como

$$ROE = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Recursos Pr opios}}$$

Podemos decir que ambas fórmulas se relacionan de la siguiente forma, poniendo ambas rentabilidades en relación una con otra.

$$ROE = ROA + (ROA - i) \cdot \frac{RA}{RP}$$

siendo i el tipo de interés pagado por el endeudamiento de la empresa, RA los recursos ajenos o pasivo de la empresa y RP los recursos propios.

Si una empresa no tiene endeudamiento, entonces $RA = 0$, por lo que la segunda parte de la ecuación no tiene valor y ROA y ROE arrojan el mismo valor, la rentabilidad del negocio es percibida íntegramente por el socio o dueño de la misma que no debe pagar intereses a nadie.

La forma por la cual una empresa puede aumentar la rentabilidad de sus accionistas es tomar endeudamiento, es decir, apalancar la empresa, siempre que el coste de dicho endeudamiento sea inferior a la rentabilidad que la empresa obtiene de los activos o inversión del negocio, de este modo consigue fondos a un coste inferior.

2.5.1. Leasing

La palabra *leasing* comenzó a utilizarse en los Estados Unidos de América.

Se trata de una forma de financiación de los elementos de activo fijo que le permite a las empresas disponer de ellos dirigiéndose a una institución financiera que se los arrienda o alquila.

Es un contrato de arrendamiento de bienes muebles o inmuebles que permite al usuario su uso, explotación y finalmente adquisición, si es su deseo, a través de una opción de compra a cambio de unas cuotas periódicas.

Por tanto, podemos citar como sus características principales en su forma más habitual:

- Se trata de un contrato mercantil.
- El futuro arrendador compra el bien para alquilarlo al arrendatario y siguiendo sus instrucciones.
- Se puede realizar sobre bienes muebles o inmuebles.
- Existe una opción de compra al final del período de arrendamiento.

Características básicas

Se pueden citar entre sus características básicas las siguientes:

- Es una financiación a medio y largo plazo. Permite el uso de un elemento de activo fijo sin disponer de fondos o acudir al crédito.
- Es una financiación más accesible a las pequeñas y medianas empresas que el crédito bancario convencional ya que la propiedad no se transmite al arrendador hasta el final de período de arrendamiento, si ejercita la opción de compra. Si son productos estandarizados, son de más fácil recolocación para el arrendador en caso de insolvencia o impago del arrendatario.
- Las operaciones de arrendamiento financiero pueden ser efectuadas tan sólo por establecimientos financieros de crédito.

- Financia habitualmente todo o casi el 100% del precio del bien, frente a la opción hipotecaria en el caso de inmuebles, en que como máximo se acerca al 80-90% del valor. Esto se debe a que la propiedad se mantiene por parte del arrendador. La empresa en los préstamos convencionales tiene que recurrir a recursos propios para financiar el resto de la operación.
- Suele incluir una cláusula penal por incumplimiento del contrato.
- Generalmente su coste es más elevado que el de la financiación tradicional. En todo caso, la financiación se establece con unas cuotas definidas que incorporan un tipo de interés acordado.
- Las cuotas de leasing suelen ser prepagables, pagadas a principio de período, lo que hasta cierto punto incrementa el coste efectivo de la opción.
- Los costes del leasing (y por tanto sus cuotas) suelen incluir los siguientes apartados:
 - Comisión de apertura y estudio, que suele ser un porcentaje del valor del bien.
 - El coste financiero de la operación, que son los intereses que devenga la operación.
 - Seguros. Los bienes objeto de la operación están asegurados y el seguro corre a cargo del arrendatario.
 - Impuestos, como el I.V.A. y en su caso cualquier otro impuesto que pudiera derivarse como el de transmisiones patrimoniales en el caso de operaciones inmuebles.
 - Fianzas, en algunos casos.
 - Beneficio de la entidad de leasing.

Tipos de leasing

Atendiendo a la naturaleza de los bienes financiados, puede distinguirse entre **leasing de bienes muebles e inmuebles**.

El leasing de bienes muebles se aplica a la financiación de todo tipo de bienes que podrían recibir la calificación de muebles, como los equipos necesarios para la actividad empresarial, entre los que pueden citarse maquinaria y equipo de producción, equipos auxiliares, ofimática y cualquier otro elemento susceptible de formar parte del inmovilizado material involucrado en el proceso de producción de las empresas. Existen empresas de leasing especializadas en determinados tipos de equipos y bienes.

El leasing de bienes inmuebles permite financiar todo tipo de inmuebles susceptibles de utilización industrial o comercial por los profesionales o las empresas como naves industriales, almacenes, locales comerciales, oficinas, despachos profesionales, hoteles, centros sanitarios, etc.

Desde otro punto de vista cabe distinguir entre **leasing operativo** y **leasing financiero**. En el leasing operativo, el arrendador es a la vez fabricante o distribuidor y se lo entrega al cliente para que éste lo utilice por un periodo de tiempo fijado de común acuerdo. El cliente se obliga a pagar durante el tiempo de uso una cuota periódica, manteniendo el derecho de adquirir el bien a un precio residual, el cual se hubo pactado de antemano, al vencimiento del contrato de arrendamiento. Se suele aplicar más a productos más estándar y de frecuente renovación, como los ordenadores o equipos informáticos. Las cuotas incluyen los gastos de mantenimiento y asistencia técnica del equipo.

En el leasing financiero, el establecimiento financiero de crédito especializado en leasing, a petición del cliente, adquiere el bien previamente seleccionado por éste, y se lo entrega para su uso. En este caso interviene siempre un intermediario financiero. En este tipo de leasing, que es el más conocido, intervienen tres partes: el establecimiento financiero de crédito, como arrendatario del leasing, el cliente como arrendador y un tercero que es el industrial o empresa productora de ese bien que la entidad de leasing compra para posteriormente alquilar al arrendatario.

La principal diferencia entre ambas figuras consiste en que en el leasing financiero el arrendador transmite al arrendatario todos los riesgos, derechos y obligaciones

derivados de la propiedad del bien arrendado, mientras que en el leasing operativo esta transmisión no se produce o se produce parcialmente. Es la fórmula más habitual en nuestro país.

Reflejamos a continuación en un cuadro las principales diferencias entre ambos tipos de operaciones financieras.

Diferencias entre Leasing operativo y leasing financiero

	LEASING OPERATIVO	LEASING FINANCIERO
ARRENDADOR	Fabricantes, distribuidores, importadores y empresas especializadas en leasing operativo.	Empresas financieras.
DURACIÓN DEL CONTRATO	Normalmente de 1 a 3 años.	Normalmente de 3 a 5 años.
REVOCABILIDAD O IRRESCINDIBILIDAD DEL CONTRATO	Revocado por el arrendatario con preaviso.	Irrevocable por ambas partes.
GASTOS DE REPARACIÓN O MANTENIMIENTO	A cargo del arrendador.	A cargo del arrendatario.
RIESGOS TÉCNICOS Y DE OBSOLESCENCIA	Por cuenta del arrendador.	Por cuenta del arrendatario.

Fuente: Westley (2003).

La ventaja fiscal del leasing es importante, ya que la cuota de leasing es un gasto fiscalmente deducible. Se considerará partida fiscalmente deducible la carga financiera y la correspondiente a la recuperación del coste del bien, satisfecha a la entidad arrendadora.

Otro tipo particular de leasing es el llamado **Lease-Back o retroleasing**.

Frente a la operación tradicional de leasing financiero en que intervienen tres partes, en el caso del *lease-back* o *retroleasing* se reduce a solo dos. En esta operación, el usuario y propietario (generalmente una empresa) de un bien (bienes de equipo, medios de transporte, edificios, etc.) lo vende a una compañía de leasing para, a continuación,

pactar su arrendamiento con opción de recompra sobre dicho activo. El propietario pasa, de esta forma, de ser proveedor del bien a ser arrendatario del mismo.

En el *lease-back* se produce la venta del activo, el compromiso de pago contraído con el arrendador y la opción de compra. En la venta del activo se pueden producir plusvalías o minusvalías para la empresa por diferencia entre precio contable y precio de venta, las cuales eventualmente tendrán un efecto fiscal.

El *lease-back* o *retroleasing* es una operación de carácter marcadamente financiero ya que la repercusión para la empresa que, siendo propietaria de un activo lo vende para volver a alquilarlo, es principalmente sobre su tesorería, reduciendo su activo fijo y proporcionando unos medios financieros que pueden utilizarse para otras oportunidades de negocio.

Cifras del leasing en España

De acuerdo con la Asociación española de leasing (www.ael.es), en España el leasing, en cuanto al volumen de su actividad, ha crecido de forma continuada desde la década de los 80, registrándose caídas en 1990, 1992 y 1993.

Por otro lado, la actividad en España tiene una fuerte concentración en sectores de bienes de equipo (30% del total de leasing realizado en 2004) y en transporte (28%). Otros sectores en los que se producen operaciones de leasing pero que suponen menos peso sobre el total son inmobiliario, turismo, equipos informáticos y otros.

De igual modo, en el año 2004, la inversión en leasing se concentro en leasing mobiliario en un 79% siendo el restante 21% dedicado a leasing inmobiliario.

En cuanto a los volúmenes de inversión, estos experimentaron un aumento anual del 60% en la década de los 80, retrocediendo en los años siguientes, para aumentar a partir de 1994, consiguiendo en 1996 y 1997 un crecimiento en torno al 15% respecto

al año anterior, y del 23,4% en 1999, con una evidente ralentización en 2000 y 2001 en los que únicamente creció un 10,26% y un 8,87% respectivamente.

La inversión financiera por leasing ha pasado de representar el 0,20% del PIB a precios corrientes de 1980, a representar el 2,59% en 1989, hasta el 5,8% de 2001. El leasing ha tenido pues, un crecimiento espectacular en los últimos años, salvo en el periodo comprendido entre 1990 y 1993, llegando a alcanzar el mayor nivel de los últimos dieciocho años en el ejercicio 2001.

En el concierto europeo, durante el periodo 1994 a 2000 las entidades españolas ocuparon la quinta posición en cuanto a inversiones nuevas en leasing mobiliario, tras las británicas, alemanas, italianas y francesas, y las cuartas en 2000 en el inmobiliario, tras las francesas, italianas y alemanas.¹

2.5.2. Renting

Hay cierta controversia acerca de si se debería considerar el renting como una opción de financiación en la empresa, dado que no implica en ningún caso la adquisición del bien sino el mero alquiler del mismo. Podría considerarse dicho componente financiero si se entiende que el alquiler sustituye a la adquisición y posterior utilización en el proceso productivo.

Se trata del alquiler de bienes por plazo variable según contrato previo mediante el pago de una cuota de alquiler, siendo por cuenta del propietario la conservación y mantenimiento del bien. La cuota de alquiler incluye dichos gastos de conservación y mantenimiento.

Las principales diferencias con el leasing son:

¹ Calvo, A; Rodríguez Saiz, L; Parejo, J.A y Cuervo, A: Manual de sistema financiero español, Ariel Economía, 2004.

- El leasing suele ser a medio y largo plazo. El renting es a menor plazo generalmente.
- El leasing tiene un periodo irrevocable. El renting se puede rescindir unilateralmente en cualquier momento.
- En el leasing los gastos de conservación y mantenimiento son a cargo del usuario, excepto en ocasiones, como en el leasing operativo. En el renting se incluye el mantenimiento y conservación.
- En el leasing existe obligatoriamente una opción de compra, que no siempre existe en el renting.

2.5.3. Factoring

Se puede definir, de manera amplia, reflejando sus características tanto de apoyo a la financiación de las empresas como de servicio y soporte a la gestión.

En esta línea, se podría definir como la cesión de créditos comerciales, generalmente a corto plazo e instrumentados en facturas, que una empresa vendedora cede a una empresa de factoring a cambio de una remuneración. Se produce un anticipo del resultado de dichos créditos por parte de la entidad de factoring. Al mismo tiempo, la empresa vendedora no precisa de personal de seguimiento del cobro de sus créditos comerciales ya que esta función pasa a realizarla la entidad de factoring.

En un contrato de factoring intervienen tres partes: el fabricante o vendedor, su comprador o deudor y la empresa de factoring o factor.

La relación entre estas tres figuras se produce como sigue: el fabricante o vendedor produce y/o vende a otra empresa (comprador o deudor) el cual no paga al contado sino que recibe crédito y un retraso en el pago de su deuda. El vendedor decide anticipar el cobro de esta deuda y acude para ello a la empresa de factoring o factor.

En esta operación, el vendedor cede al factor sus créditos a cobrar sobre clientes y el factor realiza el cobro a posteriori cubriendo, si así se pacta, el riesgo de impago.

Definimos en mayor detalle las figuras que participan en una operación de esta naturaleza:

- Factor. Es la entidad financiera o entidad de factoring que compra la deuda de terceros a un vendedor o fabricante, su cliente en la operación de factoring.
- Fabricante o vendedor. La firma fabricante industrial o comerciante que contrata con el factor la cesión de las deudas de sus compradores.
- Deudor o comprador. Empresa que adquiere del fabricante o vendedor (que es el que contrata el factoring) los productos de éste, mediante la obligación del pago de un precio. Es el que finalmente soporta la deuda.

Existen dos tipos básicos de operaciones de factoring: factoring con recurso (el riesgo final no lo soporta la empresa de factoring) y sin recurso (en que si lo soporta). Las comisiones que carga la empresa de factoring por su servicio son lógicamente diferentes dependiendo del riesgo que se asume.

La actividad de factoring en España ha tenido un crecimiento fuerte y permanente. En el año 2003 creció a más del 18% sobre el ejercicio 2002. Además, el volumen total de operaciones en este sector se ha multiplicado por más de diez entre 1991 y 2001, siempre según datos de la Asociación Española de factoring.

Servicios del factoring

El factor ofrece a sus clientes tres grandes tipos de servicios que podríamos dividir en servicios administrativos, servicios financieros y de gestión de riesgos.

- **Servicios administrativos:**

- El principal servicio que ofrece es la gestión del cobro de clientes, lo que permite al empresario concentrar sus recursos en su negocio y no en actividades administrativas como cobro de clientes.
- Es particularmente ventajoso para Pymes con poco personal y sobre todo, poco personal administrativo, al externalizar todo el proceso de cobro y seguimiento de clientes.
- Investigación de la clientela, ya que el factor dispone de personal y medios muy especializados y acceso a bases de datos de morosidad, lo que le permite conocer los posibles riesgos de impago.
- Contabilidad y estadística de ventas, ya que controla todo el proceso de seguimiento del cobro de los clientes y dispone de aplicaciones informáticas apropiadas para el seguimiento de la posible morosidad, así como asesoría jurídica y procesos de cobro ejecutivo. El factor envía al cliente extractos con los riesgos pendientes, informes de antigüedad de la deuda, morosidad, etc.

- **Servicios financieros:**

Financiación. El factoring es una operación principalmente de carácter financiero, en la que el factor anticipa a la empresa el importe de las deudas de sus clientes pendientes de cobro. Es por tanto particularmente útil para empresas con dilatados períodos medios de cobro. No obstante, el factor normalmente realizará una tarea de selección de aquellas deudas de clientes que les interesa asumir, que no tienen por qué ser todas las que la empresa cliente tiene pendientes de cobro.

- **Servicios de gestión de riesgos**

Si el cliente contrata la modalidad de factoring sin recurso, el riesgo de impago pasa a ser soportado por el factor, con lo que la empresa no tiene que preocuparse por esta circunstancia.

El factoring tiene algunas características en común con el descuento comercial, pero también algunas diferencias. En el descuento comercial o de letras de cambio el impago siempre repercute al final a la empresa cliente y por otro lado se requiere letras

de cambio para poder descontar mientras que en factoring las facturas aceptadas se admiten como evidencia de deuda y para ser transferidas al factor en su proceso de cobro.

El factoring es una actividad especializada de los establecimientos financieros de crédito, que requiere un gran conocimiento de los riesgos sectoriales y particulares de las empresas deudoras.

2.5.4. *Confirming*

Es un servicio que presta una entidad financiera y que consiste, básicamente, en gestionar los pagos de una empresa cliente a sus proveedores, ofreciendo a estos últimos la posibilidad de cobrar sus facturas con anterioridad a la fecha de vencimiento.

Es una actividad que se remonta al siglo XIX en el Reino Unido, donde existían ya las llamadas *confirming houses* que ofrecían a exportadores el aseguramiento del cobro de las mercancías exportadas a crédito, contra entrega de documentos de expedición, eliminando así el riesgo de impago que ellas garantizaban.

Hoy día se podría decir que el *confirming*, como ocurre con el factoring, incorpora características no solo de carácter financiero sino de servicio prestado a la empresa cliente.

El esquema de funcionamiento es el siguiente y podríamos decir que se produce en dos etapas.

En primer lugar, la empresa cliente solicita a la entidad de *confirming* que se haga cargo de la gestión de pago de sus facturas. En segundo lugar, la entidad financiera realiza ofertas a los proveedores de pago anticipado. La entidad financiera tiene así una doble conexión con su cliente de *confirming* y con los proveedores de éste.

Ventajas para el cliente (comprador)

- Gestión de pagos.
 - Reduce la carga de trabajo administrativo de la empresa, reduciendo llamadas telefónicas de proveedores en relación con los pagos, costes de emisión de instrumentos de pago, seguimiento de cuentas para confirmación de pagos, etc.
 - Evita las incidencias en las domiciliaciones de recibos.
 - Homogeneiza el sistema de pagos a proveedores.

- Sistema de financiación (opcional).

En caso de desearse, se puede concretar con la entidad financiera el retraso de la entrega de fondos para atender el pago a los proveedores, adelantando la entidad financiera los fondos para ello, sin que éstos alarguen sus plazos de cobro.

- Información estadística de pagos.

La entidad de confirming puede proporcionar al cliente una serie de datos que ayudan en la gestión de sus compras y a mantener la estadística de pagos.

- Operativa con proveedores.

La entidad financiera puede bonificar al cliente con parte de los ingresos obtenidos en las operaciones con proveedores, tales como los descuentos por pronto pago.

Servicios para el proveedor (vendedor)

- Cobro anticipado de las facturas.
 - El primer servicio es de carácter financiero, ya que se le anticipa el cobro.
 - Obtiene una concesión de una línea de crédito sin límite y sin consumir su propio crédito.
 - Puede cobrar al contado, previo descuento de los costes financieros, eliminando el riesgo de impagados.
 - Se agilizan los procedimientos de cobro.

2.6. Financiación externa bancaria

El sistema bancario español se compone principalmente de Bancos, Cajas de Ahorro y Cooperativas de crédito. Y los productos que ofrecen a la empresa y en concreto al emprendedor son en general muy homogéneos, a continuación se presentan los más significativos:

2.6.1. Descuento y anticipos sobre efectos

El descuento es una práctica financiera que consiste en que una entidad anticipe a un cliente el importe de un crédito aún no vencido, lo que le permite obtener un ahorro de intereses. Existen fundamentalmente tres tipos de descuentos:

- *Descuento comercial*

El descuento comercial es el descuento o anticipo que efectúan las entidades de crédito de efectos comerciales, letras, pagarés u otros efectos aptos para la financiación de giro, con el fin de anticipar al acreedor el precio de las operaciones de compra-venta de bienes y/o servicios.

- *Descuento financiero*

El descuento financiero es un préstamo formalizado mediante aceptación o emisión por el prestatario, de letras o pagarés creados sin otro antecedente causal. El domicilio de pago de las letras financieras suele ser la propia entidad de crédito, y se suelen emitir con gastos. En definitiva, se trata de créditos concedidos a 3 ó 6 meses, y cuando se conceden para un plazo mayor, el tipo de descuento suele ser más alto, siendo habitual renovarlos cada 6 meses.

- *Descuento de certificaciones*

Esta operación se realiza especialmente en los contratos de obras y suministros públicos. Se autoriza el pago mediante la presentación de certificados (bien por partes, bien por la totalidad de las obras o el suministro). Cualquier entidad de crédito puede tomar estas certificaciones a descuento concediendo entre el 80% y el 90% del nominal.

2.6.2. *Préstamos*

El préstamo puede ser definido como la operación por la cual el Banco, Caja de Ahorro o Cooperativa de Crédito, entrega dinero al beneficiario, mediante un contrato, con la obligación por parte del beneficiario (prestatario) de devolver el principal y abonar los intereses y el resto de los gastos derivados de la operación (comisiones,...).

Los préstamos bancarios son de tipos muy diversos, según su plazo, su finalidad, la forma de fijación de sus intereses, etc.

- *Préstamo en póliza.*

Esta operación se documenta en una póliza de préstamo que proporciona el mismo banco, en la que se establece la entrega a título de préstamo de una cantidad de dinero por el prestamista al prestatario, especificándose el vencimiento del préstamo. El prestatario se obliga entre otras, a pagar todos los gastos derivados de la formalización del préstamo, así como los intereses y comisiones.

- *Préstamos hipotecarios.*

La hipoteca es un derecho real de garantía que se materializa mediante contrato, con la obligación de establecerse en escritura pública y la exigencia de inscripción en el Registro de la Propiedad para que surta efecto. Será necesaria la tasación de los bienes y la vigilancia y seguro de las garantías.

- *Préstamos participativos*

Los préstamos participativos son un instrumento financiero poco conocido y utilizado, pero que sin embargo es uno de los aprobados por la legislación de capital riesgo.

Se caracterizan principalmente porque: (i) son fondos propios en aquellos supuestos de reducción de capital y quiebra, (ii) en el balance figuran como financiación ajena, (iii) tienen un vencimiento a largo plazo, (iv) devengan un interés que depende de los resultados de la empresa beneficiaria, (v) en caso de amortización anticipada, obliga a un aumento de los fondos propios equivalente a la cuantía de la

amortización, al tiempo que se ha de pagar una compensación prefijada, (vi) los intereses se consideran un gasto fiscalmente deducible.

2.6.3. Crédito

Los créditos son contratos por los que una entidad financiera pone dinero a disposición del beneficiario hasta un límite señalado y por un plazo determinado percibiendo periódicamente los intereses de la cantidad dispuesta y las comisiones fijadas. A cambio, el beneficiario está obligado a devolver la cantidad adeudada en el plazo estipulado.

Los tipos de crédito pueden ser: (i) crédito en póliza, (ii) crédito en cuenta corriente de crédito, (iii) crédito documentado, (iv) crédito a la exportación, (v) crédito participativo, (vi) crédito sindicado, (vii) crédito a interés variable.

Las diferencias principales entre crédito y préstamo son las siguientes:

- i. En el crédito solamente se pagan intereses por el capital dispuesto y normalmente por trimestres vencidos, mientras que en el préstamo se pagan por su totalidad, aunque se encuentre en cuenta corriente sin utilizar. Adicionalmente, la entidad financiera suele cargar una comisión sobre la parte del crédito disponible pero no dispuesta.
- ii. El crédito puede ser renovado una o varias veces a su vencimiento, mientras que el préstamo ha de ser pagado en el plazo establecido, de no ser así habrá que instrumentar un nuevo préstamo.

2.6.4. Avaluos

El aval en sentido amplio es una garantía adicional a operaciones de crédito y no un elemento de financiación en sí mismo.

Cuando una persona o empresa necesita crédito y quien se lo puede conceder estima que no tiene suficiente patrimonio para garantizar la operación, lo que ocurre con frecuencia en las Pymes, puede buscar a otra persona o entidad que esté dispuesta a garantizar o avalar con su patrimonio que la devolución del crédito será realidad.

De cara a los emprendedores, ha tenido un desarrollo importante en los últimos años la actividad de las sociedades de garantía recíproca.

Debido a las dificultades de acceso a las distintas fuentes de financiación que tienen las pequeñas y medianas empresas, estas se han visto fuertemente ligadas a fuentes de financiación tales como los créditos a corto plazo, que se caracterizan por sus elevados costes financieros. La vocación de las Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.) es la de solucionar estos problemas de falta de garantías para la financiación. En consecuencia, el objetivo prioritario de las S.G.R. es dotar de apoyo financiero a las PYMES a través de la concesión de un aval que permita respaldar los créditos solicitados por dichas empresas.

Las principales ventajas que obtienen las PYMES como consecuencia del aval concedido por las S.G.R. son las siguientes: (i) consiguen el respaldo financiero (aval) necesario para conseguir créditos sin necesidad de presentar garantías personales o incluso, (ii) aceleran los plazos de concesión de créditos a menores tipos de interés, (iii) facilitan información a las PYMES sobre nuevas fuentes de financiación y ayudas así como nuevas oportunidades de negocio.

Adicionalmente, las S.G.R. se caracterizan por tener un doble carácter:

- i. Carácter de entidad financiera
- ii. Instrumento de política económica al servicio de la PYME

A partir de este doble carácter de las S.G.R., se pueden identificar tres tipos diferentes:

- S.G.R. de ámbito regional y carácter multisectorial

- S.G.R. de ámbito nacional y carácter sectorial
- S.G.R. de ámbito regional y carácter sectorial

En definitiva se podría decir que las S.G.R. actúan como intermediarios financieros dedicados a la concesión de avales y cuyas funciones principales consisten en, por una parte, conceder avales a las PYMES para que estas puedan acceder más fácilmente a las fuentes de financiación necesarias para desarrollar sus modelos de negocio, y por otra, facilitar el acceso a líneas de financiación privilegiadas y obtener al mismo tiempo mejores condiciones en la obtención de recursos financieros que los que obtendrían si lo hicieran por sí mismos. Adicionalmente a lo anterior, también asesoran a sus empresas avaladas sobre nuevos instrumentos financieros que podrían adaptarse a sus necesidades específicas así como nuevas oportunidades de negocio.

En resumen, las S.G.R. se comportan como un instrumento de promoción empresarial, que facilita el crédito a la empresa al permitir orientar, promocionar e incentivar la inversión por ellas avalada. Su objeto principal es prestar garantías por aval o por cualquier otro medio admitido en Derecho, a favor de sus socios para las operaciones que éstos realicen, dentro del tráfico de las empresas de que sean titulares.

La sociedad no podrá conceder directamente ninguna clase de crédito a sus socios, aunque podrán emitir obligaciones por un importe no superior al 100% de los recursos propios.

El importe de los avales concedidos por las S.G.R. ascendió en 2004 a 11.201 millones de euros, frente a los 6.209,22 millones de euros de 2000.

Como se muestra a continuación en la siguiente Tabla, en 2004 el sector servicios recibió la mayor parte de estos avales, con el 36,87% del importe total, seguido del sector industrial, con un 28,19% y de los sectores construcción y comercial, con el 16% cada uno.

Millones de euros	2000		2001		2002		2003		2004	
	Número	Cuantía	Número	Cuantía	Número	Cuantía	Número	Cuantía	Número	Cuantía
Datos sobre avales										
Solicitados	125.250	8.975	138.152	10.180	152.763	11.576	171.851	13.192	193.248	15.194
Concedidos	98.787	6.209	111.442	7.369	121.979	8.214	140.204	9.585	158.728	11.201
Formalizados	220.127	5.763	252.205	6.713	286.259	7.735	325.507	8.995	369.421	10.488
Distribución sectorial										
Primario	54.896	1.989	59.211	2.210	63.625	2.468	70.445	2.829	77.788	3.307
Industrial	1.248	61	1.209	55	1.444	64	1.634	77	1.810	91
Construcción	10.253	671	11.144	733	11.904	797	12.530	856	13.140	932
Terciario	18.864	321	19.676	356	20.287	399	21.648	457	23.454	538
Comercial	16.179	602	19.026	722	21.373	834	25.450	1.032	28.897	1.219
	8.352	335	8.156	345	8.617	375	9.183	407	10.487	527
Distribución prestamistas del riesgo										
Banca privada	54.896	1.989	59.211	2.210	63.625	2.468	70.445	2.829	77.788	3.307
Cajas de ahorro	6.793	489	6.980	519	6.891	542	7.462	608	8.610	711
Cooperativas de crédito	9.898	747	10.583	770	11.965	926	13.311	1.019	15.448	1.154
Otras entidades	1.555	116	1.814	144	1.834	149	1.984	191	2.140	227
Proveedores	305	18	230	15	268	23	303	35	291	48
Avales técnicos	2.420	72	2.552	84	2.535	88	2.329	95	2.425	126
Otros	30.681	475	30.040	474	33.503	552	37.081	665	39.715	764
	3.244	73	7.012	204	6.629	188	7.975	218	9.159	278
Garantías complementarias										
Real	54.896	1.989	59.211	2.210	63.625	2.468	70.445	2.829	77.788	3.307
Personal	4.366	715	6.400	766	7.134	892	7.910	1.000	8.904	1.235
Sin garantía	28.400	760	26.878	765	27.916	857	30.278	1.023	32.445	1.164
	20.593	514	25.933	679	28.575	719	32.257	807	36.439	909
Plazos de riesgo										
Menos de 12 meses	54.896	1.989	59.211	2.210	63.625	2.468	70.445	2.829	77.788	3.307
Entre 1 y 3 años	4.366	82	6.712	202	3.708	86	3.527	74	3.223	96
Entre 3 y 5 años	9.297	228	5.586	249	3.505	137	3.756	181	13.778	522
Entre 5 y 8 años	-	-	5.982	200	6.862	255	7.768	273	6.739	289
Más de 8 años	-	-	7.921	500	9.286	599	9.277	570	12.828	611
	41.223	1.679	32.960	1.060	40.264	1.391	46.117	1.732	41.220	1.789
Destino del aval										
Inversión nueva empresa	54.896	1.989	59.211	2.210	63.625	2.468	70.445	2.829	77.788	3.307
Otros avales financieros	14.827	1.170	15.575	1.281	18.818	1.465	21.488	1.664	24.778	1.996
Fianzas (avales técnicos)	3.775	194	6.215	311	4.664	313	4.450	341	4.857	364
Otros	31.263	459	33.795	519	36.597	596	39.529	686	41.534	779
	5.031	166	3.626	98	3.546	95	4.978	137	6.619	168

Fuente: CESGAR.

Los fondos de garantía permiten asegurar los avales otorgados por la S.G.R., y deben estar constituidos por socios cuyas deudas sean objeto de garantía por parte de la sociedad. La constitución del fondo de garantía por los socios partícipes será en proporción a las obligaciones avaladas por la S.G.R. y en la cuantía que determinen los estatutos (normalmente el 6% de la cantidad avalada), aunque se podría exigir un suplemento.

Las S.G.R. nacen bajo autorización del Ministerio de Economía y sus Órganos de Gobierno son la Junta General y el Consejo de Administración, el capital que las componen es variable y puede estar comprendido en la horquilla entre una cuantía mínima establecida en los Estatutos y el triple de dicha cantidad, no obstante, su capital puede ser modificado por acuerdo del Consejo de Administración lo que vendría a facilitar la entrada y salida de socios. Existen fundamentalmente dos tipos de socios, partícipes o mutualistas y protectores o inversores. La principal diferencia entre ambos está en el hecho de que mientras los primeros pueden obtener la garantía de la S.G.R. los segundos no tienen este derecho.

2.6.5. Líneas de financiación del ICO

El Instituto de Crédito Oficial (I.C.O.) está adscrito al Ministerio de Economía se trata por tanto de una sociedad estatal con la consideración de entidad de crédito, cuya finalidad principal es prestar fondos a largo plazo que financien la creación de inversiones productivas.

El I.C.O. tiene un doble carácter. Por una parte actúa como Entidad de Crédito y por otra, actúa como Agencia Financiera del Estado. Entre sus principales funciones destacan el desarrollo de actividades económicas que contribuyan a aumentar el crecimiento económico y la riqueza nacional, en particular todas aquellas actividades que tengan una especial importancia social, cultural, innovadora o ecológica. En consecuencia, el I.C.O. contribuye a amortiguar los efectos económicos como consecuencia de las crisis económicas, catástrofes naturales, etc según las instrucciones que dicte la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos y las directrices del Ministerio de Economía y las decisiones que al respecto adopte su Consejo decisorio.

Las funciones del I.C.O. como banco de desarrollo van dirigidas a prestar fondos a medio y largo plazo con el objeto de financiar inversiones productivas. Las operaciones de financiación se clasifican en operaciones de política económica y operaciones de mercado puro. Respecto de la primera, operaciones de política económica, la principal función del I.C.O. es apoyar a las Pymes así como la creación de instrumentos dirigidos a lograr el equilibrio regional y la mejora del medio ambiente. Respecto de la segunda operación de financiación, las operaciones de mercado, van dirigidas a financiar grandes proyectos de infraestructuras de telecomunicaciones, energía o transportes.

3. FORMAS DE FINANCIACIÓN ESPECÍFICAS PARA EMPRENDEDORES Y PYMES

3.1. Capital riesgo

El capital riesgo (*Venture Capital*) es la actividad financiera consistente en la toma de participaciones temporales y minoritarias en PYME en proceso de arranque o crecimiento, aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial, con objeto de obtener algún beneficio del éxito de las mismas; plusvalías si los inversores son privados o regeneración del tejido empresarial si el aportante de los recursos pertenece al sector público. Por otra parte, el capital inversión (*Private Equity*) es la actividad financiera consistente en la creación de una cartera de acciones de empresas no cotizadas en los mercados oficiales, aportando valor añadido en la gestión, pretendiendo, en principio, una estancia temporal en las participadas.

3.1.1. Descripción de la actividad

Existen distintas definiciones del término y de la actividad de capital riesgo. Todas ellas, sin embargo, citan características comunes que destacan el origen y el fundamento básico de la actividad.

La actividad de capital riesgo se entiende como una forma de financiación principalmente dirigida a empresas de tamaño pequeño y mediano, con un plan de expansión o de nueva creación, pero siempre innovadoras y en crecimiento. La participación en la sociedad se realiza, en muchos casos, por la adquisición de acciones ordinarias, preferentes o algún instrumento de deuda (frecuentemente convertible en acciones) y, en algunos casos, a través de otros instrumentos como son los préstamos participativos.

La financiación es de carácter temporal y, tras un cierto período de tiempo, la empresa de capital riesgo abandona la sociedad financiada por cualquiera de las vías más comunes, bien sea por salida al mercado de la participada (*Initial public offering*,

I.P.O.), por colocación privada a terceros, venta a los antiguos accionistas, liquidación u otras.

La empresa de capital riesgo no solo ofrece recursos financieros, sino también apoyo en la gestión, reputación a la sociedad financiada por el hecho de estar apoyada por un grupo inversor y mayor control y eficacia en la gestión derivado del hecho de que la sociedad de capital riesgo establece procedimientos de control sobre las empresas en cartera, por proteger su propio interés.

En todo caso, las sociedades de capital riesgo realizan una función de intermediación en el sistema financiero, con un tipo de financiación especializada que no estaría disponible por cauces habituales en la mayoría de los sistemas financieros. La financiación de produce en condiciones de riesgo, de falta de garantías y de asimetría de información que las instituciones financieras más tradicionales no están habitualmente dispuestas a apoyar.

Por otro lado, se observa que el alcance de la definición de capital riesgo varía entre áreas geográficas. Por ejemplo, en Estados Unidos, el término capital riesgo se suele reservar a las operaciones privadas de adquisición de títulos en empresas en sus primeras fases de desarrollo (*seed, start-up y expansion*), excluyendo las operaciones de *buy-out* entre las que cabe destacar las conocidas como L.B.O. (*Leveraged buy out*) y M.B.O. (*Management buy out*). La N.V.C.A. de EE.UU. define capital riesgo como “dinero facilitado por profesionales que invierten junto con la dirección en empresas jóvenes, de crecimiento rápido y que tienen el potencial para convertirse en empresas generadoras de riqueza. Capital riesgo es una importante fuente de capital para empresas en fase de *start-up*”.

Martí Pellón (2002)², define capital riesgo como “una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a

² Martí Pellón, J., (2002) “Oferta y Demanda de Capital Riesgo. 2001”. Editorial Civitas, Madrid.

pequeñas y medianas empresas (PYMES) en proceso de arranque o de crecimiento, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado”.

Black y Gilson (1998)³ definen capital riesgo como la inversión realizada por sociedades especializadas en empresas de alto crecimiento, alto riesgo, y a menudo alta tecnología, que necesitan capital para financiar el desarrollo de productos o su crecimiento y que, por la naturaleza de su negocio, deben obtener esta financiación por vía de recursos propios más que de deuda. Según los mismos autores, no se incluirían las operaciones de *buy out* (entendidas como la compra financiada con recursos ajenos por parte de antiguos empleados o directivos o terceros de una empresa) que en otros países si se estudian como parte de la actividad en un sentido más amplio.

La definición de capital riesgo en Europa sigue, sin embargo, unas pautas más amplias, incluyendo prácticamente cualquier operación en empresas no cotizadas, como hace la Asociación que aglutina la práctica en Europa, conocida como E.V.C.A. (European Private Equity and Venture Capital Association).

La actividad de capital riesgo es una actividad de intermediación financiera, que precisa de, al menos, tres partes implicadas: los inversores que aportan los fondos, las empresas que requieren financiación y las entidades de capital riesgo que actúan como intermediarios financieros.

Ocasionalmente, los fondos pueden ser ofrecidos directamente por los inversores a las empresas, en un entorno no organizado, a través del circuito de inversores particulares (“ángeles”) cuyo concepto y papel desarrollamos más adelante en este documento.

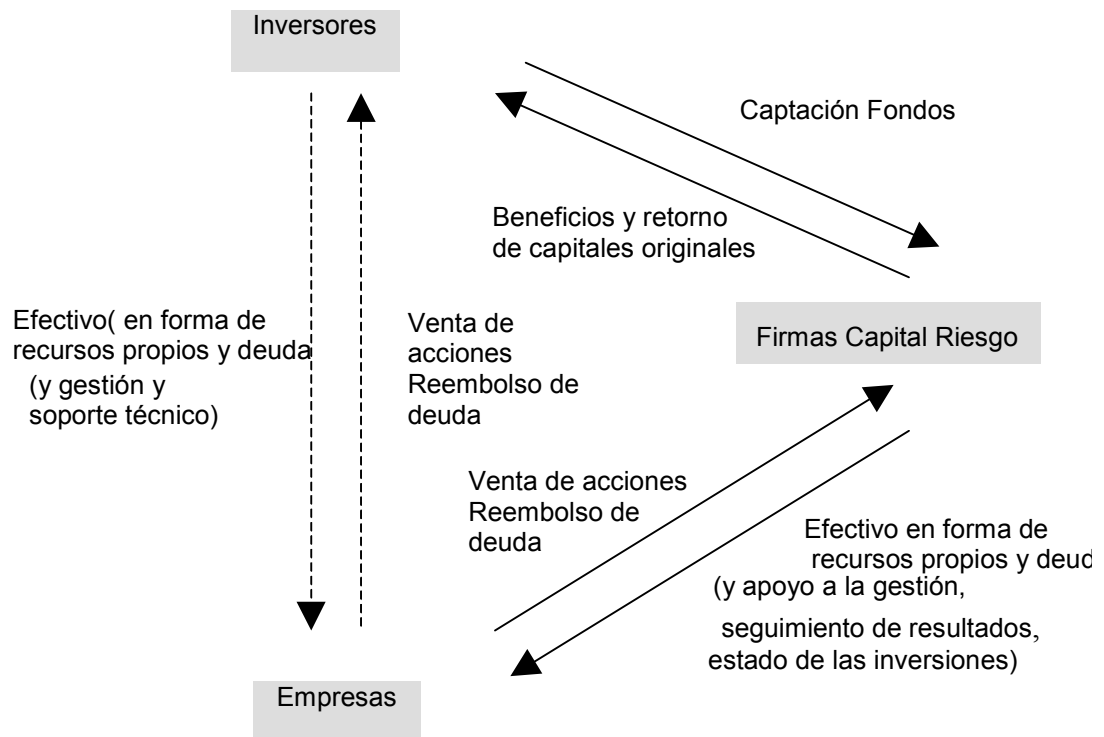
La Figura a continuación, desarrollada a partir de Baygan & Freudenberg (2000)⁴ permite un excelente visualización de la relación que se produce entre las firmas financiadas y los inversores de capital riesgo y también muestra la inversión de carácter

³ Black, B.S. y Gilson, R.J. (1998) “Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-277, 1998.

⁴ Baygan, G. & Freudenberg, M., (2000) “*The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*” *OECD, STI Working papers 2000/7*.

informal o de inversores “ángeles”. Esta relación se diferencia de la que se produce en otros casos de intermediación financiera, en varios aspectos.

***La relación entre participantes en el mercado de capital riesgo
a nivel formal e informal***



Fuente: Elaboración propia a partir de Baygan & Freudenberg (2000).

En ambos modos de inversión, tanto directo (informal o de inversores ángeles) como indirecto (formal o de capital riesgo propiamente dicho), se produce un doble flujo de apoyo y soporte del inversor a la empresa financiada. No sólo se ofrecen fondos, sino también asesoramiento en la gestión y dirección e, incluso, de carácter técnico. Esta tendencia se refuerza en los últimos años y también se acentúa en estadios más iniciales de la vida de la empresa, o en los sectores más tecnológicos, por el mayor nivel de riesgo. El objetivo final es la creación de valor en la empresa financiada que pueda, finalmente, utilizarse en provecho de la empresa de capital riesgo en su desinversión por un valor superior al invertido. Este aspecto, está también recogido por Martí Pellón

(2002)⁵ que indica que el inversor suele incorporar valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente a terceros y ofreciendo su experiencia ante situaciones difíciles. La contrapartida por el riesgo asumido y el largo período de maduración necesario suele producirse, en caso de éxito, en forma de plusvalías.

Por tanto, la firma financiada recibe no solo financiación, sino también un su futuro inmediato a una firma diferente, con una capacidad de ofrecerle servicios adicionales al apoyo meramente financiero que le daría cualquier otro intermediario, además del acceso a una mayor red de contactos y de poder mostrar una posición de mayor credibilidad en el mercado.

Dicho en otros términos, la entidad de capital riesgo posee un interés económico en la empresa en la forma de una participación en sus recursos propios y mantiene además unos derechos de control sobre la participada para garantizar su inversión, el valor de la misma y el cumplimiento de los objetivos propuestos.

Desde otra óptica, de la figura 1.1. se desprende que esta actividad puede estudiarse desde distintos ángulos. Desde la perspectiva de la oferta, de la demanda y de la intermediación entre ambas, realizada por entidades especializadas.

La **oferta de fondos en capital riesgo** es realizada por inversores finales, privados o Institucionales, que deciden aportar fondos a una entidad de capital riesgo para su posterior aplicación en proyectos de inversión del tipo de los que describimos en este trabajo. Suelen ser bancos, empresas, compañías de seguros, fondos de pensiones y también Instituciones de carácter público. Existen una serie de condicionantes y elementos que favorecen esta aportación.

La **demanda de fondos de capital riesgo**, por el contrario, la realizan las empresas con proyectos y ánimo inversor, que precisan financiación para tales proyectos.

⁵ Martí Pellón, J., (2002) "Oferta y Demanda de Capital Riesgo. 2001". Editorial Civitas, Madrid.

Las firmas de capital riesgo, en este contexto, realizan la función de **intermediarios financieros**, captando los fondos de los oferentes y aplicándolos a la financiación solicitada por los demandantes. A cambio de realizar esta gestión, que implica custodia de los fondos, análisis de inversiones, control y seguimiento de empresas en cartera, identificación y desarrollo de la estrategia de salida más oportuna y otras funciones, la entidad de capital riesgo recibe una retribución. Ésta se produce en forma de comisiones, tanto por gestión como por resultados, en caso de éxito.

A partir de la definición general antes expresada, a continuación se realiza una revisión de los aspectos en ella contenidos, a través de la descripción del ciclo de capital riesgo.

3.1.2. Ciclo de la actividad de capital riesgo

Como ya se ha descrito, la actividad consiste básicamente en la intermediación financiera entre un grupo con excedentes de recursos financieros, la oferta de capital riesgo, que aportan dichos recursos a la financiación de una serie de empresas de determinadas características, la demanda, para lo que cuentan con una entidad intermediaria, la entidad de capital riesgo. Ésta lleva a cabo las tareas principales de la actividad: captar los fondos de los inversores con excedentes de fondos, invertirlos tras un proceso de estudio en empresas con déficit de fondos o demandantes de fondos para, eventualmente, deshacer más adelante esa inversión y devolver el capital más las posibles plusvalías a los inversores, cobrando su comisión por el servicio de intermediación prestado.

Es una actividad cíclica, en la que se captan fondos de los inversores, se realiza una inversión de carácter temporal en las empresas en cartera (entre 3 y 8 años dependiendo del sector, país, etc.) y posteriormente se retornan los fondos a los inversores, con las plusvalías correspondientes, en caso de producirse.

Siguiendo la aportación de Gompers y Lerner (2001)⁶, se distinguen las siguientes tres grandes fases:

⁶ Gompers, P.A. & Lerner, J., (2001) "The Venture Capital Revolution". *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 145-168.

A. Captación de fondos**B. Inversión****C. Desinversión****A. Captación de fondos**

El negocio de capital riesgo se nutre de fondos aportados por inversores que pueden ser de distintos perfiles: empresas que desean diversificar sus actividades hacia sectores de mayor riesgo pero prometedoras, fondos de pensiones que desean igualmente diversificar sus inversiones en una medida prudente, bancos, particulares adinerados, fondos de inversión y otros.

Una vez identificados estos inversores, se procedería a la formalización de su participación en la entidad de capital riesgo. Esta participación, de acuerdo con Gompers y Lerner (2001), suele ser acordada en el marco de un contrato con cláusulas que tratan de limitar los posibles conflictos futuros y que marcan los límites para la inversión por parte de la entidad de capital riesgo, con ejemplos como prohibición de iniciar un nuevo fondo hasta que el anterior esté completamente invertido, no inversión en áreas no bien conocidas por la entidad de capital riesgo, etc. Todo esto quedaría recogido en un reglamento que forma parte del proyecto de constitución de la entidad de capital riesgo.

Otro aspecto de especial relevancia relativo a la aportación de fondos por parte de los inversores de capital riesgo es el relativo a la entrega escalonada que suelen llevar a cabo. La entidad de capital riesgo no invierte el volumen total previsto de una sola vez, sino de forma paulatina a medida que va seleccionando empresas para la cartera de gestión y, por otro lado, una vez iniciado el proceso inversor en cada entidad, ésta puede recibir fondos de manera escalonada según va cubriendo los hitos preestablecidos. Por ello, generalmente no se solicita el total de la aportación a los inversores finales en un momento inicial.

Las entidades de capital riesgo, en su definición, deben identificar distintos aspectos relativos a su gestión, entre ellos el perfil de riesgo que están dispuestas a asumir. Este perfil de riesgo se suele concretar en la definición de aspectos como: industrias en las que se desea participar, tamaño de las participaciones, distribución de los riesgos en cartera, etc.

B. Inversión

La fase de inversión de los fondos es generalmente la más larga e implica lo que sería la adquisición efectiva de las participaciones en la sociedad financiada, o bien la formalización del instrumento de financiación elegido.

Asimismo, implica todas las tareas de seguimiento de dicha inversión, tareas de control de la empresa, y aportación de cualquier actividad que ayude a mejorar los resultados de la empresa en que la entidad de capital riesgo se encuentra comprometida.

C. Desinversión

Quizás es la parte más comprometida de la actividad de capital riesgo, convertir en líquidas las acciones y participaciones adquiridas. Con frecuencia no existe un mercado organizado a esos niveles además de venir generalmente de un entorno marcado por restricciones de transmisión.

En todo caso, la actividad de capital riesgo tiene como característica definitoria clara la temporalidad de sus participaciones, por lo que son inversiones que deben ser liquidadas en todo caso, dado el papel de intermediación de la actividad de capital riesgo, entre la empresa y el inversor, el cual espera la devolución de su inversión y sus eventuales plusvalías. La devolución se hace generalmente en efectivo, aunque existe posibilidad de realizar esta devolución en acciones de empresas ya cotizadas sobre todo en el mercado norteamericano, hecho por otro lado razonable si tenemos en cuenta que es el mercado de capital riesgo donde se producen más desinversiones a través de mercado (vía I.P.O.'s).

Generalmente se identifican como medios de desinversión típicos de una entidad de capital riesgo los siguientes:

Venta en mercado público. Conocemos estas operaciones como I.P.O. (*initial public offering*) y es por lo general el método más rentable de realizar una participación de una sociedad adquirida en el marco de capital riesgo, si bien existe cierta tendencia a identificar la venta de la participación de la entidad de capital riesgo en dicho momento como una señal negativa al mercado y, en muchos casos, se tiende a esperar un cierto período de tiempo antes de vender, una vez cotizando la empresa en mercado.

Venta a terceros en una operación privada, que incluiría la reventa a los accionistas antiguos o personas involucradas en la empresa, opción bastante frecuente.

Liquidación de la operación por su propia naturaleza, es decir, si la inversión ha consistido en un determinado activo que posteriormente se vende. Podría ser el caso de una operación de carácter inmobiliario, no siendo sin embargo este sector uno de los típicos de capital riesgo.

Absorción del capital de la sociedad de capital riesgo por parte de la empresa financiada, vía endeudamiento. En este caso la empresa se hace de nuevo con el control de sus acciones, endeudándose para comprar los títulos en poder de la entidad de capital riesgo.

Liquidación por insolvencia, en el caso de que la empresa y el proyecto finalmente no sean viables.

3.1.3. Tipología de inversiones

Las entidades de capital riesgo, tras la definición que hemos ofrecido anteriormente del alcance de la actividad, podemos decir que invierten en empresas en distintos niveles de madurez y avance de su actividad.

Existe una terminología específica desarrollada, muy utilizada en la industria. Así se habla de los siguientes tipos de inversiones (tomadas las ideas principales de webcapitalriesgo.com y la página oficial de la N.V.C.A. (National Venture Capital Association) de los EE.UU.

- Semilla (*Seed*)

Es una inversión que se produce antes de que exista como tal un producto o una empresa realmente organizada.

Los fondos aportados pueden ser utilizados por la empresa para desarrollar el producto o para preparar prototipos. El empresario estará generalmente en la fase de desarrollar su idea de negocio e incluso el propio producto.

En esta fase no hay ventas generalmente ni por supuesto beneficios.

Los volúmenes de inversión requeridos suelen ser reducidos comparados con los que suelen ser necesarios en las siguientes fases. Por ello, el inversor debe anticipar las necesidades futuras de recursos y los potenciales.

En los EE.UU. esta fase es principalmente abordada en cuanto a su financiación por los inversores ángeles, más frecuentemente que las entidades de capital riesgo.

- Puesta en marcha (*Start-up*) y fases iniciales (*early-stage*)

Financiación del inicio de la producción y de la distribución. Se participa en empresas de nueva o muy reciente creación, considerándose como tales todas aquellas que todavía no han empezado a generar beneficios pero que generalmente ya estarán haciendo ventas.

En Estados Unidos se suele definir como *Start-up* la participación en la creación de la sociedad, diferenciándolo de *Other early stages* (otras fases iniciales) cuando la sociedad ya está constituida, pero no ha comenzado a generar beneficios.

La inversión en esta fase tiene un largo período de maduración y también suele requerir la inyección de recursos posteriormente para financiar el crecimiento.

- Expansión (*Expansión*)

En esta fase, la empresa ya está generando beneficio, pero precisa un apoyo financiero para posibilitar su acceso a nuevos productos y/o mercados, o el crecimiento en los que está introducido. Se trata de inversiones de menor riesgo y mayor volumen. En general, los beneficios que obtiene la empresa se reinvierten en el mismo negocio.

El menor riesgo viene dado por la existencia de datos históricos y referencias de proveedores, clientes y entidades financieras que reducen considerablemente la incertidumbre, además de que el producto de alguna manera ya está testado en el mercado al que se orienta. No obstante, el riesgo sigue existiendo por el cambio de dimensión que se pretende conseguir.

Recibe el nombre de financiación puente (*Bridge financing*) toda inversión de expansión que pretenda la toma de participación en una empresa como paso previo a su entrada en los mercados de valores.

- Adquisición con apalancamiento (*Leveraged/Management Buy-Out y Management Buy-In*)

Se trata de compras de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con deuda (apalancadas), en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (*financiación de entresuelo o mezzanine financing*).

Existen distintas modalidades, dependiendo de los participantes en el proceso, como los *Management Buy-Out* (MBO), en los que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de la propia empresa; o los *Management Buy-In* (MBI), en los que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de otra empresa distinta; o una mezcla de ambas: *Buy-In Management Buy-Out* (BIMBO).

- Reorientación (*Turnaround*)

Financiación de un cambio de orientación en una empresa en dificultades. Normalmente lleva aparejado un cambio en el equipo directivo, por lo que algunas operaciones aparecen englobadas entre los MBI.

- Capital de sustitución (*Replacement*)

El inversor de capital riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un accionista o grupo de accionistas, por lo que no supone una entrada de nuevos recursos en la empresa.

El papel del inversor financiero en este caso será sustituir a un grupo de accionistas, generalmente pasivos, para dar un nuevo empuje a la empresa. Como se ha comentado anteriormente esto se enmarca dentro del enfoque habitual de capital riesgo en donde el inversor no solo aporta recursos financieros sino apoyo a la gestión allí donde sea posible. Este tipo de operaciones suelen producirse en empresas familiares en segunda o tercera generación, en las que con frecuencia no todos los accionistas tienen el mismo interés en la empresa o pueden no tener la suficiente preparación para llevar adelante el negocio.

El resultado de ambas acciones debería traducirse en un mayor valor de la empresa.

Suele ser habitual que el inversor financiero amplíe posteriormente su participación para facilitar la expansión de la empresa.

3.1.4. Capital riesgo en España. Cifras y Características

La industria de capital riesgo ha crecido mucho en los últimos años, pero aún así en España se encuentra todavía significativamente por debajo de las cifras que muestra en otros países, en cifras absolutas y en cifras relativas a los niveles de PIB.

De acuerdo con el informe desarrollado por Capital y Corporate, 2003 fue el mejor año de la historia del capital riesgo. El año 2004 consolidó la tendencia de la industria con un ligero crecimiento del 5%, marcando así un nuevo hito ya que se alcanzó la cifra de 1.510 millones de euros que ha venido caracterizado principalmente por:

- Un aumento claro del número de *buy-outs* en España, que represente en torno al 6% del volumen invertido, acercándose así a la media europea.
- Una serie de récords: mayor cantidad invertida por parte de un fondo de private equity, mayor secondary buy-out, etc.
- Un claro dominio de los fondos extranjeros.
- La media invertida en las operaciones de tamaño intermedio o en las grandes transacciones aumenta notablemente. Más de 35 operaciones superan los 10 millones de euros invertidos, y sumándolas representan más del 80% del volumen invertido en 2005.
- Más desinversiones rentables, con algunas transacciones que superan el 70% de tasa interna de rentabilidad anual.
- Nuevos actores, sobre todo provenientes de iniciativas públicas.
- Un interés cada vez más real por parte de fondos extranjeros por realizar operaciones en España ante unas perspectivas muy prometedoras.

En opinión de Capital y Corporate, 2004 fue ligeramente mejor que 2003 en cuanto a captación de fondos por parte de las gestoras españolas, aproximadamente a un volumen de 600 millones de euros respecto a un importe total de unos 500 millones de euros del año anterior. Cabe destacar que la cifra está todavía muy lejos de la del año 2000, que fue un año record. Como siempre, a pesar de estos datos, se piensa que los recursos disponibles para invertir en España siguen creciendo de forma considerable, debido a la voluntad de muchos fondos paneuropeo de colocar parte de sus recursos

hacia inversiones en España. Esto hace suponer que el ritmo de inversión seguirá acelerándose en los próximos años, al igual que seguirá aumentando, previsiblemente, el número de operadores interesados en invertir en España.

Por último, también hay que destacar la puesta en marcha de nuevas redes de inversores ángeles en varias regiones de España.

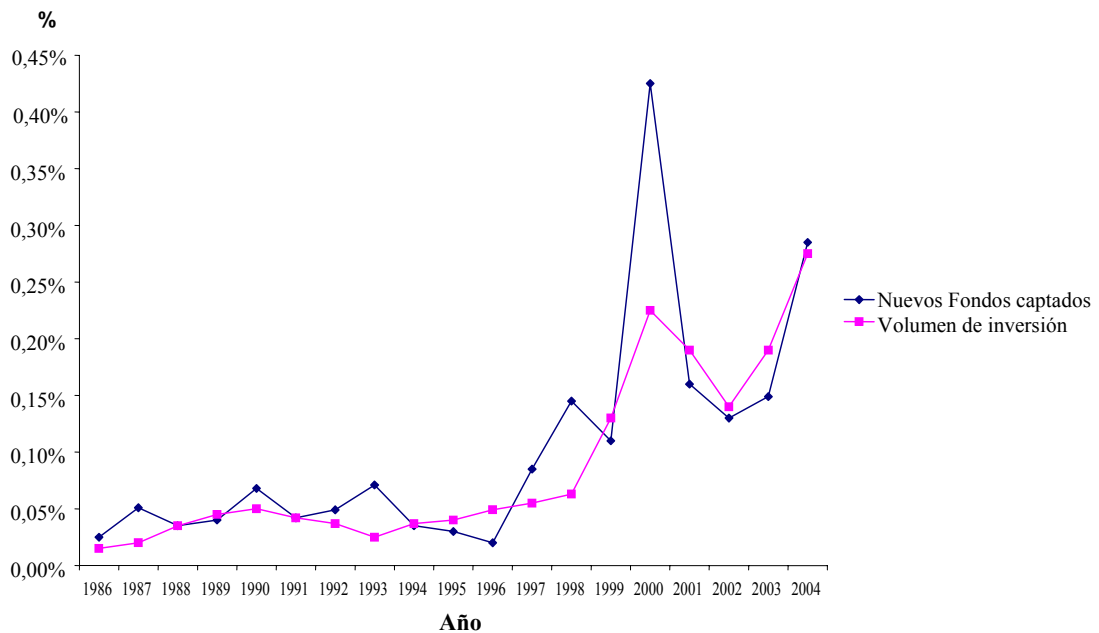
El tamaño actual del mercado español de capital riesgo impide a muchos grandes fondos especializarse a nivel sectorial, por falta de amplitud del mercado. Tradicionalmente, se identifican dos tipos de fondos: (i) los generalistas (estudian oportunidades en cualquier sector), y (ii) los especializados, que generalmente se centran en entornos tecnológicos (buscan proyectos innovadores).

En cuanto a los sectores de predilección en 2004, la industria sigue siendo el mayor destino de las inversiones en España.

En este contexto, y según el informe sobre capital riesgo en España 2004 elaborado por Martí Pellón y Salas de la Hera (2005), el sector de capital riesgo en España cerró el ejercicio 2004 con un balance positivo, con máximos históricos en el volumen invertido y desinvertido, y el segundo mayor registro en captación de nuevos recursos.

En este sentido, y tal y como muestra a continuación en la siguiente figura, la inversión pasó de representar el 0,19% del PIB nacional en 2003 al 0,27% en 2004.

***Captación de fondos e inversión como porcentaje sobre PIB
en España desde 1986 hasta 2004***



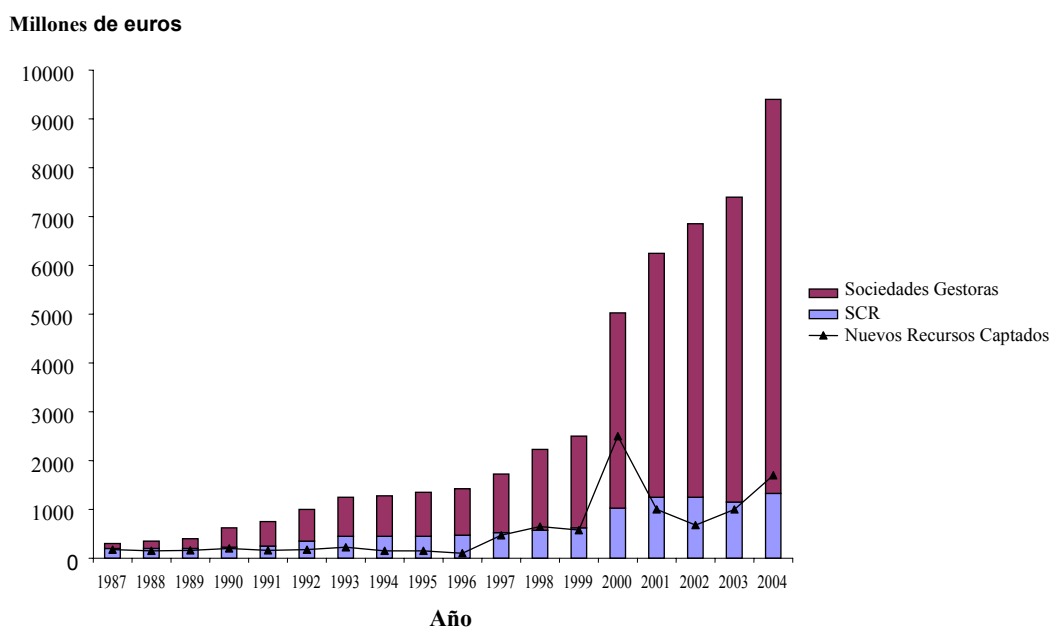
Fuente: Martí Pellón y Salas de las Heras (2005).

El volumen de nuevos fondos captados por las entidades de capital riesgo radicadas en España en 2004 ascendió a 2.043,8 millones de euros, lo que supone un incremento del 95% con respecto a los 1.047 millones de euros captados en 2003 y el segundo mayor registro histórico alcanzado, tras el máximo de 2000 (2.506,5 millones de euros). Este considerable incremento estuvo cimentado en los fondos atraídos por las entidades de capital riesgo que manejan fondos paneuropeos para sus inversiones. Los inversores manifestaron su intención de destinar el 52,5% de los nuevos recursos captados a empresas consolidadas, fundamentalmente a adquisición de empresas utilizando apalancamiento (32%), el 41% a operaciones en empresas en expansión, mientras que el 6,6% de los nuevos recursos se dirigían hacia empresas en etapas iniciales (semillas y arranque).

Como se presenta a continuación en la siguiente figura a 31 de diciembre de 2004 los capitales totales en gestión ascendían a 9.263,8 millones de euros, mientras que en el mismo período del año anterior se contabilizaron 7.496,9 millones de euros. Esta

partida no ha parado de crecer en volumen desde que se inició esta actividad financiera en nuestro país, habiéndose registrado un incremento del 24% en 2004, frente al 21%, al 12% y al 10% recogido en 2001, 2002 y 2003, respectivamente.

Nuevos recursos captados y capitales en gestión en España entre 1987 hasta 2004



Fuente: Martí Pellón y Salas de las Heras (2005).

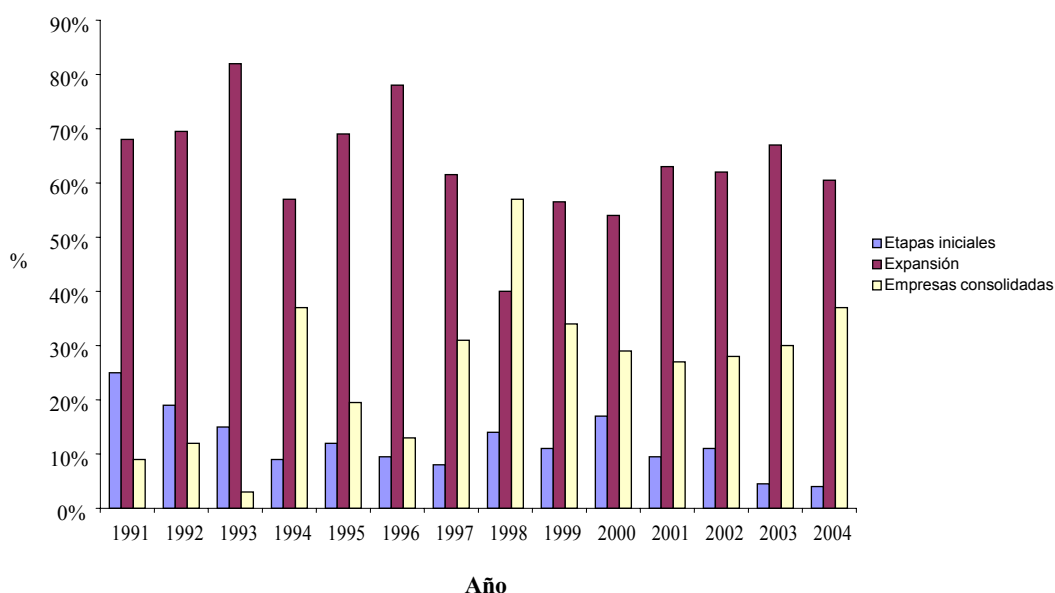
Según el informe sobre capital riesgo en España 2004 elaborado por Martí Pellón y Salas de la Hera (2005), los recursos procedentes del extranjero siguieron siendo la fuente principal de capitales gestionados, aunque su peso se redujo ligeramente, hasta el 43,1%, con respecto al 44,4% de 2003 o al 46,2% de 2002. Entre los inversores nacionales, aumentó el peso de las entidades financieras hasta el 25,1%, gracias a la mayor influencia de los bancos nacionales. Los inversores públicos, por su parte, tan sólo detentaban el 10,2% de los recursos totales del sector en 2004.

Según la forma organizativa adoptada por la entidad inversora, se identificaron 55 sociedades de capital riesgo y 50 sociedades gestoras, mientras que, atendiendo al origen de los recursos gestionados por entidad inversora, se distinguieron 19 entidades de capital riesgo públicas y 86 entidades privadas. Por último, en función del volumen de capitales a cargo de cada entidad inversora se identificaron 26 operadores grandes,

32 medianos y 47 pequeños. Por último, se observó que la plantilla de las entidades de capital riesgo radicadas en España aumentó en 21 profesionales, como consecuencia, de la puesta en marcha de nuevo operadores, hasta alcanzar un empleo total de 556 profesionales.

A continuación, en la siguiente figura se puede apreciar la distribución porcentual del volumen de la inversión según la fase de desarrollo en la que se encontraba la empresa receptora de los recursos.

Destino de la inversión por fases de desarrollo en España entre 1991 y 2004



Fuente: Martí Pellón y Salas de las Heras (2005).

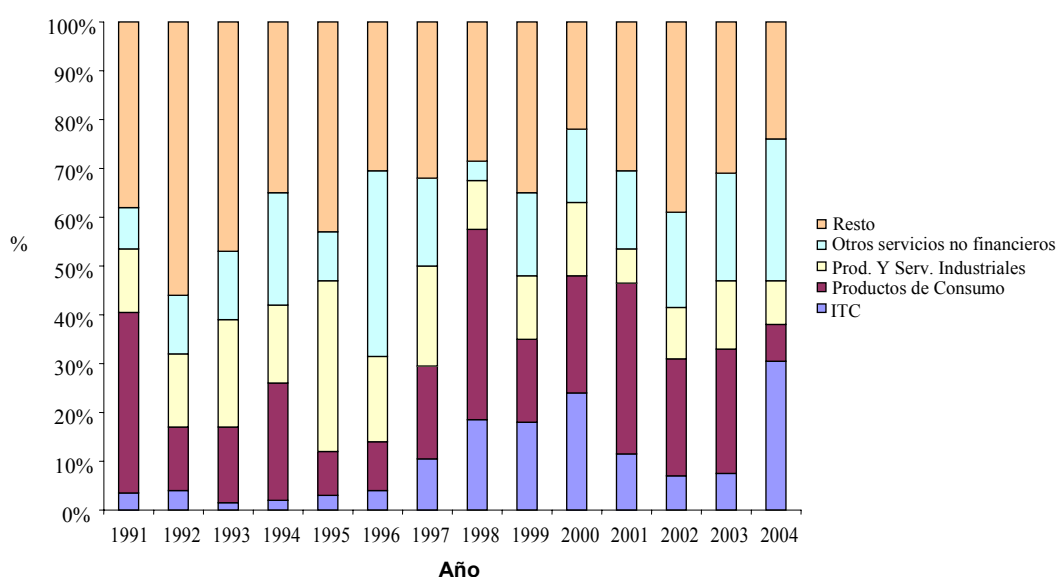
Puede observarse que las empresas en expansión acumulan la mayor parte de la inversión en España en todos los años analizados, seguidas por empresas consolidadas, con una participación mucho menor de las inversiones en empresas en etapas iniciales.

Los tres sectores que recibieron un mayor porcentaje del volumen invertido fueron: *Otros Servicios* (27,6%), *Comunicaciones* (22,8%) y *Productos de Consumo* (8,4%), mientras que desde el punto de vista del número de operaciones las categorías que

acapararon un mayor peso fueron: *Productos y Servicios Industriales* (16,4%) y *Productos de Consumo e Informática*, con el 12,4% cada una.

El ligero aumento del peso del volumen invertido en empresas de carácter tecnológico, que pasó del 7,5% de 2003 al 8,8% de 2004, queda muy alejado del máximo del 26,2% registrado en 2000, como consecuencia de la influencia ejercida por la inversión en empresas relacionadas con Internet.

Destino de la inversión por sector en España entre 1991 y 2004



Fuente: Martí Pellón y Salas de las Heras (2005).

Atendiendo a un desglose por Comunidades Autónomas, la Comunidad de Madrid y Cataluña concentraron algo más de las tres cuartas partes del volumen total invertido, lo que se aleja, sin que suponga un cambio de tendencia, del entorno del 60% que había acumulado en 2001, 2002 y 2003. En el siguiente nivel se encontrarían Comunidades Autónomas como Galicia, Castilla y León y País Vasco, en las que el peso del volumen invertido se elevó en 2004 hasta el 6,5% y 4,1% respectivamente.

3.1.5. Entorno deseable para el funcionamiento del mercado de capital riesgo

Para el correcto funcionamiento del mercado de capital inversión y, más específicamente, del mercado de capital riesgo, siguiendo a Martí Pellón, es necesario que se produzcan las siguientes condiciones:

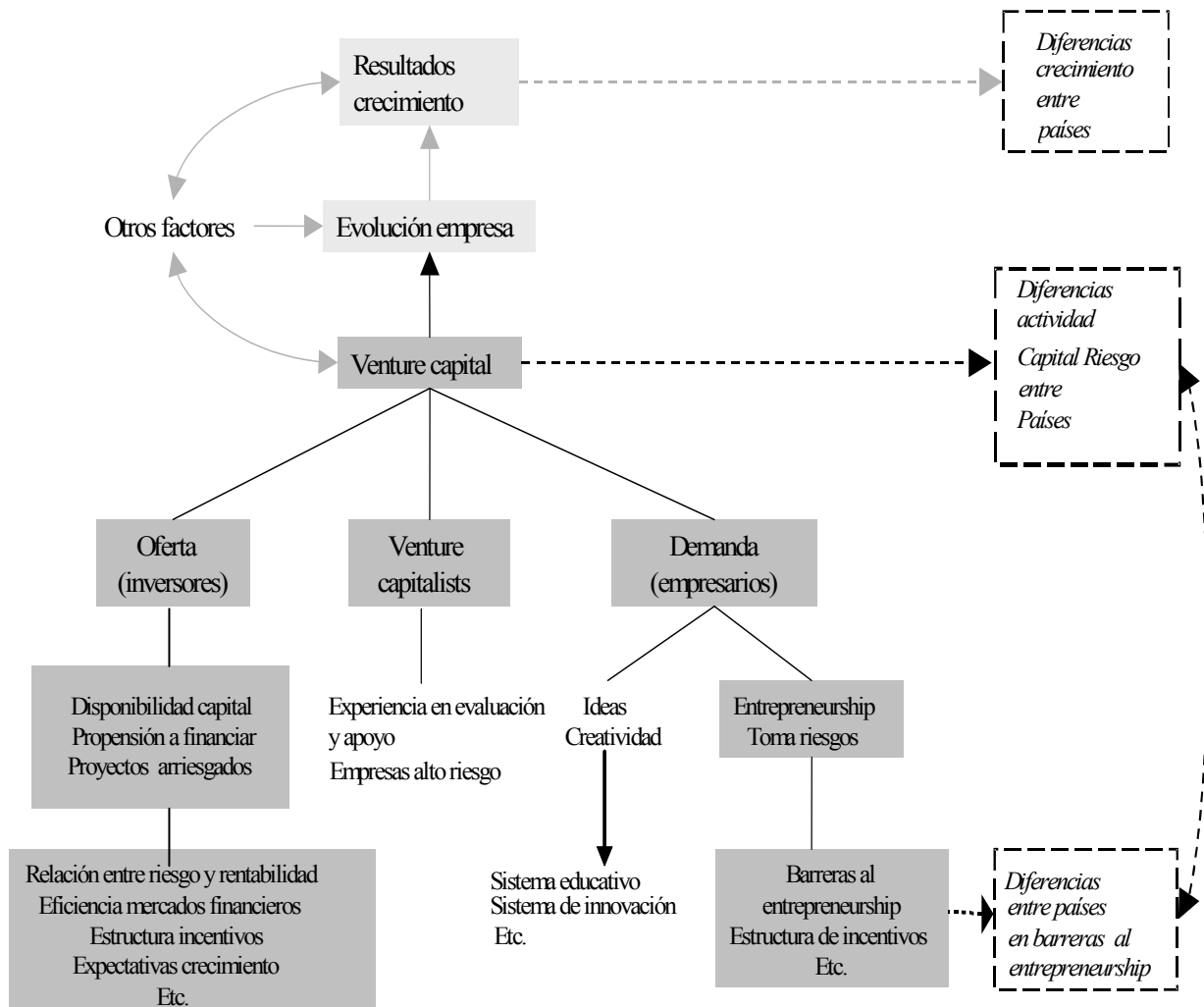
- Debe existir un amplio mercado interior. Es el caso de los EE.UU. con una población muchas veces superior a la española.
- Se precisa un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión y/o historia, como el caso del NASDAQ también en los EE.UU.
- La regulación de la actividad debe ser flexible y no debe penalizar la obtención de plusvalías a largo plazo.
- Un número importante de personas debe tener interés por asumir la función empresarial, como alternativa al trabajo por cuenta ajena.

Recogemos un interesante esquema desarrollado por Baygan y Freudenberg (2000), quienes reflejan en la Figura reproducida más abajo, los factores que a su juicio más afectan en la actividad de Capital Riesgo, sobre todo la fuerte relación negativa entre las barreras a la actividad empresarial y las inversiones de Capital Riesgo en las primeras etapas de la empresa, así como en expansión. Debido a esto, las diferencias en dichas barreras entre países marcan la evolución de la actividad de Capital Riesgo.

Entre los aspectos a nivel general, recogidos en la literatura disponible, que potencian el nivel de actividad en capital riesgo, podemos citar los siguientes:

- Posibilidad de ganancia en la operación y la relación riesgo/ rentabilidad.
- Cultura empresarial y emprendedora y personas formadas y educadas para este sector.
- Cultura de transparencia y fiabilidad en la información a terceros.
- Marco legal y normativo y cultura de respeto a los contratos y acuerdos realizados.
- Apoyo del Sector Público.
- Fomento a la investigación por parte del Sector Público y su posible sinergia con la actividad de Capital Riesgo.
- Sistema monetario y financiero estables y bien desarrollados.

Factores que influyen en la actividad de capital riesgo



Fuente: Baygan & Freudenberg 2000. "The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy" OECD, STI Working papers 2000/7.

Baygan⁷, resume en cinco las áreas fundamentales a considerar desde el punto de vista de la oferta de Capital Riesgo en un país: 1) Normativa sobre inversiones, en particular para los fondos de pensiones y empresas de seguros; 2) incentivos fiscales; 3) programas de recursos propios; 4) redes de inversores "ángeles" y 5) mercados específicos para empresas de segundo nivel o "second-tier stock markets"

⁷ Baygan, G. "A comparison of venture capital policies and programs in selected OECD countries". Industry Division--Directorate for Science, Technology and Industry, OECD.

Con las anteriores condiciones se consiguen los principales requisitos para que exista la función de capital riesgo en una economía: inversores interesados en aportar recursos financieros que posteriormente les serán retornados en forma líquida, empresarios que precisan dinero para sus negocios y que son emprendedores y unas entidades que intermedian entre ambos y que son las entidades de capital riesgo.

En España, tan solo el marco regulatorio y el tratamiento fiscal de las plusvalías a largo plazo es relativamente satisfactorio, mientras que el mercado interior reducido, el escaso fomento de las Pymes y la inexistencia de un mercado secundario especializado, desfavorecen un mayor desarrollo del sector.

Del tratamiento fiscal que reciben las Entidades de Capital Riesgo, podría destacarse que las plusvalías provenientes de desinversiones en empresas participadas están exentas en un 99%, a efectos del impuesto de sociedades, siempre que la desinversión se produzca entre los años 2 y 15, pudiendo ampliarse hasta el año 20. Asimismo, quedan exentos de este impuesto el 100% de los dividendos percibidos de empresas participadas, excluyendo aquellas que estén establecidas en paraísos fiscales.

De acuerdo a lo expuesto en la Ley 44/2002, estos beneficios fiscales pueden mantenerse durante dos años en los casos en los que se introduzca una empresa participada en Bolsa y no se desinviertan las participaciones.

Quizá el aspecto que más limita el desarrollo de la actividad del Capital Riesgo en España sea la inexistencia de un mercado secundario como el NASDAQ americano, que aporte recursos adicionales a la empresa y una vía de salida ventajosa para las Entidades de Capital Riesgo. El Nuevo Mercado español, creado para unirse a la moda de mercados similares aparecidos en países como Italia o Francia, no es una plataforma válida para Pymes sino que da cobijo a empresas tecnológicas de gran tamaño.

España contaba a finales de 2003 con casi 43 millones de habitantes y las previsiones para los próximos 25 años, con los actuales índices de natalidad y la continuada entrada de inmigrantes, apuntan a que esta cifra se elevará hasta 50 millones. Un mercado

estrecho como el español, impide a las compañías desarrollarse todo lo que desearían las Entidades de capital riesgo y que éstas tengan que prolongar su estancia más tiempo del previsto, lo que merma la rentabilidad de su inversión.

Los dos aspectos mencionados anteriormente explican porqué las operaciones en empresas consolidadas resultan más rentables y menos arriesgadas que la inversión en empresas inmaduras en el mercado de capital riesgo en España.

Otro de los aspectos que caracteriza el sector de capital riesgo en España es la casi nula implicación de los fondos de pensiones nacionales como aportantes de recursos a la actividad, cuando en otros países su contribución supone más de la mitad de los capitales atraídos. En este sentido, ha sido aprobado recientemente el Reglamento de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones (RD 304/2004), que admite entre los valores aptos para la inversión de los Fondos de Pensiones aquellos valores no admitidos a negociación en mercados regulados (artículo 70.7).

3.1.6. Marco legal y fiscal

La legislación específica de esta actividad está recogida en la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (L.E.C.R.). Después de un largo proceso, con esta disposición se derogó la regulación anterior, recogida en los artículos 12 a 20 del Real Decreto-ley 1/1986 y sus posteriores enmiendas.

La nueva regulación de la actividad, al igual que la que resultó derogada, no obliga a las entidades que desarrollan esta actividad financiera a acogerse a ella. Las entidades que decidan hacerlo podrán beneficiarse de las ventajas fiscales recogidas en la Ley y utilizar las denominaciones exclusivas de S.C.R., F.C.R. y sociedad gestora de E.C.R. (S.G.E.C.R.).

La principal expectativa generada por la L.E.C.R. es que constituya un marco legal y fiscal estable que sea referencia para los operadores. Además de consolidar la mayor parte de los cambios introducidos en los últimos años, debe destacarse la atribución de

las potestades de autorización, supervisión y control a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), lo que sin duda incrementa las obligaciones de información, y la extensión del período en el que es posible beneficiarse de ventajas fiscales en la desinversión a las participaciones.

A pesar de estar pendiente el desarrollo reglamentario, la legislación está operativa gracias a la Orden Ministerial de 17 de junio de 1999 y a las Circulares 4/1999, de 22 de septiembre, y 5/2000, de 19 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La primera trata sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras. La segunda se refiere a normas contables y modelos de estados financieros de las ECR.

3.1.7. Tipos de entidades de capital riesgo en España

Las entidades de capital riesgo, en la normativa española, se dividen en dos tipos:

Sociedad de Capital-Riesgo (SCR): Las Sociedades de capital riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.

Para el desarrollo de su objeto social principal, las Sociedades de Capital-Riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas. De igual modo, podrán realizar actividades de asesoramiento.

Sociedad gestora de Fondo de Capital Riesgo (SGFCR): Las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital-Riesgo y de activos de Sociedades de Capital-Riesgo. Como actividad complementaria podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

3.2. Los inversores “ángeles”

3.2.1. Definición

Algunas fuentes señalan que el término “*Business Angel*”, del que procede la expresión en castellano inversor ángel, se originó en los EE.UU. a partir de un grupo de inversores que salvaron el Teatro Broadway a finales del siglo XVIII.

Generalmente son inversores privados, adinerados y muchos de ellos antiguos directivos de empresas que tienden a aportar sus fondos sobre todo en empresas en fase de start-up. Invierten sus propios recursos y aportan a la empresa no solo apoyo financiero sino también contactos personales y experiencia profesional.

Con frecuencia se organizan en redes de inversores (Business Angel Networks (BANs)).

Los inversores informales o ángeles se caracterizan por ser heterogéneos, y precisamente esta característica es tenida en cuenta por los empresarios en su búsqueda de capital riesgo.

En resumen, las principales características que definen a los inversores ángeles son las siguientes: (i) son inversores, generalmente antiguos emprendedores, que proporcionan no sólo capital, sino su experiencia en gestión empresarial, por lo que se les ha definido como capital inteligente (San José, A (2001), (ii) toman participaciones minoritarias en el capital de la empresa, (iii) se les considera “dinero paciente”, ya que su horizonte de inversión es a largo plazo y varía entre 5 y 10 años, (iv) no tienen grandes expectativas en términos de dividendos y sí en obtener un importante rendimiento en la venta de sus acciones.

Con frecuencia, los inversores ángeles toman una importante participación en el capital de las empresas; hay estudios que cifran su participación media en el entorno del 35%. En muchos casos participan en posteriores rondas de capital y aceptan una reducción en su porcentaje de participación por la entrada de otros socios.

El apoyo que dan a la empresa, como ya se ha comentado, no se centra solo en el meramente financiero, sino también en contactos, empuje y credibilidad que ofrecen a la empresa lo que la hace más fuerte de cara a la comunidad empresarial y financiera.

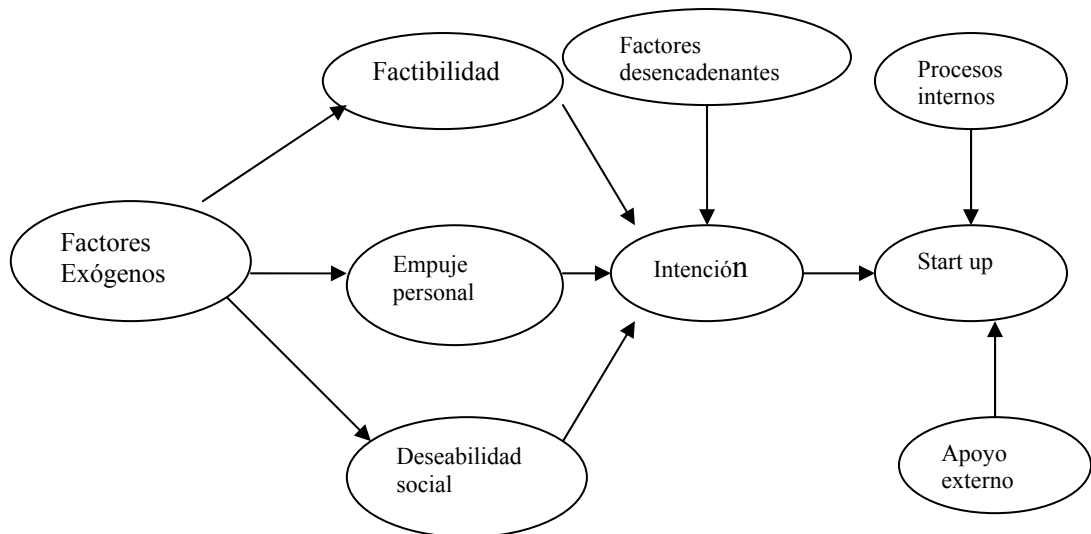
Los inversores ángeles, al invertir en *start ups*, y en otras etapas iniciales, no compiten con el capital riesgo institucional, si no que más bien lo complementan. La financiación que proporcionan los inversores ángeles es rápida y flexible, aunque los recursos son limitados habitualmente dadas sus características de personas físicas y generalmente actuando individualmente.

En ocasiones, las empresas inician su actividad en fase *start up* a partir de la financiación recibida de un inversor ángel para, en la siguiente etapa de desarrollo, ser financiadas por una entidad de capital riesgo.

En todo caso, la creación de empresas en *start up* implica una base de empresariado dispuesta a asumir riesgos y retos. El inversor ángel apoya al emprendedor a nivel financiero y a otros niveles y facilita así el empuje empresarial de terceros.

Reproducimos a continuación, por su interés, una figura que detalla los factores, de distinto tipo, que afectan a la aparición y desarrollo de *start ups*. Los inversores ángeles pueden jugar un importante papel en ese esquema, sobre todo en la parte relativa al empuje externo o apoyo externo que recibe el emprendedor que se anima a sacar adelante un proyecto de nueva empresa.

Los factores que afectan en la creación de nuevas empresas



Fuente: Krueger, 1997.

3.2.2. Tipos de inversores ángeles

Coveney y Moore (1998)⁸ desarrollaron una taxonomía basada en las dimensiones de la actividad inversora y el background empresarial. En total identificaron seis categorías diferentes de inversores. Dos de éstas son relativas a inversores potenciales (inversores virgin y latentes), y cuatro categorías relativas a inversores activos: (i) inversores maximizadores de la riqueza, (ii) inversores empresarios, (iii) inversores perseguidores de ingresos, y finalmente (iv) inversores corporativos.

Sørheim y Landström (2001)⁹ hicieron su categorización según la actividad inversora y competitiva. En este sentido, clasificaron los inversores informales en: (i) Inversores lotería, (ii) Traders, (iii) Inversores analíticos y (iv) Inversores Ángeles.

⁸ Coveney, P., Moore, K.: *Business Angels: Securing Start Up Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, 1998.

⁹ Sørheim, R., Landström H., (2001): "Informal investors—a categorization, with policy implications". *Entrepreneurship & Regional Development* 13, 351–370.

3.2.3. Redes de inversores ángeles

Es importante señalar que las redes de inversores ángeles se entienden como un elemento para dinamizar en una economía para estimular el crecimiento y el empleo y por ello suelen recibir apoyo público.

Su papel es el de permitir de forma más fácil la relación entre el emprendedor y el inversor, dar formación a los inversores ángeles y los empresarios para permitirles un mejor entendimiento mutuo, ofrecerles códigos de conducta y reglas, etc que serán de utilidad para fomentar las inversiones y el efecto sobre inversión y empleo.

3.3. *Diferencias entre capital riesgo e inversores ángeles*

Tanto los ángeles inversores como el capital riesgo son una parte importante del mercado financiero, su objetivo principal es proveer a las empresas con el capital necesario para el crecimiento y desarrollo de sus negocios. Existen importantes diferencias en la manera de operar de los inversores ángeles y el capital riesgo, a pesar de las múltiples similitudes en sus funciones básicas. En este capítulo se enfatizan estas diferencias y sus consecuencias a partir de una serie de áreas de particular interés.

De forma resumida y en relación a la forma en la que enfocan el proceso inversor, podríamos decir que los inversores ángeles son inversores de carácter informal mientras que las entidades de capital riesgo tienen un enfoque más formal.

3.3.1. Experiencias personales

Un inversor ángel típico posee un “background” empresarial ya que posee experiencia previa en el desarrollo de al menos una empresa.

Por lo tanto, atesora experiencia empresarial, contactos y conocimiento del entorno que puede utilizar a favor de las empresas en las que decida invertir. Suelen ser personas con una visión de conjunto bastante amplia para dar cabida a las distintas disciplinas en la gestión empresarial.

Por el contrario, las entidades de capital riesgo cuentan con personal profesional y no siempre antiguos empresarios. Al ser firmas mayores puede haber especialistas en distintos aspectos: jurídicos, financieros, etc, recibiendo a cambio de su gestión unas comisiones que suelen ser de dos tipos: una cuota anual de administración y una cuota a la venta de las empresas participadas y que depende del éxito de la desinversión.

Por lo general los inversores ángeles se organizan en redes y sindicatos con lo que pueden acceder a inversiones de mayor importe económico o complejidad. Los inversores de capital riesgo suelen agruparse en asociaciones que funcionan a nivel tanto nacional como supranacional.

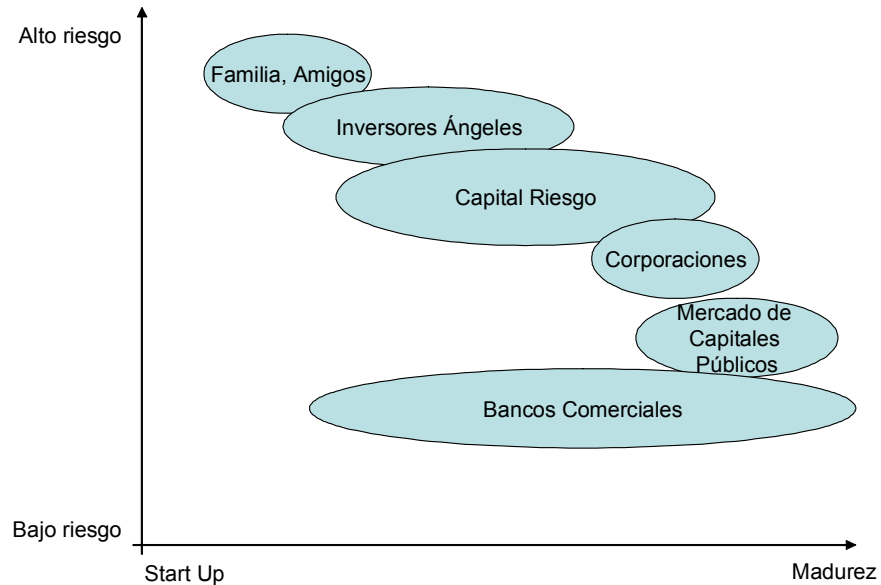
3.3.2. Tipo de compañías creadas

Los inversores ángeles generalmente participan en la creación de pequeñas compañías que están en sus primeras fases de formación, mientras que las sociedades de capital riesgo generalmente invierten en compañías más maduras y consolidadas, en consecuencia, el riesgo asumido por la inversión realizada por los inversores ángeles es superior al riesgo soportado por los inversores de capital riesgo.

Otra diferencia importante entre los inversores ángeles y el capital riesgo es que los primeros están ligados a inversiones de capital privado exclusivamente, mientras que los segundos son inversiones de carácter tanto público como privado.

En la figura que se incluye a continuación se refleja el enfoque tanto de los inversores ángeles como de las entidades de capital riesgo en lo relativo a la fase en la que suelen intervenir en la vida de la empresa.

Relación entre riesgo y nivel de madurez de la empresa respecto a los diferentes tipos de inversores



Fuente: Kelly (2003)

Sin embargo, en ambos casos, las inversiones realizadas están referidas a sectores o mercados en crecimiento o desarrollo ya que esta es la característica básica de la actividad de financiación a emprendedores, siendo su tamaño lo suficientemente atractivo como para atraer esta inversión y con ella, facilitar el desarrollo y crecimiento de la propia empresa y a la postre la retribución recibida.

3.3.3. Proceso de evaluación previo (Due Diligence)

El proceso de evaluación previo a la inversión es muy diferente para los inversores ángeles en comparación con el capital invertido por las sociedades de capital riesgo.

En general, las sociedades de capital riesgo disponen de un equipo multidisciplinar de empleados que evalúan la potencial inversión a través de un proceso, en ocasiones complejo, de sucesivos filtros y decisiones colegiadas.

Los inversores ángeles tienden a tomar decisiones más intuitivas, más basadas en relaciones personales y de confianza.

3.3.4. Localización

La localización de la inversión resulta particularmente importante para los inversores ángeles, generalmente dicha inversión tiene lugar en regiones o entornos cercanos a su lugar de residencia debido al deseo no sólo de dirigir o controlar la empresa sino también debido al deseo de enfrentarse a las decisiones del día a día de la propia empresa.

El capital riesgo sin embargo invierte en horizontes geográficos más amplios, incluso a nivel transfronterizo, aunque también les gusta fijar su lugar de residencia en la región o área en la que han decidido invertir.

3.3.5. Contrato

El contrato firmado entre el inversor y el empresario es específico del caso concreto. Los contratos de capital riesgo son formales, y con pocas posibilidades de negociación. Por su parte, las relaciones entre el empresario y el inversor ángel son mucho más informales, ya que los inversores ángeles es un grupo heterogéneo con características específicas en función de su experiencia previa. Con ello, las posibilidades de negociación son mayores, haciendo que a veces existan distintas interpretaciones contractuales que pueden dar lugar a problemas.

3.3.6. Dirección

Los inversores ángeles realizan inversiones con la única motivación de revivir el espíritu empresarial que tuvieron en su día. Debido a que invierten sus propios recursos exigen tener una participación activa en el día a día de la empresa. Los inversores de capital riesgo por su parte, son mucho menos activos y su principal ayuda va dirigida a facilitar contactos y prestar asesoramiento estratégico dejando libertad al empresario para que tome sus propias decisiones.

3.3.7. Estrategia de salida: Desinversión

Tanto los inversores ángeles como los inversores de capital riesgo persiguen obtener ganancias de capital desinvirtiendo en la empresa pasado un tiempo razonable. Este horizonte temporal es de entre 3 y 7 años.

Las inversiones de capital riesgo generalmente tienen establecido un horizonte temporal, el objeto de la inversión queda establecido previamente en el proceso de evaluación en el que se especifica el mejor momento en el que desinvertir. Los inversores ángeles no tienen esta restricción, pudiendo desinvertir en cualquier momento en el que les sea favorable.

Las diferencias que se producen en el tamaño habitual de las inversiones y en la fase de la inversión entre una empresa de capital riesgo y un inversor ángel hacen que las formas típicas de desinversión varíen de forma importante para unos y otros. El inversor ángel se centrará más en ventas a terceras personas o al empresario, a otros inversores ángeles, a una firma de capital riesgo y raramente venderá en mercado a través de un I.P.O.

3.3.8. Rentabilidad de la inversión

El objetivo principal de los inversores de capital riesgo es obtener una rentabilidad o rendimiento sobre la inversión realizada, esta es la principal diferencia respecto a los inversores ángeles, para quienes también representa una rentabilidad revivir el espíritu empresarial. Según Kelly (2003)¹⁰, los rendimientos esperados por la inversión realizada dependiendo del ciclo de vida de la empresa son los siguientes: (i) pre-semilla: 100%, (ii) semilla: 80%, (iii) *start-up*: 60%, (iv) expansión: 40%, (v) salida/desinversión: 30%.

En resumen, las diferencias principales entre los inversores ángeles y los inversores de capital riesgo son las siguientes:

¹⁰ Kelly, P., (2003). *Lectures during the course of finance for start-ups*.

Cuadro de diferencias entre inversores ángeles e inversores de capital riesgo

	Inversores Ángeles	Capital Riesgo
"Background" Personal	Empresario	Inversor
Tipo de compañía creada	Pequeñas, primeras fases de creación	Grandes, fase de madurez
Proceso de evaluación previo	Mínimo	Extensivo
Localización	Cercana al lugar de residencia	No importante
Contrato	Simple	Standard
Dirección	Activo, día a día	Estratégico
Estrategia de salida: Desinversión	De menor importancia	Altamente importante
Rentabilidad de la inversión	De menor importancia	Altamente importante

Fuente: Kelly (2003).

3.3.9. Número de empresas en cartera

Algunos estudios muestran que un inversor ángel generalmente se involucrará en un número menor de proyectos que una entidad de capital riesgo, cifrándose en un entorno de 3. Esto se deriva de la dificultad de su seguimiento y también de la limitación de capacidad financiera.

Dado que el inversor ángel se involucra de forma muy personal con su experiencia en las empresas en las que invierte, no parece factible que pueda tomar posiciones en muchas de ellas al mismo tiempo.

3.3.10. Tratamiento legal y fiscal

En algunos entornos el tratamiento fiscal y legal es diferente de los inversores formales frente a los informales. En España, por ejemplo, la exención fiscal sobre las plusvalías que se ofrece en inversiones de capital riesgo solo está accesible para inversores formalmente registrados ante la C.N.M.V. como entidades de capital riesgo, lo cual sólo es accesible a personas jurídicas. Esto obviamente afecta a la motivación de los potenciales inversores particulares que ven sus ganancias de capital sujetas a imposición, frente a las entidades formalmente establecidas de capital riesgo.

4. FÓRMULAS DE FINANCIACIÓN UTILIZADAS POR LAS PYMES DE LAS PRINCIPALES REGIONES ESPAÑOLAS

Dada la importancia de la conexión de las Pymes españolas con las posibles fuentes de financiación que el sistema financiero pone a su disposición, se ha realizado un análisis del posicionamiento de las empresas españolas en relación con las distintas fuentes de financiación a su disposición en el sistema financiero.

En los siguientes apartados, se presentan las características del análisis realizado y sus principales conclusiones.

4.1. Ficha técnica de la encuesta

- **Universo:** Empresas de 10 a 100 empleados
- **Ámbito:** Ciudades de Madrid, Barcelona, Sevilla, Valencia y Bilbao.
- **Muestra:** Se ha realizado un total de 203 entrevistas con un error estadístico para datos globales de +/- 7,02% para un nivel de confianza del 95,5% (dos sigma) una distribución poblacional de p/q = 50/50.
- **Persona entrevistada:** Director General/ Gerente, Director de Administración, Director Financiero.
- **Selección:** Aleatoria.
- **Cuestionario:** Estructurado de 12 preguntas más datos de clasificación.
- **Entrevista:** Telefónica mediante el sistema CATI (*Computer assisted telephone interview*).
- **Fecha del trabajo de campo:** Del 8 al 18 de julio de 2005.

4.2. Información y datos obtenidos del estudio

A continuación se presentan los resultados del informe preparado sobre medios de financiación utilizados por las Pymes españolas. Para un mejor seguimiento, los datos obtenidos se han clasificado en tres apartados:

- Datos generales relativos a las empresas.
- Datos relativos a las formas de financiación generales.
- Datos relativos a su utilización de las formas de financiación específicas para Pymes.

4.2.1. Datos generales relativos a las empresas

Respondieron un total de 203 pequeñas y medianas empresas situadas en Madrid, Barcelona, Bilbao, Sevilla y Valencia, de acuerdo con la siguiente distribución geográfica.

Como se puede observar en Cuadro siguiente, la mayoría de las empresas entrevistadas, un 31% están ubicadas en Madrid con un 28% en Barcelona, un 9% en Bilbao, un 20% en Valencia y cerca de un 12% en Sevilla, por lo que se analizan cinco zonas geográficas de gran importancia industrial y comercial.

Distribución geográfica de las empresas

(Número de empresas y porcentaje sobre el total de empresas entrevistadas)

	TOTAL	% sobre total
Madrid	63	31%
Barcelona	57	28%
Bilbao	19	9%
Valencia	40	20%
Sevilla	<u>24</u>	<u>12%</u>
TOTAL	203	100%

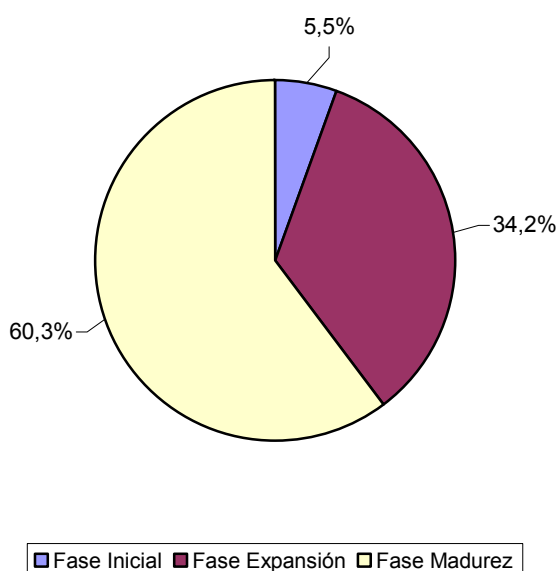
Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

La clasificación de las empresas por su fase de desarrollo que se estudia en el gráfico siguiente, las clasifica entre fase inicial, de expansión o de madurez. Este desglose se realizó a partir de la opinión del entrevistado al respecto de en qué fase se encuentra la empresa, por lo que no hay un parámetro definido que marque qué se entiende por cada

uno de los estadios de esta clasificación. Como se puede observar, en fase inicial hay 11 empresas (5,4%), en fase de expansión 68 (33,5%) y en fase de madurez 120 (59,1%), con 4 que No sabe/No contesta (2%).

En relación con la fase de madurez y la ubicación geográfica, se observa que un 75,4 % de las empresas de Barcelona estaban en fase de madurez, frente a un 54% en Madrid, un 54,2% en Sevilla, un 55% en Valencia y un 42,1% en Bilbao. Por tanto, en todas las ciudades la mayoría de las empresas entrevistadas se encontraban en fase de madurez excepto en Bilbao en que baja al 42,1%.

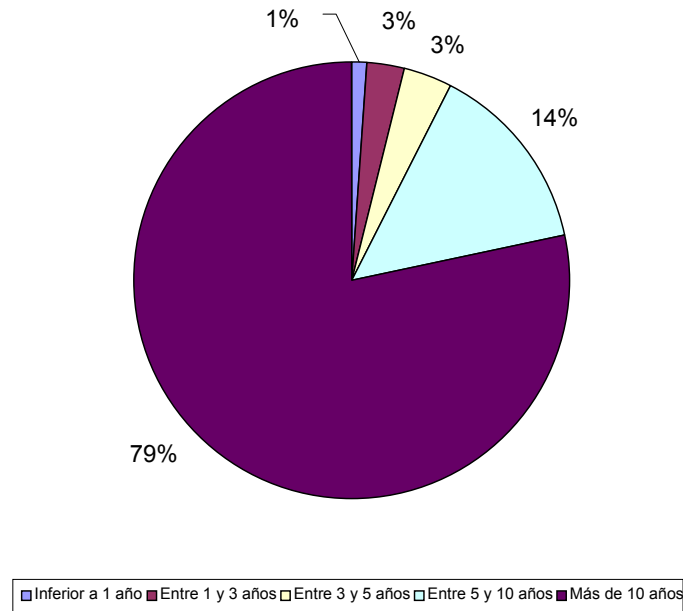
Distribución por fase de desarrollo
(Porcentaje sobre el total de empresas entrevistadas)



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

En una siguiente clasificación, se ha atendido a la antigüedad de las empresas entrevistadas. En base a este criterio, observaremos que la práctica mayoría se corresponde con empresas que han estado operativas en el mercado durante más de 10 años (78,3%). En concreto, el número de empresas con más de 5 años en los mercados representa un 92,6% del total de la muestra. Entre 3 y 5 años hay un 3,4% de empresas, entre 1 y 3 años un 3% y un 1% inferior a un año.

***Distribución de las empresas entrevistadas por antigüedad
(Porcentaje sobre el total de empresas entrevistadas)***



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Igualmente se clasificó a las empresas por los sectores de actividad a los que pertenecían.

Como se desprende de la Figura siguiente, las empresas entrevistadas, en su conjunto, pertenecen principalmente a los siguientes sectores de actividad: Alimentación (15,3%), textil (10,3%), química (11,3%), cauchos y plásticos (10,8%), fabricación de muebles (11,8%), fabricación de maquinaria (8,4%), actividades informáticas (10,8%) y otros servicios (10,8%). Entre los sectores menos representados se encuentran confección (4%), fabricación informática (3%) e I+D (3%).

Se observa en la muestra una distribución territorial por sectores o especialización territorial.

Cruzando de nuevo por ámbito territorial se observa que Barcelona muestra un 29,8% de empresas de alimentación (que son a su vez casi el 55% del total de las entrevistadas

dedicadas a dicho sector), un 22,8% de textil (un 62% del total de las entrevistadas dedicadas a este sector) y un 24,6% de química, como sectores más representados en la muestra.

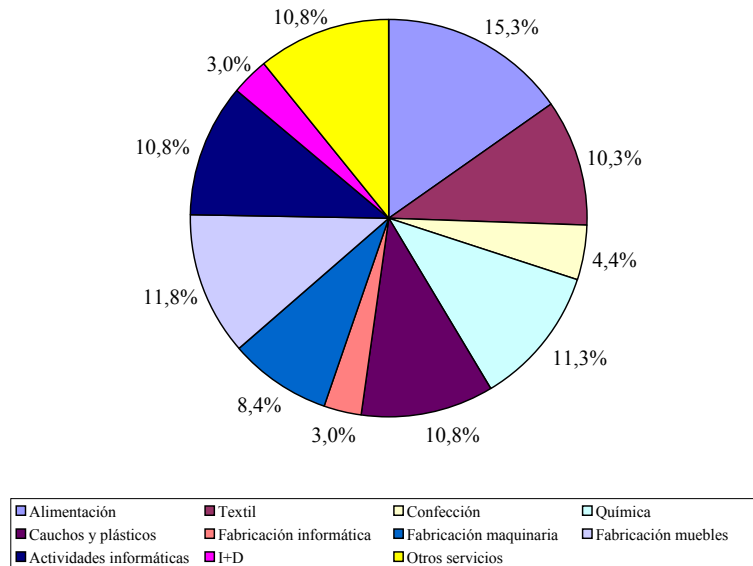
En Madrid, la distribución por sectores es mucho más dispersa destacando un 23,8% en actividades informáticas, un 17,5% en otros servicios, un 12,7% en fabricación de maquinaria y un 11,1% en cauchos y plásticos.

En Sevilla destacan los sectores de fabricación de muebles con un 25% de las empresas de dicha ciudad, alimentación con un 16,7% y otros servicios con un 12,5%. Es de señalar que el 33,3% de las empresas de fabricación informática del total de la muestra se ubican en Sevilla, en la que suponen solo un 8,3% de la muestra de dicha ciudad.

En Valencia, la fabricación de muebles es la actividad más destacada con un 30% de las empresas de la muestra de dicha ciudad en ese sector. También tienen peso el sector textil que supone un 15% de las empresas de dicho sector y la alimentación y cauchos y plásticos ambas con un 10% cada una.

En Bilbao destacan sobre todo otros servicios con un 36,8% de la muestra de dicha ciudad, junto con cauchos y plásticos que supone un 21,1% y fabricación de maquinaria y actividades informáticas que suponen un 10,5% cada una.

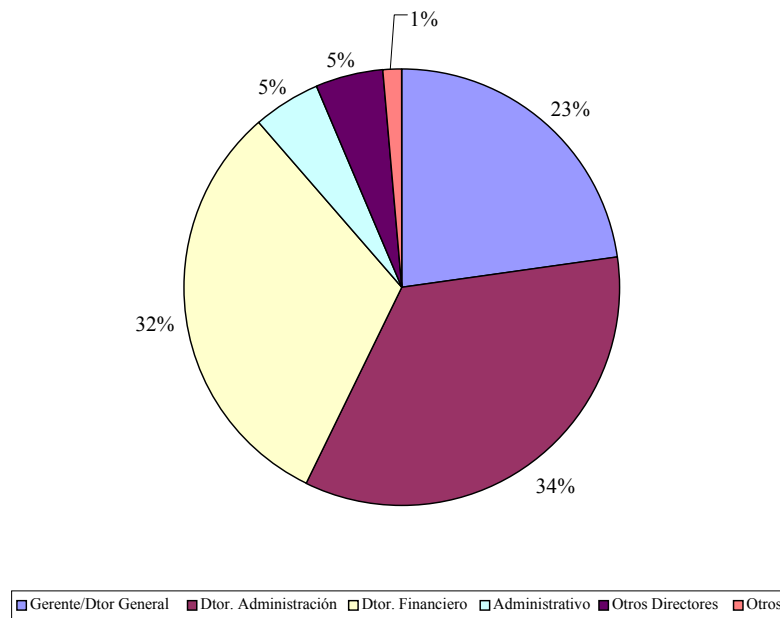
***Distribución de las empresas por sector de actividad
(Porcentaje sobre el total de empresas entrevistadas)***



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

A continuación, la figura siguiente muestra el cargo de la persona entrevistada con el objeto de dar una mayor validez a las respuestas obtenidas. Es importante señalar que la práctica mayoría de las personas entrevistadas tienen cargos directivos o son gerentes dentro de sus organizaciones, lo que sin lugar a dudas dota a la encuesta de una mayor relevancia.

***Distribución del total de las empresas según el cargo de la persona entrevistada
(Porcentaje sobre el total de empresas entrevistadas)***



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

En la siguiente tabla se analiza el perfil de las empresas entrevistadas en lo relativo a sus niveles de empleo. Se ha realizado una estratificación de las mismas en función del número de empleados y se ha estudiado en qué estrato se ubicaba cada una de ellas en el curso de tres años consecutivos. Como se puede observar, la mayoría de las empresas, en los tres años, se ubican en el tramo entre 10 y 25 empleados, que en 2004 representan un 53% del total de las empresas entrevistadas. Este dato aporta más información acerca del segmento de empresas al que se ha dirigido el estudio realizado. No parece muy representativo el análisis de la evolución del empleo por tramos en los tres años ya que el porcentaje de empresas que no aportan sus cifras es creciente cuanto más alejado en el tiempo, ascendiendo a un 26% de las empresas que no aportan el dato en 2002 y un 12% de 2003, frente a solo un 1% que no aporta el dato en 2004.

A nivel territorial, al cierre de 2004, solo Madrid con 1 y Barcelona con 2 mostraban empresas con más de 100 empleados.

En Barcelona, la mayor concentración de empresas de aquella ciudad se concentra en los bloques entre 26 y 50 empleados (un 36,4% de las empresas) y entre 10 y 25 empleados (un 32,7%).

En Madrid, se produce el mismo efecto con una importante concentración en los tramos intermedios con un 49,2% de las empresas entrevistadas en el tramo entre 10 a 25 empleados y un 34,9% en el tramo entre 26 a 50 empleados.

En Valencia hay una gran concentración en el tramo entre 10 a 25 empleados, con un 76,9% de las empresas, al igual que en Bilbao donde alcanza el 84,2%.

Sevilla también tiene un 54,2% de empresas en el tramo entre 10 y 25 empleados, pero luego mantiene un porcentaje igual en los tramos inmediatamente inferior y superior, ambos con un 20,8%.

Número total y media de empleados de las empresas entrevistadas
(Número, porcentaje sobre el total y media de número de empleados)

Nº empleados	%		%		%	
	2004	2004	2003	2003	2002	2002
Menos de 10	15	7%	9	4%	9	4%
De 10 a 25	108	53%	94	46%	74	36%
De 26 a 50	53	26%	56	28%	53	26%
De 51 a 100	21	10%	17	8%	14	7%
Más de 100	3	1%	2	1%	1	0%
NS/NC	3	1%	25	12%	52	26%
N ° EMPRESAS	<u>203</u>	<u>100%</u>	<u>203</u>	<u>100%</u>	<u>203</u>	<u>100%</u>
MEDIA	32,49		33,22		29,42	

Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

De nuevo con la intención de definir de forma más completa el segmento de empresas que han sido entrevistadas, se ha analizado el volumen de ventas de las mismas, estratificando en 7 grupos, para 3 años consecutivos. Los resultados obtenidos de este

análisis no parecen ser concluyentes, sobre todo por el altísimo porcentaje de empresas que no aportan la información, y que alcanza a un 48% de las mismas en 2002. Para aquellas que sí aportan la información, se observa una distribución bastante homogénea entre los distintos tramos.

Pero esta homogeneidad a nivel global de la muestra no es así a nivel geográfico. Casi el 67% de las empresas que en 2004 facturaban más de 20 millones de euros se encontraban en Barcelona (6 empresas en total). En el tramo de empresas que facturan entre 6,4 y 20 millones de euros, el 50% se encuentran en Barcelona y un 22,7% en Madrid. Esta última ciudad tiene su mayor representación entre las empresas del tramo entre 4 y 6,4 millones de euros.

Por ciudades, Valencia es la que muestra el mayor peso proporcional de empresas de menor volumen de facturación, menos de 700.000 euros, que suponen el 47,6% de todas las empresas entrevistadas en dicha población. Sevilla concentra casi un 62% de empresas en los dos tramos menores, es decir por debajo de 2,25 millones de euros.

***Volumen de ventas de las empresas entrevistadas por estratos
(Número, porcentaje sobre el total y media de facturación)***

	2004	% 2004	2003	%2003	2002	%2002
< 700.000 euros	25	12%	26	13%	26	13%
Entre 700.001 y 2.250.000 euros	23	11%	23	11%	18	9%
Entre 2.250.001 y 4.000.000 euros	24	12%	23	11%	18	9%
Entre 4.000.001 y 6.400.000 euros	22	11%	20	10%	21	10%
Entre 6.400.001 y 20.000.000 euros	22	11%	19	9%	17	8%
Más 20.000.000 euros	9	4%	11	5%	6	3%
NS/NC	78	38%	81	40%	97	48%
N ° EMPRESAS	203	100%	203	100%	203	100%
MEDIA	12.340.718		28.103.702		9.151.230	

Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

4.2.2. Datos relativos a las formas de financiación generales

En la encuesta se preguntó a las empresas entrevistadas sobre las formas de financiación que suelen utilizar en su actividad, así como una serie de preguntas destinadas a conocer algunas características de dicha financiación.

La primera pregunta que se hacía a los entrevistados era que ordenaran por importancia relativa las fuentes de financiación utilizadas, indicando hasta tres fuentes de financiación, en función de su volumen o importancia dentro de la empresa.

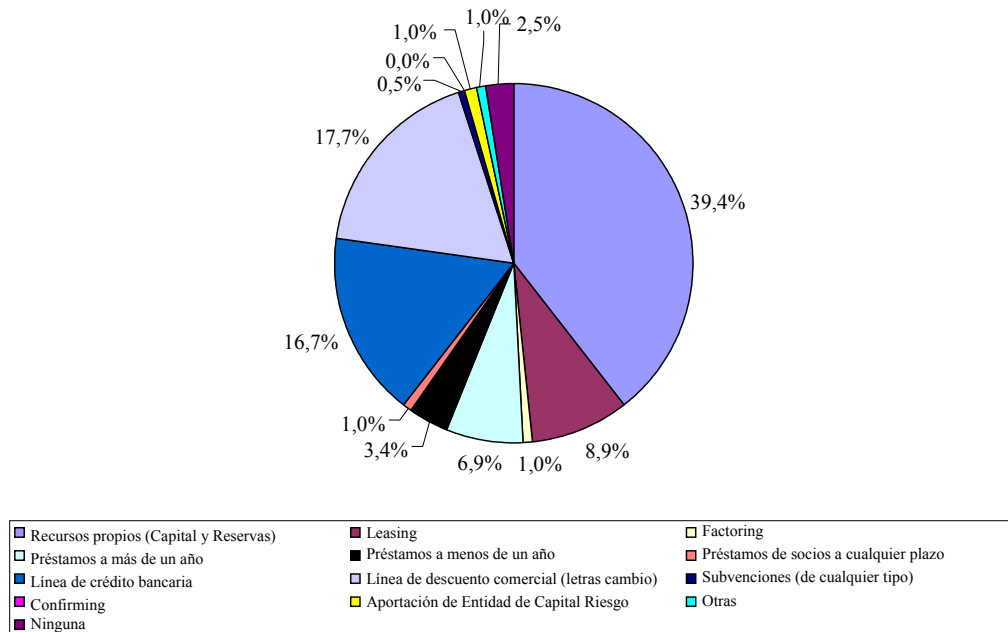
A continuación se les pidió que indicaran aspectos como la procedencia geográfica de dichas fuentes, el carácter público o privado de los fondos recibidos, el destino de dichos fondos y como complemento se les solicitó indicaran si reciben algún tipo de asesoramiento en su actividad y en qué materias lo ha recibido.

La siguiente figura muestra la fuente de financiación principal para las empresas entrevistadas.

Como se puede observar, la principal fuente de financiación utilizada por las empresas encuestadas son los recursos propios. El capital y las reservas, como fuente principal de financiación, son utilizadas por casi un 40% del total de la muestra, le siguen la línea de crédito bancaria (16,7%) y la línea de descuento comercial (17,7%).

Llama la atención que otras fuentes de financiación como el capital riesgo apenas si representan un 1% del total de la muestra.

**Primera fuente de financiación utilizada por las empresas
(Porcentaje por cada fuente sobre el total de empresas)**

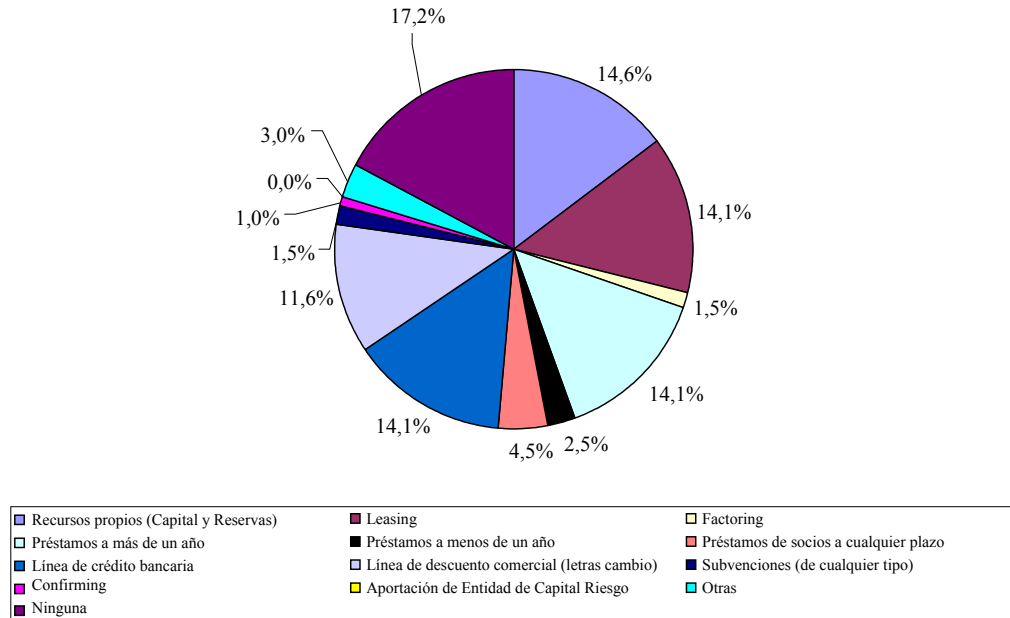


Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

En la entrevista realizada, se procedió a preguntar a las empresas cuál era la segunda fuente de financiación utilizada, a nivel de volumen o importancia, para financiar sus actividades.

Como se desprende de la figura siguiente, las empresas optan como segunda fuente de financiación por el leasing (14,1%) o los préstamos a más de un año (14,1%), siendo igualmente importantes los recursos propios (14,6%), la línea de crédito bancaria (14,1%) y la línea de descuento comercial (11,6%). Es decir, hay una distribución mucho más homogénea.

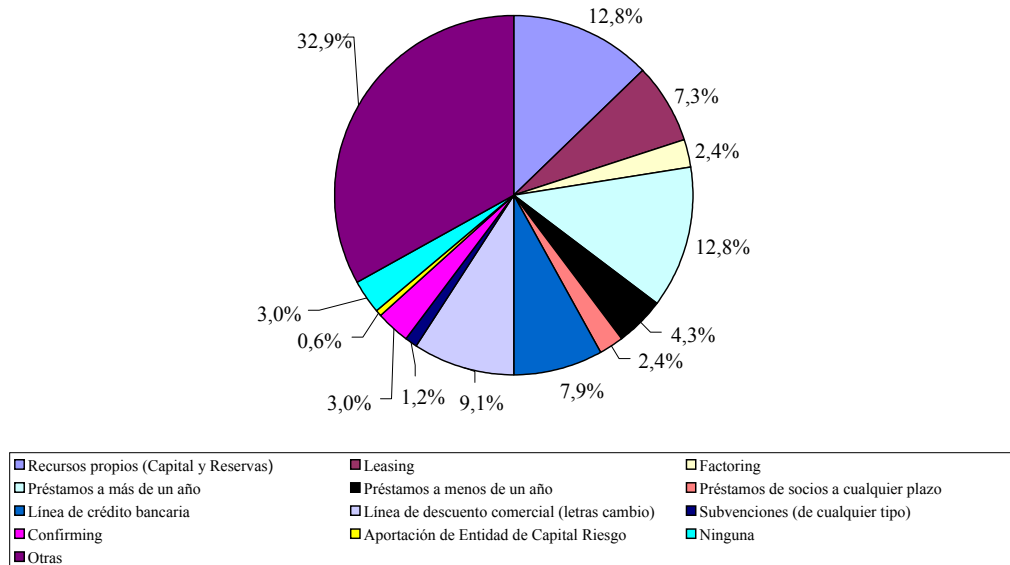
**Segunda fuente de financiación utilizada por las empresas
(Porcentaje por cada fuente sobre el total de empresas)**



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Algo similar ocurre cuando se pregunta por la tercera fuente de financiación utilizada. Sin embargo, como muestra la figura siguiente, el confirming acapara un 3% del total de la muestra al tiempo que aumenta el porcentaje de empresas que no citan otra fuente de financiación tras las dos anteriores, con un porcentaje que alcanza aproximadamente el 33%.

**Tercera fuente de financiación utilizada por las empresas
(Porcentaje por cada fuente sobre el total de empresas)**



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Si hacemos el mismo ejercicio según la fase en la que se encuentran las empresas (fase inicial, expansión y madurez) se obtiene una distribución de uso de fuentes de financiación.

Podemos decir que se observan algunos resultados interesantes. Las empresas en fase inicial no parecen conocer formas de financiación como el factoring, el confirming ni las subvenciones ni las aportaciones de entidades de capital riesgo. De hecho las subvenciones parecen tener poco peso en la financiación de las empresas. Solo 6 empresas reciben recursos vía capital riesgo, entre sus tres fuentes principales de financiación, y en ese caso, son la principal fuente de financiación en dos empresas en fase de expansión y tan solo la tercera en una empresa en madurez.

**Fuentes de financiación principales utilizadas según la fase
en la que se encuentra la empresa
(número de empresas por fuente de financiación y porcentaje sobre el total)**

	FUENTES DE FINANCIACIÓN	Inicial	Expansión	Madurez	NS/NC	TOTAL	Importancia Relativa
Recursos propios (Capital y Reservas)	1ª Fuente	4	24	51	1	80	39,4%
	2ª Fuente	2	5	21	1	29	14,6%
	3ª Fuente		8	12	1	21	12,8%
Leasing	1ª Fuente	0	7	11	0	18	8,9%
	2ª Fuente	2	8	18	0	28	14,1%
	3ª Fuente	1	4	7	0	12	7,3%
Factoring	1ª Fuente	0	1	1	0	2	1,0%
	2ª Fuente	0	1	2	0	3	1,5%
	3ª Fuente	0	2	2	0	4	2,4%
Préstamos a más de un año	1ª Fuente	3	3	8	0	14	6,9%
	2ª Fuente	2	13	13	0	28	14,1%
	3ª Fuente	0	5	15	1	21	12,8%
Préstamos a menos de un año	1ª Fuente	0	1	6	0	7	3,4%
	2ª Fuente	0	3	2	0	5	2,5%
	3ª Fuente	0	3	4	0	7	4,3%
Préstamos de socios a cualquier plazo	1ª Fuente	1	0	1	0	2	1,0%
	2ª Fuente	2	2	5	0	9	4,5%
	3ª Fuente	0	1	3	0	4	2,4%
Línea de crédito bancaria	1ª Fuente	1	11	20	2	34	16,7%
	2ª Fuente	2	10	15	1	28	14,1%
	3ª Fuente	2	3	8	0	13	7,9%
Línea de descuento comercial (letras cambio)	1ª Fuente	2	15	19	0	36	17,7%
	2ª Fuente	0	8	14	1	23	11,6%
	3ª Fuente	2	9	4	0	15	9,1%
Subvenciones (de cualquier tipo)	1ª Fuente	0	0	0	1	1	0,5%
	2ª Fuente	0	0	3	0	3	1,5%
	3ª Fuente	0	1	1	0	2	1,2%
Confirming	1ª Fuente	0	0	0	0	0	0,0%
	2ª Fuente	0	2	0	0	2	1,0%
	3ª Fuente	0	1	4	0	5	3,0%
Aportación de Entidad de Capital Riesgo	1ª Fuente	0	2	0	0	2	1,0%
	2ª Fuente	0	0	0	0	0	0,0%
	3ª Fuente	0	0	1	0	1	0,6%
Otras	1ª Fuente	0	1	1	0	2	1,0%
	2ª Fuente	0	1	5	0	6	3,0%
	3ª Fuente	0	0	5	0	5	3,0%
Ninguna	1ª Fuente	0	3	2	0	5	2,5%
	2ª Fuente	1	12	20	1	34	17,2%
	3ª Fuente	5	16	32	1	54	32,9%

Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Resulta curioso que un número importante de empresas 11 en fase de madurez y 7 en fase de expansión indiquen que el leasing es su principal forma de financiación. También parece una opción usual como segunda forma de financiación.

Para las empresas en fase inicial parece que los préstamos de socios tienen una importancia relativa muy superior a las categorías de empresas más consolidadas, lo cual parece hasta cierto punto razonable en empresas que están iniciando su actividad y en la que las dificultades de localizar financiación más formal puede llevar a préstamos de este tipo.

En cuanto a la distribución de las distintas fuentes de financiación entre sectores productivos, se observa una distribución bastante homogénea, como aparece en el cuadro siguiente.

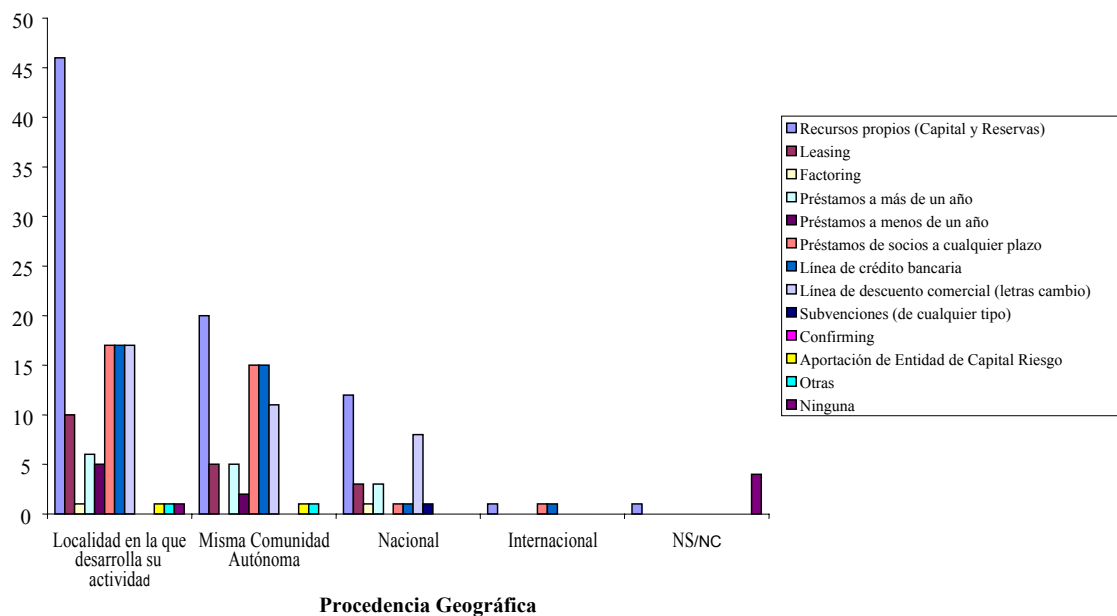
Fuentes de financiación principales utilizadas según el sector en que trabaja la empresa
(número de empresas por fuente de financiación y porcentaje sobre el total)

	Fuentes de Financiación	Alimentación	Textil	Confección	Química	Cauchos y plásticos	Fabricación informática	Fabricación maquinaria	Fabricación muebles	Actividades informáticas	I+D	Otros servicios	TOTAL	Importancia Relativa
Recursos propios (Capital y Reservas)	1ª Fuente	12	7	3	8	9	4	6	5	17	2	7	80	39,4%
	2ª Fuente	7	1	3	5	1	0	0	6	3	0	3	29	14,6%
	3ª Fuente	6	3	0	2	3	0	2	2	0	0	3	21	12,8%
Leasing	1ª Fuente	4	1	0	1	2	0	1	9	0	0	0	18	8,9%
	2ª Fuente	1	3	2	6	4	0	4	2	2	0	4	28	14,1%
	3ª Fuente	3	1	1	0	0	1	0	2	2	0	2	12	7,3%
Factoring	1ª Fuente	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1,0%
	2ª Fuente	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	3	1,5%
	3ª Fuente	0	0	1	1	0	0	0	1	1	0	0	4	2,4%
Préstamos a más de un año	1ª Fuente	1	3	0	3	3	0	1	1	1	0	1	14	6,9%
	2ª Fuente	7	3	0	2	2	0	1	5	4	2	2	28	14,1%
	3ª Fuente	6	1	2	4	1	1	1	2	0	1	2	21	12,8%
Préstamos a menos de un año	1ª Fuente	2	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	7	3,4%
	2ª Fuente	1	0	0	1	1	0	0	0	1	0	1	5	2,5%
	3ª Fuente	1	2	0	1	1	0	0	1	0	1	0	7	4,3%
Préstamos de socios a cualquier plazo	1ª Fuente	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	2	1,0%
	2ª Fuente	2	0	1	1	1	2	0	0	1	0	1	9	4,5%
	3ª Fuente	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	4	2,4%
Línea de crédito bancaria	1ª Fuente	8	3	3	2	1	1	6	3	2	1	4	34	16,7%
	2ª Fuente	7	6	0	4	2	0	3	1	1	2	2	28	14,1%
	3ª Fuente	2	1	1	1	0	1	1	4	2	0	0	13	7,9%
Línea de descuento comercial (letras cambio)	1ª Fuente	2	5	3	8	6	1	0	6	0	1	4	36	17,7%
	2ª Fuente	3	5	1	0	4	0	1	5	3	0	1	23	11,6%
	3ª Fuente	2	1	0	1	2	0	2	1	2	2	2	15	9,1%
Subvenciones (de cualquier tipo)	1ª Fuente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0,5%
	2ª Fuente	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	3	1,5%
	3ª Fuente	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1,2%
Confirming	1ª Fuente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
	2ª Fuente	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	2	1,0%
	3ª Fuente	0	2	0	1	1	0	0	1	0	0	0	5	3,0%
Entidad Capital Riesgo	1ª Fuente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	1,0%
	2ª Fuente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
	3ª Fuente	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0,6%
Otras	1ª Fuente	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	2	1,0%
	2ª Fuente	0	1	1	0	1	0	3	0	0	0	0	6	3,0%
	3ª Fuente	0	0	0	2	0	0	0	2	1	0	0	5	3,0%
Ninguna	1ª Fuente	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	3	5	2,5%
	2ª Fuente	1	2	1	4	6	2	3	4	6	2	3	34	17,2%
	3ª Fuente	7	7	3	5	8	1	6	3	7	0	7	54	32,9%
TOTAL	1ª Fuente	31	21	9	23	22	6	17	24	22	6	22	203	100,0%
	2ª Fuente	30	21	9	23	22	6	16	24	22	6	19	198	100,0%
	3ª Fuente	29	19	8	19	16	4	13	20	16	4	16	164	100,0%

Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

A continuación, en la figura siguiente se presenta la procedencia geográfica de las distintas fuentes de financiación. En concreto, como se puede observar el origen de los fondos es eminentemente local, esto es, procede de la localidad en la que se desarrolla la actividad o la Comunidad Autónoma a la que pertenece la empresa. En cualquiera de ellas, la principal fuente de financiación utilizada son los recursos propios, seguidos de los préstamos de socios a cualquier plazo, las líneas de crédito bancarias y finalmente las líneas de descuento.

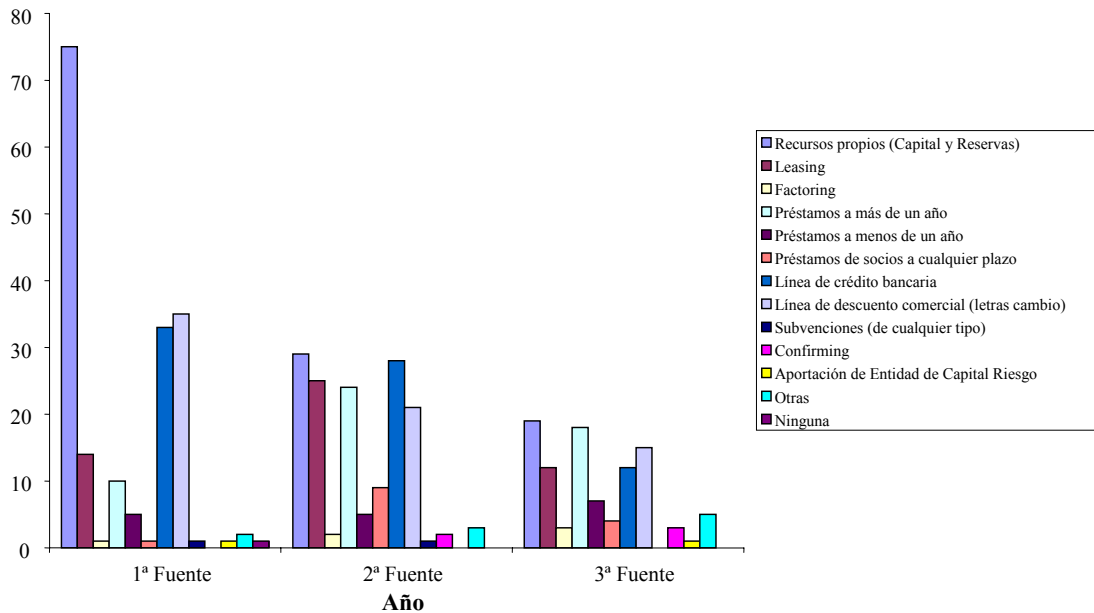
***Procedencia geográfica de las distintas fuentes de financiación
(porcentaje sobre el total de fuentes de financiación)***



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

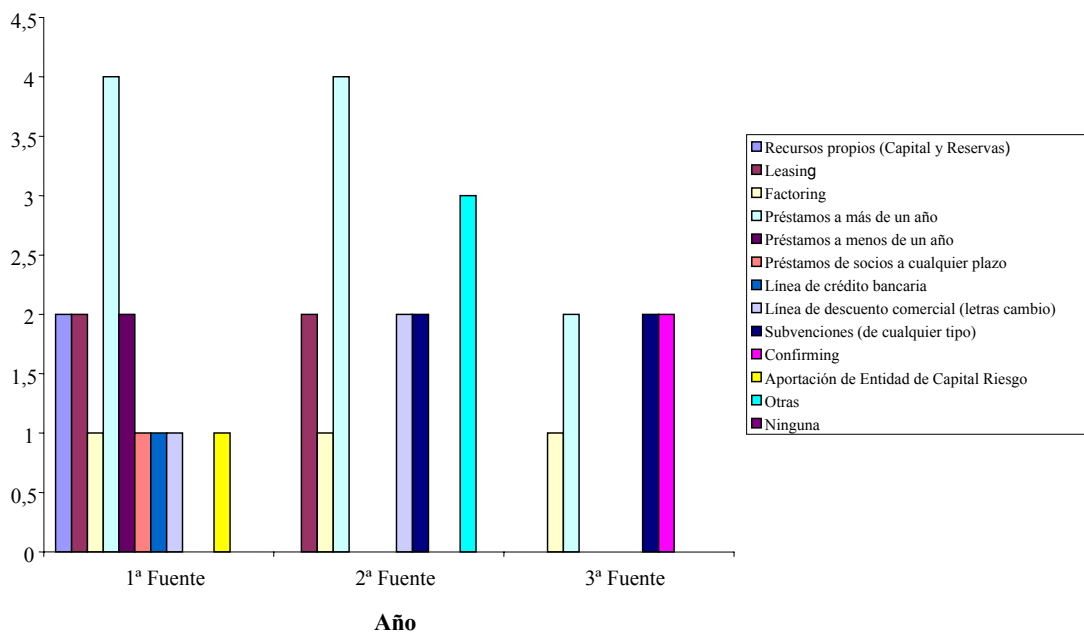
En cuanto a la procedencia de las fuentes de financiación (sector privado vs. sector público), las figuras siguientes, muestran que las contribuciones principales se obtienen del sector privado.

**Procedencia de las fuentes de financiación
(sector privado) (porcentaje sobre el total de fuentes de financiación)**



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

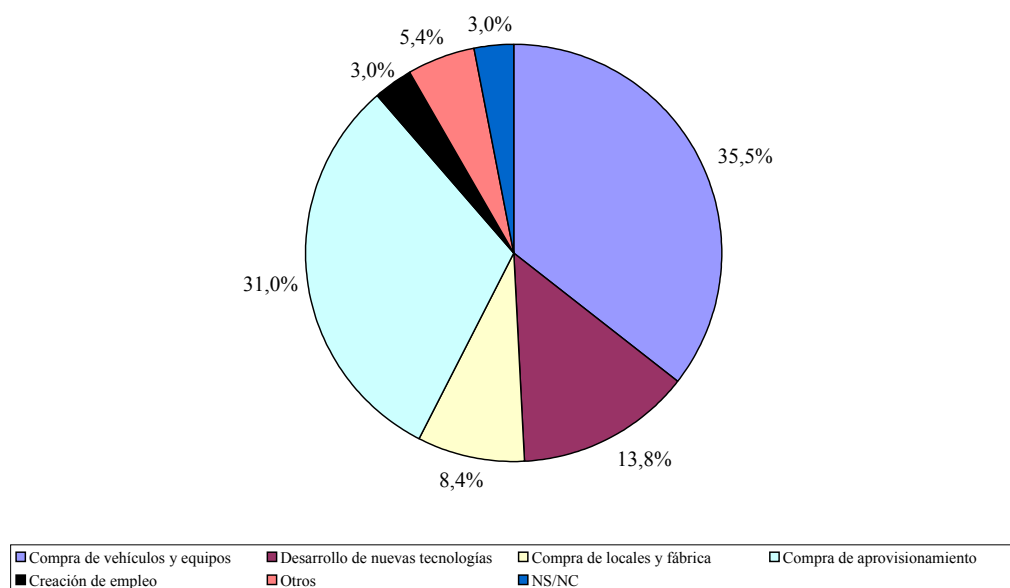
**Procedencia de las fuentes de financiación
(sector público) (porcentaje sobre el total de fuentes de financiación)**



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

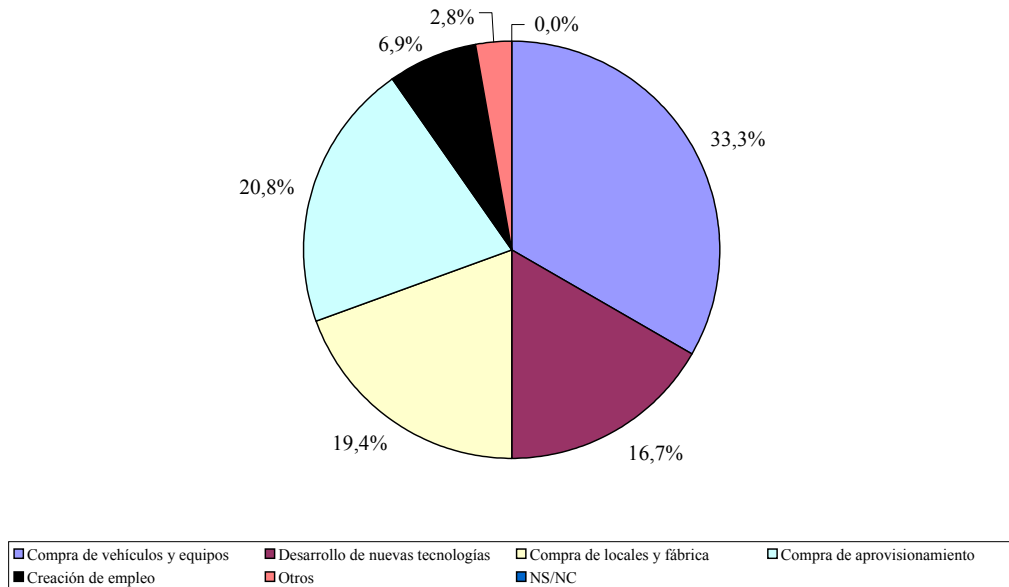
En cuanto al destino principal de las inversiones, la figura siguiente muestra que las mismas van dirigidas principalmente a la compra de aprovisionamientos (31%) y a la adquisición de vehículos y equipos (35,5%). No obstante, llama la atención el hecho de que la inversión en nuevas tecnologías acapara un porcentaje significativo del total de la muestra (13,8%), dicho porcentaje se hace incluso más importante a medida que se van satisfaciendo necesidad de locales, vehículos, materias primas, etc. (ver dos figuras siguientes), exactamente lo mismo ocurre con la inversión en creación de empleo que pasa de representar el 3% del primer destino de la inversión a representar más del 20% en el tercer destino de la inversión.

Destino de la inversión
(Primer destino, en porcentaje sobre el total de empresas)



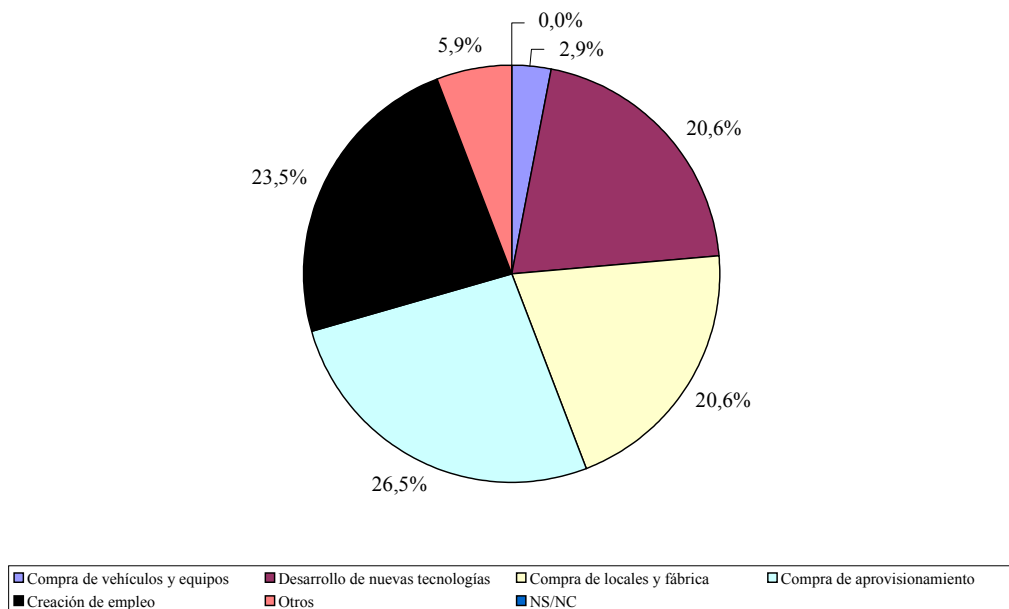
Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Destino de la inversión
(Segundo destino, en porcentaje sobre el total de empresas)



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Destino de la inversión
(Tercer destino, en porcentaje sobre el total de empresas)



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Las empresas consultadas, en general, han recibido escaso asesoramiento, como se muestra a continuación en la siguiente tabla. El asesoramiento recibido ha venido principalmente de la Administración del Estado, de la Administración Autonómica o de la Administración Local.

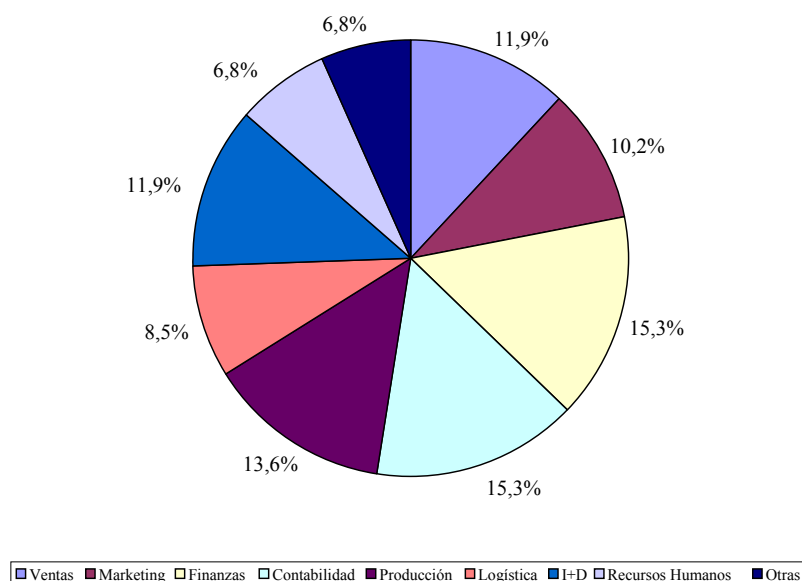
Fuente de financiación o asesoramiento
(Número de empresas y porcentaje sobre el total)

	ORIGEN ASESORAMIENTO	TOTAL	Importancia Relativa
Si	Admón. del Estado	6	3,0%
	Admón. Autonómica	16	7,9%
	Admón. Local	6	3,0%
	Otros	8	3,9%
No	Admón. del Estado	192	94,6%
	Admón. Autonómica	182	89,7%
	Admón. Local	193	95,1%
	Otros	183	90,1%
NS/NC	Admón. del Estado	5	2,5%
	Admón. Autonómica	5	2,5%
	Admón. Local	4	2,0%
	Otros	12	5,9%
TOTAL	Admón. del Estado	203	100,0%
	Admón. Autonómica	203	100,0%
	Admón. Local	203	100,0%
	Otros	203	100,0%

Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

A la pregunta del área en el que habían recibido asistencia técnica o asesoramiento, las empresas respondieron fundamentalmente lo siguiente: (i) Ventas, (ii) Marketing, (iii) Finanzas, (iv) Contabilidad, (v) Producción y finalmente (vi) I+D.

Área funcional en la que han recibido asesoramiento
(Número de empresas, en porcentaje sobre el total de empresas)



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

4.2.3. Datos relativos a su utilización de las formas de financiación específicas para Pymes

A continuación analizamos hasta qué punto son relevantes las formas de financiación y de apoyo a la financiación que se han desarrollado en nuestro sistema financiero para potenciar de forma especial a las Pymes y que son, por un lado la actividad de las sociedades de garantía recíproca y, por el otro, Capital riesgo e inversores ángeles, enfocados muy directamente a emprendedores y Pymes. Sin embargo, los resultados obtenidos a partir del estudio reflejan que estas formas no han calado todavía hondamente en el tejido empresarial español y su repercusión es escasa.

- **Sociedades de garantía recíproca**

En este trabajo, se ha definido el papel de las sociedades de garantía recíproca como elemento para apoyar la financiación de Pymes. La siguiente tabla muestra si las empresas consultadas son miembro de alguna Sociedad de Garantía Recíproca

(S.G.R.). Como se desprende de dicha tabla únicamente un 6,4% son miembro de alguna S.G.R., lo cual es un porcentaje muy bajo.

***Pertenencia y participación en sociedades de garantía recíproca
(Porcentaje sobre total empresas entrevistadas)***

	Importancia Relativa
Es miembro pero no solicitó aval	1,0%
Es miembro y solicitó aval	5,4%
No es miembro de ninguna S.G.R.	91,1%
NS/NC	2,5%

Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Son en total 2 empresas las que son miembro pero no han solicitado aval, y se sitúan una en Barcelona y otra en Valencia. Un total de 11 empresas son miembro de una Sociedad de Garantía Recíproca y han solicitado aval. Geográficamente estas 11 empresas se sitúan 5 en Bilbao, 2 en Valencia y Sevilla y 1 en Madrid y Barcelona. Un total de 185 empresas ni son miembros ni han solicitado aval y 5 no respondieron.

En cuanto a los sectores en los que desarrollan su actividad estas empresas, el desglose es como sigue. Las 2 empresas que son miembro y no han solicitado aval pertenecen una a alimentación y una a textil.

Las 11 empresas que si solicitaron aval pertenecen a los siguientes sectores 2 a alimentación, 3 a textil, 1 a cauchos y plásticos, 1 a fabricación de maquinaria, 2 a actividades informáticas y 2 a otros servicios.

En lo relativo al número de empleados de las empresas que han solicitado este tipo de garantía, las 2 entidades que no solicitaron aval pertenecen una a la categoría de menos de 10 empleados y la otra a las de entre 26 y 50 empleados.

Las 11 empresas que si solicitaron aval corresponden mayoritariamente al tramo entre 10 y 25 empleados (6 empresas), con 1 empresa en el tramo de menos de 10 y 1 en el tramo de 51 a 100 empleados, luego se confirma una tendencia hacia empresas de menor número de empleados.

Respecto al volumen de facturación de las empresas que utilizan los servicios de las S.G.R., encontramos que las dos empresas que no han solicitado aval se sitúan una en el tramo de menor facturación (menos de 700.000 euros) y la otra entre 4 y 6,4 millones de euros.

Las 11 empresas que si solicitaron aval se sitúan sin embargo muy dispersas por todo el arco de tramos a nivel de facturación, aunque disponemos solo de datos de 5 de ellas.

La antigüedad de las empresas que no solicitaron aval es en uno de los casos entre 5 y 10 años y en el otro superior a 10 años.

De las 11 que si solicitaron aval en 2 casos está entre 3 y 5 años, en 1 caso entre 5 y 10 años y en 8 casos superior a 10 años.

Ninguna de las 13 empresas que pertenecen a una S.G.R. se considera en fase inicial, mientras que 5 se consideran en expansión, 7 en fase de madurez y 1 no responde.

- **Inversores externos: capital riesgo e inversores ángeles**

Llama la atención el hecho de que del total de la muestra (203 empresas), únicamente 10 empresas, esto es, apenas un 5%, han recibido financiación procedente de inversores externos a la misma (amigo, familiar, entidad de capital riesgo, etc.) en los últimos tres años.

Los sectores en los que se ha producido este hecho son bastante variados, no se concentran en ninguno específico. Así, estas 10 empresas pertenecen 2 al sector de

alimentación, 2 a textil y confección, 1 a química, 1 a fabricación de maquinaria, 2 a actividades informáticas y 2 a otros servicios.

Por otro lado, estas 10 empresas se distribuyen geográficamente de la siguiente manera: Barcelona (3), Madrid (4), Sevilla (1) y Bilbao (2), lo que muestra una importante dispersión. De estas empresas, 6 tenían una antigüedad superior a 10 años, 2 se encontraban entre 3 y 5 años y 2 entre 5 y 10 años. Llama la atención el hecho de que no hay inversores en empresas de menos de 3 años, es decir, en los dos tramos iniciales.

Del total de 10 empresas que recibieron financiación externa, 7 solo la recibieron de un inversor (2 de Barcelona, 3 de Madrid y 2 de Bilbao), 1 de dos inversores (Barcelona), 1 de 4 inversores (Madrid) y 1 empresa recibió financiación de 5 inversores distintos en Sevilla. Todas las que recibieron financiación de más de un inversor tienen una antigüedad superior a 10 años.

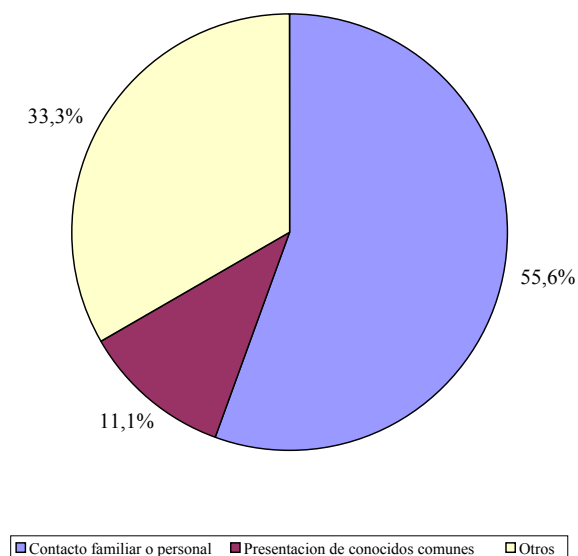
Del total de empresas que recibieron financiación externa, 1 tenía menos de 10 empleados, 6 estaban entre 10 y 25 empleados, 2 entre 26 a 50 empleados y 1 tenía más de 50 empleados. En lo relativo a los tramos de facturación, 1 empresa se sitúa en el tramo entre 700.000 y 2,25 millones de euros; 3 empresas en el tramo entre 2,25 y 4 millones de euros y 1 en el tramo entre 4 y 6,4 millones de euros. Ninguna empresa de las que recibieron financiación externa se sitúa en los tramos por debajo de 700.000 euros o por encima de 6,4 millones.

A continuación, se presenta la relación de estas empresas con los distintos inversores. En concreto, la relación de los inversores (tanto el primer inversor como sucesivos) con las empresas resulta ser principalmente familiar. En el caso del primer inversor, un 30% es familiar directo de los gerentes o propietarios de la empresa financiada. En un 50% de los casos (5 empresas) el inversor es una entidad de capital riesgo y solo un 10% es un inversor no conocido previamente, con un 10% que no contesta.

Los familiares directos o parientes lejanos son también los que ofrecen fondos en caso de un segundo inversor en una empresa y los amigos en el caso de un tercer inversor, aunque este solo afecta a una empresa.

La forma en la que las empresas han llegado a establecer estas relaciones con los inversores ha sido fundamentalmente a través de contactos familiares o personales (ver figura a continuación).

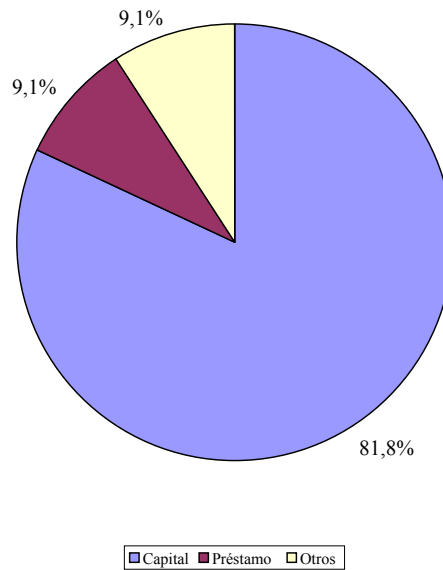
***Forma en que se produjo la conexión de la empresa financiada
con el inversor externo
(En porcentaje sobre el número de empresas)***



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

Una vez establecido el contacto con el inversor, estudiamos cómo se materializa la aportación de recursos por parte de estos inversores, que ha sido fundamentalmente a través de fondos de capital (81,8%) y préstamos (9,1%).

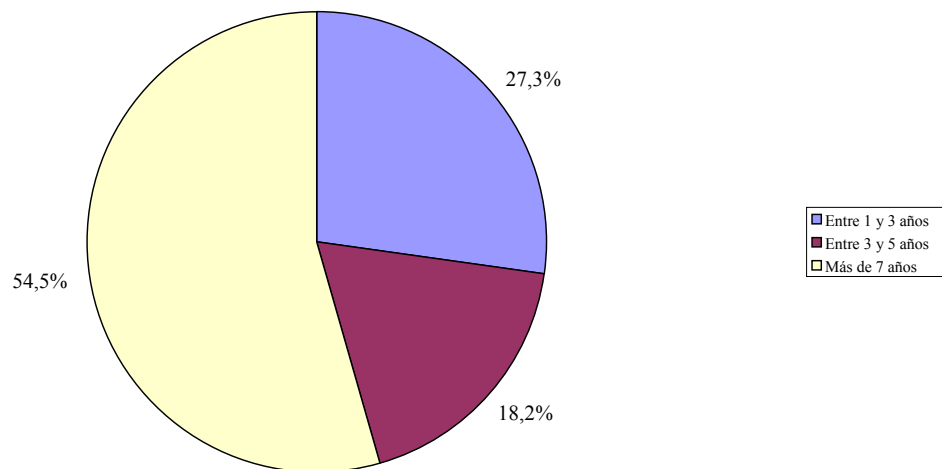
Forma de aportación de recursos a la empresa financiada por el inversor externo
(En porcentaje sobre el número de empresas)



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

En general el tiempo de permanencia de los inversores en las empresas es superior a 7 años (54,5%), un 18,2% está entre 3 y 5 años y el 27,3% decide salir antes de los tres años de permanencia, como se puede comprobar en el gráfico siguiente.

Tiempo de permanencia en la empresa financiada por el inversor externo
(En porcentaje del total de empresas)



Fuente: Encuesta EOI, Financiación de Pymes españolas, 2005.

5. RESUMEN DEL ESTUDIO Y CONCLUSIONES

Tras el análisis de las respuestas al cuestionario planteado, teniendo en cuenta que se recibieron 203 respuestas de empresas caracterizadas por estar, en su mayoría, en fase de madurez y pertenecer a un amplio abanico de sectores de actividad, en las 5 principales áreas económicas españolas, las conclusiones más significativas que se pueden extraer del presente trabajo son las siguientes:

- La principal fuente de financiación utilizada por las empresas son los recursos propios, seguidos del leasing, el descuento comercial y la línea de crédito bancaria. En general se puede observar que a medida que las empresas avanzan en su ciclo de vida optan por otras fuentes de financiación alternativas y/ o complementarias a los recursos propios.
- El origen principal de las distintas fuentes financieras es nacional, siendo principalmente relevante los recursos obtenidos del sector privado en la localidad o Comunidad Autónoma en la que se desarrolla la actividad comercial.
- El destino de las fuentes de financiación obtenidas es la obtención de materias primas con las que desarrollar la actividad comercial, así como la adquisición de la maquinaria, vehículos y equipos. Existe una creciente importancia de la inversión en nuevas tecnologías, sobre todo como segundo y tercer destino de la inversión, que sin lugar a dudas contribuirá a aumentar la productividad de las empresas.
- La Administración del Estado, la Administración Autonómica y la Administración Local, aunque no en gran medida, ha ofrecido asesoramiento a las empresas entrevistadas. Las materias en las que se ha enfocado principalmente el asesoramiento son tales como (i) ventas, (ii) marketing, (iii) finanzas, (iv) contabilidad, (v) producción e incluso I+D.
- Existe una escasa participación de las empresas entrevistadas en Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.) ya que únicamente un 6,4% (13 empresas) son

miembro de alguna S.G.R. y de éstas solo un 5,4% (11 empresas) son miembro y solicitaron aval. Es en Bilbao donde se concentra el mayor número de empresas que solicitaron aval (5 empresas), seguido de Valencia y Sevilla (2 empresas) y Madrid y Barcelona (1 empresa). Las empresas que solicitaron aval corresponden mayoritariamente a empresas en el tramo entre 10 y 25 empleados, mientras que la distribución es muy dispersa en cuanto al volumen de facturación. Y ninguna de las 13 empresas miembro de una SGR se considera en fase inicial, sino que 5 están en expansión, 7 en fase de madurez y 1 no responde.

- Únicamente un 5% (10 empresas) del total de las entrevistadas ha recibido financiación externa de inversores, lo que pone de manifiesto la baja participación de los inversores ángeles y capital riesgo en el desarrollo del modelo de negocio de las empresas. Este hecho se produce en casi todos los sectores analizados. Geográficamente, las empresas se distribuyen de la siguiente forma: Barcelona (3), Madrid (4), Sevilla (1) y Bilbao (2), lo que muestra una importante dispersión. De estas empresas, 6 tenían una antigüedad superior a 10 años, 2 se encontraban entre 3 y 5 años y 2 entre 5 y 10 años. Llama la atención el hecho de que no hay inversores en empresas de menos de 3 años, es decir, en los dos tramos iniciales.

Del total de 10 empresas que recibieron financiación externa, 7 solo la recibieron de un inversor (2 de Barcelona, 3 de Madrid y 2 de Bilbao), 1 de dos inversores (Barcelona), 1 de 4 inversores (Madrid) y 1 empresa recibió financiación de 5 inversores distintos en Sevilla. Todas las que recibieron financiación de más de un inversor tienen una antigüedad superior a 10 años.

En general el tiempo de permanencia de los inversores en las empresas es superior a 7 años (54,5%), un 18,2% está entre 3 y 5 años y el 27,3% decide salir antes de los tres años de permanencia.

- No obstante, en aquellos casos en los que las empresas recibieron financiación externa, el origen de la misma es fundamentalmente familiar.

- El capital riesgo tiene escasa importancia relativa entre las fuentes de financiación elegidas por las empresas entrevistadas. Solo 5 empresas del total de la muestra han recibido financiación a través de una entidad de capital riesgo.

BIBLIOGRAFÍA

- Asociación española de Leasing (<http://www.ael.es>)
- Asociación española de Factoring (<http://www.factoringasociación.com>)
- Base de datos José Martí Pellón (<http://www.webcapitalriesgo.com>)
- Baygan, G. “A comparison of venture capital policies and programs in selected OECD countries”. Industry Division--Directorate for Science, Technology and Industry, OECD.
- Baygan, G. & Freudenberg, M., (2000) “The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy “*OECD, STI Working papers 2000/7*.
- Black, B.S. y Gilson, R.J. (1998) “Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-277, 1998.
- Brealey & Myers: *Fundamentos de Financiación Empresarial*, McGraw Hill. 1998
- Calvo, A; Rodríguez Saíz, L; Parejo, J.A y Cuervo, A: *Manual de sistema financiero español*, Ariel Economía, 2004.
- Coveney, P., Moore, K.: *Business Angels: Securing Start Up Finance*, *John Wiley & Sons*, Chichester, 1998.
- CESGAR (<http://www.cesgar.es>)
- Gompers, P.A.& Lerner, J., (2001) “The Venture Capital Revolution”. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 145-168.
- Itzel, E; Rökaeus, N; Höglund, E y Lundh, M (2005): Differences between Business Angels and Venture Capitalists, *Stockholm School of Entrepreneurship*.
- Informe Capital & Corporate: Balance Capital Riesgo – Año 2003.
- Informe Capital & Corporate: Balance Capital Riesgo – Año 2004.
- Informes y estadísticas de la Asociación Española de Leasing.
- Informes y estadísticas de la Asociación Española de Factoring.
- Informes y estadísticas de la Asociación Española de la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR).
- Kelly, P., (2003). Lectures during the course of finance for start-ups.
- Martí, J: *Oferta y demanda de capital riesgo en España*, Civitas, 2001.
- Martí Pellón, J y Salas de la Hera, M (2005): *El capital riesgo en España: 2004*, <http://www.webcapitalriesgo.com>
- Real Decreto Ley 12/1995, de 28 de diciembre sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera.

- San José, A (2001): “*Los Business Angels como instrumento para la financiación de empresas en etapas iniciales*”, Iniciativa emprendedora y empresa familiar, Deusto.
- San José, A (2001): “*Las redes de Business Angels en Europa. Estrategias de promoción del capital riesgo*”, Iniciativa emprendedora y empresa familiar, Deusto.
- Sørheim, R., Landström H., (2001): “*Informal investors—a categorization, with policy implications*”. *Entrepreneurship & Regional Development* 13, 351–370.
- Westley, G (2003): *Arrendamiento y préstamo para equipo: Guía para el microfinanciamiento. Banco Interamericano para el Desarrollo (BID)*.