

Alternativas de financiación no tradicionales para PYMES

MONTSERRAT CASANOVAS RAMON
Universidad de Barcelona

Fecha de recepción: 4/11/10

Fecha de aceptación: 26/03/11

Resumen

El objetivo de este artículo es el análisis de aquellas fuentes de financiación a las que por su relativa novedad las pequeñas y medianas empresas (PYMES) no suelen acceder. Y que además son especialmente útiles en tiempos de crisis cuando la financiación bancaria es muy reducida y en su caso, la exigencia de mayores garantías e incremento de los «márgenes» de los préstamos y créditos a tipo variable y de los tipos de interés en los préstamos y créditos a tipo fijo, por parte de las Entidades Financieras, la convierten en no viable.

La necesidad acuciante de las PYMES de obtener financiación por un lado y además si es posible que esta tenga las características de recursos propios hace necesaria la consideración de otras alternativas no tradicionales de financiación.

Estas fuentes de financiación no tradicionales que permiten a las empresas capitalizarse para aumentar su solvencia y subsanar la insuficiente financiación bancaria son el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), las Sociedades de Capital Riesgo y los *Business Angels*. Dichas modalidades se han convertido en alternativas de financiación a estudiar por parte de las PYMES que necesitan incrementar su financiación propia, especialmente en la situación económica actual.

Palabras Clave

Recursos propios, financiación bancaria, PYMES, *Venture Capital*, *Business Angels*.

Abstract

The aim of this paper is the analysis of those funding sources which by their relative newness of small and medium enterprises (SMEs) do not usually access. And they are also especially useful in times of crisis where bank finance is very small.

The pressing need for SMEs to obtain financing on the one hand and also if it is possible that this has the characteristics of own resources needed to consider other nontraditional financing alternatives.

These non-traditional funding sources that enable companies to capitalize to increase its solvency and bank address inadequate funding are the Alternative Investment Market (MAB), *Venture Capital* and *Business Angels*. Such arrangements have become financing alternatives studied by the SMEs need to increase their own financing, especially in the current economic situation.

Keywords

Own resources, Bank financing, SME, *Venture Capital*, *Business Angels*.

1. Introducción

La importancia de las PYMES en España está fuera de toda duda ya que representan un 65% aproximadamente del Producto Interior Bruto (P.I.B.), emplean al 80% de la fuerza laboral y constituyen el 99% de las empresas del país. Actualmente la mayor parte de ellas tienen problemas de financiación.

Las fuentes de financiación utilizadas habitualmente por las PYMES han sido la autofinanciación y la financiación bancaria. La autofinanciación o financiación interna está formada por aquellos recursos financieros que afluyen a la empresa desde la misma empresa, por consiguiente no exige tramites ni tiene un coste explícito.

Algunos autores distinguen entre autofinanciación por enriquecimiento y autofinanciación por mantenimiento. La autofinanciación por mantenimiento es la que procede de los beneficios retenidos, es decir de la parte de beneficios que la empresa no ha distribuido a sus accionistas en la forma de dividendos sino que ha retenido y ha contabilizado en sus cuentas de reservas. La retención de beneficios es una decisión del Consejo de Administración y dará cuenta de la misma a la Junta General de Accionistas. La autofinanciación por mantenimiento está formada básicamente por los recursos procedentes de las amortizaciones y las provisiones, las cuales pueden ser utilizadas por la empresa mientras no se apliquen a la finalidad concreta para la cual se constituyeron. Por consiguiente, mientras la autofinanciación por mantenimiento puede ser utilizada por la empresa sin límite temporal, en la segunda modalidad si existe un límite temporal definido por la propia naturaleza de las amortizaciones y provisiones.

Pero cuando la financiación propia interna resultaba insuficiente para atender a las necesidades de las empresas y el recurso a ampliaciones de capital (financiación propia externa) implicaba la realización de desembolsos por parte de los propios accionistas, lo cual tampoco podía hacerse de manera regular ya que las necesidades de recursos por parte de la empresa suelen ser superiores al patrimonio de los accionistas, la alternativa viable para satisfacer las necesidades financieras de las PYMES consistía en acudir a la financiación ajena.

Por lo que a la financiación ajena se refiere, es decir la que implica una deuda por parte de la empresa con sus acreedores, cabe distinguir entre empréstitos obligacionistas (emisiones de bonos y obligaciones) y préstamos y créditos.

Las emisiones de bonos y obligaciones por parte de las empresas, es decir las denominadas emisiones de renta fija corporativa ha sido un segmento, hasta el momento, en España, reservado prácticamente a las grandes empresas. Ello explica la importancia de la financiación bancaria (básicamente préstamos y créditos) en las PYMES, ya que ha sido la única vía de financiación ajena posible.

En épocas de crisis económica, como han sido los años 2008, 2009 y 2010 en España, las empresas han visto reducidos los ingresos que obtenían de la venta de sus productos o de la prestación de sus servicios. Y aunque han hecho grandes esfuerzos para reducir los gastos necesarios para la fabricación y/o comercialización de sus bienes o servicios el EBITDA (*earning before interest, taxes, depreciation and amortization*), diferencia entre sus ingresos de explotación y sus gastos de explotación, se ha visto reducido notablemente. Como las amortizaciones no han práctica-

mente variado y las cargas financieras se han incrementado como consecuencia de la morosidad y el incremento del tipo de interés en las renovaciones de préstamos y créditos, en su caso, el beneficio neto ha disminuido y con ello la parte dedicada a la autofinanciación.

Además, la financiación bancaria a las empresas en España en estos últimos tres años se ha reducido notablemente y en especial la dirigida a las PYMES. Unas menores disponibilidades de recursos por parte de las Entidades Financieras y un análisis riguroso del riesgo de crédito por parte de las mismas han provocado una fuerte contracción de los préstamos y créditos concedidos, así como un encarecimiento de los mismos. Este encarecimiento de los préstamos y créditos se ha manifestado con un incremento de los márgenes en los préstamos y créditos «a tipo variable» y en aumentos notables de los tipos de interés en los «a tipo fijo». Hechos que por otra parte, continuarán en el futuro debido a los nuevos requerimientos del Acuerdo Basilea III.

Por consiguiente las PYMES necesitan acudir a nuevas fuentes de financiación, tales como las que ofrecen el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo y los *Business Angels*.

2. Antecedentes del mercado alternativo bursátil: El segundo mercado

Para satisfacer las necesidades de obtención de financiación propia de las PYMES surgieron los Segundos Mercados Bursátiles.

En España, las PYMES no podían cumplir los requisitos para solicitar la admisión a cotización en el mercado bursátil, especialmente por la exigencia de un capital social mínimo que en su momento era de 200 millones de pesetas, lo que equivaldría actualmente a 1.200.000 euros, sin tener en cuenta la parte del capital social perteneciente a accionistas con participaciones, cada uno de ellos, iguales o superiores al 25%.

El Segundo Mercado Bursátil reaparece en España en 1982, ya que su antecedente fue el Mercado Paralelo de Barcelona que fue clausurado, después de la guerra civil, en 1.940.

Este Segundo Mercado no fue regulado hasta 1.986, mediante el R.D. 710/1.986 de 4 de abril y la O.M.de 26 de noviembre de 1.986 y se creó, en cierto modo, a imagen y semejanza del *Unlisted Securities Market* en el Reino Unido y el *Second Marché* de Francia.

Los requisitos para la admisión a cotización en este Segundo Mercado eran:

- El emisor debía tener la forma jurídica de Sociedad Anónima, igual que en el Primer Mercado.
- Capital mínimo desembolsado y reservas de 25 millones de pesetas, lo que equivale actualmente a 150.253 euros. En el caso de emisión de obligaciones el importe mínimo era también el mismo pero el emisor debía ya cotizar previamente en este Segundo Mercado. Es decir, el requisito de capital mínimo se reducía a la octava parte de lo exigido en el Primer Mercado.
- Se suprimía el requisito de obtención de beneficios que en el Primer Mercado era de obtención de beneficios suficientes, en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos en un período de cinco años, para pagar un dividendo de al menos el 6% del capital, una vez dotadas las correspondientes reservas legales y obligatorias y realizada la previsión de impuestos. Incluso podía solicitarse la admisión con pérdidas pero naturalmente en este caso aunque la norma no lo explicitara debía acompañarse de un buen Plan de Reestructuración de la empresa en cuestión.
- Exigencia de dar información anual y semestral en lugar de anual y trimestral que es el caso del Primer Mercado.
- Sistema de contratación especial en régimen de contrapartida de los títulos ya fueran acciones u obligaciones. Las Sociedades de Contrapartida debían fijar precios de compra y de venta para los títulos, con un 10% de diferencia máxima sobre el valor nominal para acciones y de un 3% para obligaciones. Es decir, la Sociedad de Contrapartida hacía las funciones de *market-maker*, cotizando precios de compra y de venta con un determinado diferencial o *spread*, dotando al mercado, de esta manera, de cierta liquidez. Por consiguiente, el emisor debía suscribir un contrato con una Sociedad de Contrapartida, poniendo a disposición de la misma un 20% de las acciones.

Pero el éxito del Segundo Mercado fue escaso. Solo una treintena de sociedades repartidas entre las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia solicitaron la admisión.

Las causas de que no triunfara este Segundo Mercado fueron básicamente por parte de las empresas, la transparencia informativa, contable y fiscal que se exigía a las empresas cotizadas en este Segundo Mercado. Y por parte de los inversores, la falta de liquidez de estos Segundos Mercados.

3. El mercado alternativo bursátil (M.A.B.): Objetivos, características y requisitos para la incorporación

El M.A.B. es un mercado promovido por Bolsas y Mercados Españoles (B.M.E) que se creó por un Acuerdo del Consejo de Ministros de 30 de diciembre de 2005 como un Sistema Organizado de Negociación (S.O.N.) de valores e instrumentos financieros de reducida capitalización: acciones y valores emitidos por Instituciones de Inversión Colectiva y otros valores que requieran un régimen singularizado.

En Londres, el 19 de junio de 1.995 ya se habían puesto en marcha el *Alternative Investment Market* (A.I.M.) y en París *NYSE ALTERNEXT* en mayo de 2005.

El objetivo básico de estos Mercados Alternativos es coincidente. Se trata de la creación de mercados autorregulados para satisfacer las necesidades de financiación de las empresas pequeñas y medianas, pero respondiendo a las exigencias de transparencia y liquidez de los inversores.

En el caso del MAB empezaron a cotizar en 2006 las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVs) y en 2009 las empresas. La primera empresa que solicitó la admisión a dicho mercado fue la productora audiovisual ZINKIA.

La adaptación a la Directiva Comunitaria 2004/39/CE que regula los Mercados Financieros, conocida comúnmente como MIFID (acrónimo en inglés de *Markets in Financial Instruments Directive*) provocó la transformación del MAB a un Sistema Multilateral de Negociación (S.M.N) que en inglés se conoce por las siglas M.T.F (*Multilateral Trading Facility*). Es decir, se trata de sistemas de negociación operados por las Bolsas. En el caso del M.A.B. la Bolsa Española.

El MAB se encuentra supervisado por la Comisión del Mercado de Valores (CNMV). Y está dirigido tanto a inversores institucionales como a particulares. Su régimen de información y contratación está adaptado a las empresas de reducida capitalización.

Las ventajas que ofrece dicho mercado, son básicamente:

- Proporcionar financiación a las PYMES, bajo la forma de recursos propios.
- Aportar una mayor notoriedad a la compañía, particularmente ante clientes y proveedores financieros. En general, ayuda a consolidar la imagen de marca y prestigio de la empresa.

- Ofrecer una valoración de la empresa, al fijar el mercado el precio o cotización de las acciones, el cual recoge sus expectativas futuras.
- Posibilitar a los accionistas el convertir en dinero sus acciones. Es decir, ofrecerles liquidez si lo desean, como puede ser el caso de empresas familiares con problemas de sucesión.

Los requisitos para solicitar la admisión a negociación en el M.A.B son:

- Las entidades emisoras deben tener la forma jurídica de Sociedades Anónimas. Y su capital social debe estar totalmente desembolsado y de libre transmisión. El rango promedio de fondos propios de las empresas que acceden a este mercado suele estar entre 25 y 75 millones de euros, aunque la normativa no lo fija.
- Las acciones tienen que estar representadas por anotaciones en cuenta. Pudiendo ser las sociedades emisoras tanto españolas como extranjeras.
- Designación por parte de la entidad emisora de un Asesor Registrado y firmar un contrato de liquidez, con el fin de garantizar la contrapartida a los inversores.
- El valor estimado de la oferta o *LISTING* debe ser superior o igual a 2.000.000 de euros. Para el conjunto de acciones propiedad de accionistas con participación menor al 5%. Es decir, que con la colocación se alcance un *Free Float* (Capital Flotante que circula libremente por el mercado) superior a los dos millones de euros. El rango de las ofertas realizadas ha oscilado entre 6 y 12 millones de euros.
- La oferta puede realizarse mediante una O.P.V (Oferta Pública de Venta de acciones), una O.P.S (Oferta Pública de Suscripción de acciones) o una oferta privada. Siendo la O.P.S., es decir, la colocación de nuevas acciones procedentes de una ampliación de capital, la opción de mayor éxito ya que resulta difícil de entender que un empresario confíe en el futuro de su compañía y venda sus acciones, caso de la O.P.V, en la que se colocan las acciones ya emitidas.

La información que se les exige a las entidades cuyas acciones se cotizan en el M.A.B son:

1. Información periódica semestral, a presentar en los tres meses siguientes al finalizar el primer semestre, de:

- a. Las cuentas anuales resumidas no auditadas individuales y, en su caso, del grupo consolidado.
 - b. Hechos importantes a resaltar en el período.
 - c. Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones de negocio.
 - d. Relación de accionistas con una participación en el capital social superior al 10%.
2. Información periódica anual, a presentar en los cuatro meses posteriores al cierre del ejercicio contable de:
- a. Las cuentas anuales auditadas.
 - b. Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones de negocio.
 - c. Si el informe de auditoría tiene limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor debe de informarse de los motivos, actuaciones y subsanación y plazo.

Asimismo, se debe comunicar con carácter inmediato toda Información Relevante que pueda afectar a la adquisición o transmisión de valores o influya de manera sensible en su cotización. También deben comunicarse todas las informaciones relativas a:

- Participaciones significativas, es decir aquellas compras o ventas que conlleven que la participación de un accionista alcance, supere o descienda del 10% del importe del capital social y sucesivos múltiplos.
- Operaciones realizadas por administradores y directivos cuyo importe alcance, supere o descienda del 1% de la cifra de su capital social o cualquier múltiplo.
- Pactos parasociales que se suscriban, prorroguen o extingan relativos a la transmisibilidad de las acciones o al derecho de voto.

Dichas informaciones serán comunicadas al M.A.B y trasladadas a la C.N.M.V.

En relación a la nueva figura del Asesor Registrado, regulado por la Circular M.A.B 10/2010 cabe señalar que sus funciones básicas son:

- Asegurar la transparencia informativa de las sociedades cotizadas.
- Y asistir a las compañías en el cumplimiento de las obligaciones con el M.A.B.

Por consiguiente, el Asesor Registrado deberá comprobar que la Compañía cumple con los requisitos de incorporación y asistirle en la preparación de la documentación requerida. Asimismo, deberá revisar que la información periódica o puntual cumple en contenido y plazos la normativa del Mercado. También asesorará a la compañía sobre los hechos que puedan afectar al cumplimiento de las obligaciones de la misma con el M.A.B. y en su caso, trasladará al M.A.B. los potenciales incumplimientos relevantes.

4. El mercado alternativo bursátil (M.A.B.): Contratación y proceso de incorporación de las empresas al mismo

El M.A.B utiliza la plataforma tecnológica de la Bolsa Española, es decir el sistema S.I.B.E., acrónimo de Sistema de Interconexión Bursátil Español.

La fijación de precios se hace, con carácter general, por el Sistema de *Fixing*, es decir mediante subasta, dos veces al día, al igual que ocurre con los valores de Primer Mercado que tiene reducida frecuencia de contratación. Si bien, en algunos casos como el de Neuron Biopharma cotiza en el Mercado Abierto, dado el número de accionistas particulares (2.600) que captó en su salida a Bolsa, lo cual posibilita una mayor liquidez.

En cualquier caso, como ya se ha comentado en el epígrafe anterior la Empresa Emisora deberá suscribir un contrato de liquidez con un Intermediario Financiero.

Para la liquidación de las compras y ventas de acciones se utiliza el mismo procedimiento que el aplicado a las operaciones de valores negociados en las Bolsas Españolas de Valores.

La incorporación de una empresa al M.A.B exige un proceso cuya duración puede oscilar entre tres y seis meses. En este proceso se pueden distinguir cuatro fases:

1ª Fase: Decisión y Planificación. Lo primero que hay que hacer es tomar el Acuerdo Social. Una vez que el Consejo de Administración ha manifestado su decisión de incorporarse al M.A.B, deberán adecuar la Compañía, en su caso, para cumplir los requisitos del M.A.B., preparar el documento informativo y designar a su Asesor Registrado. Asimismo procederán a realizar una *Due Dilligence*, es decir, una revisión de la situación de la empresa y proceder al diseño de la operación (O.P.S, O.P.V u oferta privada).

2ª Fase: Solicitud. En esta fase se deberá presentar la Documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación. Y el documento informativo de incorporación, o en su caso, Folleto Informativo. Se puede iniciar también en esta fase una campaña de premarketing, por ejemplo mediante presentaciones a Analistas Financieros.

3ª Fase: Tramitación y Autorización: En esta fase se procederá a la evaluación por parte del M.A.B. de la solicitud y acuerdo, en su caso, de la incorporación. A continuación, el M.A.B. comunicará a la empresa la resolución acordada. Asimismo, la empresa deberá suscribir los contratos con las Entidades Colocadoras y con el Intermediario Financiero proveedor de liquidez.

4ª Fase: Prospección de la Demanda y *Book Building*. Es la etapa de Marketing propiamente dicha. En ella se realizarán *Road Shows*, se estará presente en los diferentes medios de comunicación y se realizará un marketing intensivo con posibles inversores ya sean institucionales (Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros, S.I.C.A.V.s, Sociedades o Fondos de Capital Riesgo, redes de Banca Privada...) o particulares, en función del segmento destinatario de la oferta elegido.

5ª Fase: Colocación, incorporación y cotización. En esta última fase se procederá a la fijación del precio y colocación de las acciones. Se publicará en el Boletín de Cotización la incorporación de la empresa al M.A.B. Se le asignará su código S.I.B.E. y se incluirá en el Registro de Anotaciones en Cuenta (IBERCLEAR o Servicios de Registro de Bolsa de Barcelona, Bilbao o Valencia) y empezarán sus acciones a cotizar. A finales de 2010, el número de empresas que cotizaban en el M.A.B eran una docena, con lo que sus posibilidades de crecimiento son muy elevadas.

5. El mercado alternativo bursátil (M.A.B.): Inversores y ayudas fiscales

Dadas las características del Mercado y de las compañías que en él cotizan, el tipo de inversores a que va dirigido es a inversores con una voluntad de inversión a medio y largo plazo que persiguen una importante plusvalía con la venta de sus acciones más que una rentabilidad por dividendos. Al tratarse de empresas en expansión, si sus planes negocio se cumplen la cotización de sus acciones irá descontando las buenas expectativas futuras y en el momento de la enajenación el inversor obtendrá las plusvalías esperadas. Pero en ningún caso, se trata de valores para especular a corto plazo.

Además existen los incentivos fiscales que determinadas Comunidades Autónomas conceden a las inversiones realizadas en el MAB. En Cataluña, Madrid y Galicia, existe una deducción del 20% en el tramo autonómico del IRPF, en las inversiones realizadas en empresas del M.A.B.

Pero aparte de los incentivos fiscales a los inversores también existen las ayudas fiscales a los emisores. El Ministerio de Industria a través de la Empresa Nacional de la Innovación (E.N.I.S.A) concede préstamos para hacer frente a los gastos de incorporación al M.A.B con un máximo de 1,5 millones de euros, con vencimiento a dos años, sin comisiones y tipo de interés del 0%. Realizándose la amortización financiera del préstamo al vencimiento del mismo. Los requisitos básicos para obtener dicha ayuda son que se trate de una PYME con forma societaria y que no pertenezca a los sectores inmobiliario y financiero. Además, la empresa solicitante deberá tener un proyecto de rentabilidad adecuado al riesgo; un balance financiero auditado y buenas expectativas de crecimiento actuales y a largo plazo.

También existen ayudas para afrontar las comisiones que conlleva la incorporación al M.A.B., en diferentes comunidades autónomas tales como Madrid, Galicia y Murcia.

6. Las sociedades de capital riesgo, los fondos de capital riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo: Características y tipos de inversión a los que se dirigen

El origen de las Sociedades de Capital Riesgo (S.C.R.) se remonta a mediados del siglo xx en Estados Unidos. Si bien, en España la primera regulación es el R.D. de 1/ 1.986 de 14 de marzo y la O.M. de 26 de noviembre de 1.986.

Las primeras S.C.R. en España fueron de iniciativa pública, con la finalidad de revitalizar el tejido empresarial de las diferentes regiones. Siendo a partir de los años noventa cuando toma las riendas la iniciativa privada y surge un espectacular crecimiento de las mismas.

Según se desprende de La ley 1/1.999 de 5 de enero, las entidades que conceden capital riesgo a las empresas son:

- Las S.C.R, las cuales se definen como aquellas sociedades anónimas que se dedican a invertir sus propios recursos en la financiación temporal y minoritaria de PYMES innovadoras, además de aportar

su *know-how*, con la esperanza de obtener elevadas plusvalías a largo plazo. Es decir, tiene por objeto facilitar recursos financieros a las PYMES innovadoras en sus productos o servicios o en los procesos de producción o comercialización, mediante la toma de participación en su capital social, préstamos participativos que se convertirán *a posteriori* en capital social, o la suscripción de bonos u obligaciones convertibles en acciones y además apoyarán a la dirección con sus conocimientos, experiencias y relaciones personales, aportando un valor añadido al puramente financiero. Sus recursos financieros pueden dirigirse tanto a empresas de reciente creación como a empresas establecidas que quieren potenciar su crecimiento o a la adquisición de paquetes de acciones con el fin de garantizar su sucesión.

- Los Fondos de Capital Riesgo (F.C.R.), es decir patrimonios administrados por una Sociedad Gestora que como objeto social tiene el mismo que las S.C.R., correspondiendo a la Sociedad Gestora llevar a cabo las funciones de asesoramiento y apoyo.
- Asimismo, existen las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (S.G.E.R.) las cuales están constituidas como Sociedades Anónimas cuyo objetivo social consiste en la administración y gestión de F.C.R. y de activos de S.C.R. Como actividad complementaria las S.G.E.C.R. pueden llevar a cabo actividades de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

Los tipos de inversiones a las que se dirige el capital riesgo se suelen clasificar en:

- Inversiones semilla (*Seed*). Se trata de inversiones en las que existe riesgo tecnológico. Y la aportación de recursos es anterior al inicio de la producción y distribución masiva del producto o servicio. Siendo el volumen de recursos aportados reducido en relación con los necesarios en las siguientes fases.
- Inversiones de Arranque (*Start-up*). La inversión se dirige a la financiación del inicio de la producción y distribución masiva del producto o servicio. Es decir, se trata de participaciones en empresas de reciente creación que todavía no han empezado a generar beneficios.
- Inversiones de Expansión. En este caso, la inversión se dirige a aquellas empresas con una cierta trayectoria que quieren desarrollar nuevos productos o expandirse en nuevos mercados o que quieren

incrementar su segmento de mercado actual. También puede tratarse de una financiación puente (*Bridge Financing*) como paso previo a la salida a Bolsa de la empresa en cuestión.

- Inversiones de capital de sustitución (*Replacement*). Cuando el objeto de la inversión es sustituir a un grupo de accionistas pasivos, es decir no interesados en la gestión y el control de la empresa que desean desinvertir. O bien sustituir a un accionista activo que provoca conflictos o desacuerdos con el resto de accionista. Por tanto, en ninguno de los dos casos, se trata de entrada de nuevos recursos en la empresa sino de sustitución del capital que detentaban unos accionistas por la S.C.R. para dar un impulso a la empresa receptora.
- Inversiones de Reorientación (*Turnaround*). Se trata de inversiones dirigida a financiar reestructuraciones de empresas. Algunas de ellas pueden calificarse de M.B.I. que explicaremos a continuación.
- Inversiones de compra apalancada (L.B.O.). En este caso, una parte sustancial de la inversión está financiada con deuda, de ahí el nombre de (L.B.O). Dicha deuda se halla garantizada parcial o totalmente por los activos de la empresa adquirida. Existen diferentes modalidades, tales como los *Management Buy Out* (M.B.O.), en la que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de la propia empresa, los *Management Buy In* (M.B.I.), en la que los adquirentes pertenecen a una empresa distinta y Los *Buy-In Management Buy-Out* (B.I.M.B.O.), en las que una parte de los adquirentes pertenecen a la propia compañía y la otra parte, pertenecen a otra empresa. En cualquier caso, se trata de que el negocio adquirido obtenga un valor superior al precio de adquisición pagado. Las S.C.R. tienen la experiencia y los conocimientos necesarios para hacer realidad con éxito cualquiera de las operaciones indicadas.

Los criterios principales que aplica una S.C.R. a la hora de seleccionar la inversión son:

- Cualificación y motivación del equipo directivo.
- Que la compañía tenga una estrategia bien definida.
- El mercado objetivo esté bien definido.
- Una facturación actual o prevista entre 100.000 y 60.000.000 de euros.
- Plan de Negocio de la Empresa detallado y fiable.
- Innovación, en cualquiera de los productos o servicios, fases o procedimientos de la empresa.

– Estados Financieros Previsionales consistentes.

El importe de las inversiones de capital riesgo suele estar por encima de 1 millón de euros.

El inversor de capital riesgo suele mantener su inversión entre 3 y 10 años, es decir durante el tiempo necesario para que la inversión madure.

A diferencia del inversor bursátil, el inversor de capital riesgo es un socio activo que se involucra en la actividad empresarial, aunque sin intervenir en los procesos de la operativa diaria.

La participación de una S.C.R. en el capital de una empresa hará que esta gane credibilidad y visibilidad entre sus clientes y proveedores, a la vez que le ayuda en el cumplimiento de los objetivos empresariales fijados.

El volumen de inversión realizado por las entidades de capital riesgo en España, en 2.009 ascendió a 1.617 millones de euros.

7. Los *Business Angels*: Características y tipos de inversión a los que se dirigen

Los *Business Angels* (B.A.) a diferencia de las S.C.R. son inversores privados que de manera individual aportan directamente recursos propios o ajenos a empresas en vías de creación (*seed capital*), o de reciente creación (*start-up*) o a empresas que se enfrentan a una fase de crecimiento con muy buenas expectativas. Si bien, al igual que las S.C.R. aportan un valor añadido al proyecto empresarial, (conocimientos técnicos, experiencia, contactos,...), sin involucrarse en la operativa diaria, con la esperanza de obtener una plusvalía a largo plazo.

Las principales características de los B. A. son:

- Invierten su propio dinero mientras que las entidades de capital riesgo suelen invertir recursos de terceros.
- Suelen tomar una participación minoritaria en el capital de la empresa, que por término medio puede situarse entre un 30 y un 35%. Similar a lo que ocurre con las S.C.R.
- Los importes invertidos, por los B.A. en cada operación oscilan entre los 25.000 y 270.000 euros. Importes mucho menores a los que por término medio invierten las S.C.R.
- Se trata de inversiones a largo plazo. Oscilando el horizonte temporal entre 5 y 10 años.
- El perfil más usual de B.A. es el de un antiguo emprendedor que

aporta no sólo recursos financieros sino también su experiencia profesional en el sector o mercado o simplemente en la gestión y dirección empresarial.

- Suelen invertir en empresas o proyectos que se van a realizar cerca de su lugar de residencia, por este motivo a veces se les denomina a los B.A. «inversores de proximidad».
- Aceptan rentabilidades esperadas inferiores a las que aceptan las entidades de capital riesgo, no por motivos filantrópicos sino debido a la menor cuantía de las inversiones y a las características de las mismas.
- Están dispuestos a entrar en fases más tempranas de la vida de una empresa que las S.C.R.
- No realizan estudios de viabilidad tan amplios y detallados como las S.C.R.
- A diferencia de las entidades de capital riesgo, sus decisiones de inversión pueden tener otras motivaciones además de las financieras tales como: la satisfacción personal de verse involucrados en la evolución y éxito de la empresa, finalidad solidaria de ayudar al desarrollo económico de su zona de residencia o de ayuda a los jóvenes emprendedores, vinculación familiar, etc. En cualquier caso, se precisa una afinidad personal entre el B.A. y el emprendedor para poder trabajar de manera conjunta en la elaboración y desarrollo del plan de negocios y en la consecución del éxito del mismo.

La problemática de la desinversión suele ser similar a la de la S.C.R., es decir los compradores potenciales de la participación son los restantes socios de la empresa. Pero en los B.A. otra alternativa suele ser el capital riesgo institucional.

La puesta en contacto entre inversores potenciales y empresarios que buscan financiación se realiza a través de las redes de *business angels* (B.A.N.), las cuales pueden constituirse como entidades públicas (estatales, regionales o locales) o privadas (bajo una fórmula societaria).

Las *business angels networks*, además de poner en contacto a los inversores con las empresas, realizan una selección de proyectos a financiar para cada inversor, ofreciendo y garantizando la información de los mismos, manteniendo el anonimato de las partes hasta el momento del primer contacto y posibilitando un marco formal para la negociación.

El contacto entre inversor y emprendedor puede hacerse mediante presentaciones personales, Foros de Inversión, el envío de boletines electrónicos o impresos a los B.A. adscritos a la red o mediante presentaciones a través de plataformas electrónicas.

El *matching* entre emprendedores e inversores es un proceso largo sea cual sea el camino elegido para el primer contacto. Y solamente acabarán invirtiendo en torno a un 10% de los contactos iniciales.

Los servicios que suelen ofrecer las B.A.N. a los emprendedores son, además de la presentación del proyecto a inversores que pueden aportar financiación, conocimientos y contactos: el asesoramiento en el Plan de Negocios de la empresa y la preparación de la exposición del proyecto para su presentación en foros de inversión o en plataformas tecnológicas.

En el caso de los inversores las redes además de ofrecer el contacto con una variedad de proyectos empresariales, les asesoran en todo el proceso de capitalización y en el seguimiento de la gestión económica de la empresa en la que invierten y también, en el momento de la desinversión.

Los ingresos que perciben las redes como contraprestación a los servicios que prestan varían según el tipo de red y su finalidad. Pueden fijar unas cuotas de inscripción a la red ya sea como inversores o como emprendedores, cuotas de éxito, cuotas cuando se cierra una operación, o cuotas por otros servicios tales como publicaciones, formación, presentación en foros,... También pueden ofrecer servicios de forma gratuita.

En España existe la Red Española de *Business Angels* (E.S.B.A.N.). Se trata de una fundación privada que actúa como red de redes en España y, a su vez, está integrada en la *European Business Angels Network* (E.B.A.N.).

La E.B.A.N. está formada por más de 46 redes que representan a 21 países de los cuales España cuenta ya con varias redes asociadas. Entre las redes existentes en España, destacaremos dos en Catalunya (BANC y XIP), dos en Galicia (BANG y UNIBAN), una en Madrid (BANM), una en Valencia (A.B.A.N.T) y una en Andalucía (Red Málaga *Business Angels*).

En Europa, Reino Unido, Alemania, Francia y Dinamarca son los países europeos con mayor número de redes, en términos relativos, es decir, en relación con el número de PYMES.

En España, el número de redes se está desarrollando a buen ritmo y el número de B.A. está creciendo, aunque por su naturaleza son difíciles de cuantificar. En el año 2009 la inversión total realizada por los B.A. ascendió a algo más de 13 millones de euros.

8. Conclusiones

Las PYMES representan un papel muy importante en el entramado productivo español.

Uno de los principales problemas a los que se enfrentan las PYMES es el acceso a los recursos financieros.

Cada PYME requiere un tipo de financiación diferente, básicamente en función de su estructura económico-financiera. Asimismo, requieren de un nivel de financiación distinto en función de sus características, sector y tamaño.

En la mayoría de los casos es conveniente acudir a distintas fuentes de financiación. Pero en determinadas coyunturas económicas cuando las alternativas tradicionales ya sean aportaciones de los propios socios, financiación propia interna, financiación bancaria u otras modalidades como el *leasing*, *renting*, *factoring*, *confirming*, o el *forfeiting* son insuficientes o excesivamente costosas o inaccesibles por las garantías exigidas, es recomendable acudir a alguna de las fuentes de financiación analizadas que además de aportar financiación refuerzan la solvencia de la empresa.

Referencias bibliográficas

- AERNOUDT, R. (2005) «Business Angels: The smartest money for starters?», *International Journal of Business*, 10(3), pp. 271-285.
- ALCALÁ OLID, F. (1995) *El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Editorial Civitas, Madrid.
- BALBOA, M. y MARTI, J. (2007) «Factors that determine the reputation of private equity managers in developing markets», *Journal of Business Venturing*, 22(4), pp. 453-480
- BLACK B. S. y GILSON, R. .J. (1998) «Venture Capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets», *Journal of Financial Economics*, 47(1), pp.243-277.
- COVENEY, P. y MOORE, K. (1998) *Business Angels: Securing Start-Up Finance*, John Wiley & Sons, Londres.
- GARCÍA MARTÍN, J. M (2002) *Una apuesta por el capital riesgo*, Juris, Barcelona.
- GOMPERS, P.A. (1995) «Optimal investment monitoring and the staying of venture capital», *Journal of Finance*, 50(5), pp. 1.461-1.489.
- GOMPERS, P.A. y LERNER, J (2001) «The Venture Capital revolution», *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 145-168.
- HSU, D.H. (2004) «What do entrepreneurs pay for Venture Capital affiliation», *Journal of Finance*, 59(4), pp.1.805-1.844.
- KAPLAN, S.N. y STRÖMBERG, P. (2004) «Characteristics of contracts and actions: Evidence from Venture Capital analysis», *Journal of Finance*, 59(5), pp. 2.177-2.210.

- MARTÍ PELLÓN, J. y BALBOA, M. (2005) «How do spanish private equity managers signal their quality», *Revista de Economía Financiera*, 6, pp. 58-81.
- MARTÍ PELLÓN, J. y BALBOA, M. (2006) «A Framework for self regulation in venture capital and private equity: evidence in European markets», *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 6(4), pp. 395-411.
- MEGGINSON, W. L. (2004) «Towards a global model of Venture Capital», *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), pp. 8-26.
- M.A.B. Circular 1/2010 «Miembros y entidades participantes en el Mercado Alternativo Bursátil».
- M.A.B. Circular 5/2010: «Requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión del Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por Sociedades de inversión de capital».
- M.A.B. Circular 7/2010 «Normas de contratación de acciones de empresas en expansión a través del Mercado Alternativo Bursátil».
- M.A.B. Circular 10/2010 «Asesor Registrado en el Mercado Alternativo Bursátil».
- M.A.B. Circular 12/2010 «Procedimiento de supervisión en el Mercado Alternativo Bursátil».
- M.A.B. Circular 13/2010 «Tarifas aplicables en el Mercado Alternativo Bursátil».
- M.A.B. (2010) «Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil».
- OBSERVATORIO PYME (2010) *Documento resumen del grupo de financiación para la PYME*, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- SORHEIM, R. (2005) «Business Angels as facilitators for further finance: an exploratory study», *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 12(2), pp. 178-192.
- SUDEK, R. (2007) «Angel Investment Criteria», *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), pp.89-104.