

## **Alternatives de finançament no tradicionals per a pimes**

MONTSERRAT CASANOVAS RAMON  
Universitat de Barcelona

Data de recepció: 4/11/10  
Data d'acceptació: 26/03/11

### **Resum**

L'objectiu d'aquest article és l'anàlisi d'aquelles fonts de finançament a les quals per la seva relativa novetat les petites i mitjanes empreses (PIMES) no solen accedir. I que a més són especialment útils en temps de crisi quan el finançament bancari és molt reduït i si escau, l'exigència de majors garanties i increment dels «marges» dels préstecs i crèdits a tipus variable i dels tipus d'interès en els préstecs i crèdits a tipus fix, per part de les entitats financeres, el converteixen en no viable.

La necessitat apressant de les PIMES d'obtenir finançament d'una banda i a més si és possible que aquesta tingui les característiques de recursos propis fa necessària la consideració d'altres alternatives no tradicionals de finançament.

Aquestes fonts de finançament no tradicionals que permeten a les empreses capitalitzar-se per a augmentar la seva solvència i resoldre l'insuficient finançament bancari són el Mercat Alternatiu Borsari (MAB), les Societats de Capital Risc i els *Business Angels*. Aquestes modalitats s'han convertit en alternatives de finançament a estudiar per part de les PIMES que necessiten incrementar el seu finançament propi, especialment en la situació econòmica actual.

## **Paraules Clau**

Recursos propis, finançament bancari, PIMES, *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 equity 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. Introducció**

La importància de les PIMES a Espanya està fora de tot dubte ja que representen un 65% aproximadament del Producte Interior Brut (P.I.B.), empren al 80% de la força laboral i constitueixen el 99% de les empreses del país. Actualment la major part tenen problemes de finançament.

Les fonts de finançament utilitzades habitualment per les PIMES han estat l'autofinançament i el finançament bancari. L'autofinançament o finançament intern està format per aquells recursos financers que afluïxen a l'empresa des de la mateixa empresa, per tant no exigeix tràmits ni té un cost explícit.

Alguns autors distingeixen entre autofinançament per enriquiment i autofinançament per manteniment. L'autofinançament per enriquiment és el que procedeix dels beneficis retinguts, és a dir de la part de beneficis que l'empresa no ha distribuït als seus accionistes en forma de dividends sinó que ha retingut i ha comptabilitzat en els seus comptes de reserves. La retenció de beneficis és una decisió del Consell d'Administració i en dona comptes a la Junta General d'Accionistes. L'autofinançament per manteniment està format bàsicament pels recursos procedents de les amortitzacions i les provisions, les quals poden ser utilitzades per l'empresa mentre no s'apliquin a la finalitat concreta per a la qual es van constituir. Per tant, mentre l'autofinançament per manteniment pot ser utilitzat per l'empresa sense límit temporal, en la segona modalitat sí que existeix un límit temporal definit per la pròpia naturalesa de les amortitzacions i provisions.

Però quan el finançament propi intern resultava insuficient per a atendre les necessitats de les empreses i el recurs a ampliacions de capital (finançament propi extern) implicava la realització de desemborsaments per part dels propis accionistes, la qual cosa tampoc no podia fer-se de manera regular ja que les necessitats de recursos per part de l'empresa solen ser superiors al patrimoni dels accionistes, l'alternativa viable per a satisfer les necessitats financeres de les PIMES consistia a acudir al finançament aliè.

Pel que fa al finançament aliè, és a dir, el que implica un deute per part de l'empresa amb els seus creditors, cal distingir entre emprèstits obligacionistes (emissions de bons i obligacions) i préstecs i crèdits.

Les emissions de bons i obligacions per part de les empreses, és a dir, les denominades emissions de renda fixa corporativa, a Espanya ha estat un segment, fins al moment, reservat pràcticament a les grans empreses. Això explica la importància del finançament bancari (bàsicament préstecs i crèdits) en les PIMES, ja que ha estat l'única via de finançament aliè possible.

En èpoques de crisi econòmica, com han estat els anys 2008, 2009 i 2010 a Espanya, les empreses han vist reduïts els ingressos que obtenien de la venda dels seus productes o de la prestació dels seus serveis. I encara que han fet grans esforços per a reduir les despeses necessàries per a la fabricació i/o comercialització dels seus béns o serveis, l'EBITDA (*earning before interest, taxes, depreciation and amortization*), diferència entre els seus ingressos d'explotació i les seves despeses d'explotació, s'ha vist reduït notablement. Com que les amortitzacions pràcticament no han variat i les càrregues financeres s'han incrementat com a conseqüència de la morositat

i l'increment del tipus d'interès en les renovacions de préstecs i crèdits, si en tenien, el benefici net ha disminuït i amb això la part dedicada a l'autofinançament.

A més, el finançament bancari a les empreses a Espanya en aquests últims tres anys s'ha reduït notablement i especialment la dirigida a les PIMES. Unes menors disponibilitats de recursos i una anàlisi rigorosa del risc de crèdit per part de les entitats financeres han provocat una forta contracció i un encariment dels préstecs i crèdits concedits. Aquest encariment dels préstecs i crèdits s'ha manifestat amb un increment dels marges en els préstecs i crèdits «a tipus variable» i en augments notables dels tipus d'interès en els «a tipus fix». Fets que per altra banda, continuaran en el futur a causa dels nous requeriments de l'Acord Basilea III.

Per tant les PIMES necessiten acudir a noves fonts de finançament, tals com les que ofereixen el Mercat Alternatiu Borsari (MAB), les Societats i Fons de Capital Risc i els *Business Angels*.

## **2. Antecedents del mercat alternatiu borsari: El segon mercat**

Per a satisfer les necessitats d'obtenció de finançament propi de les PIMES van sorgir els Segons Mercats Borsaris.

A Espanya, les PIMES no podien complir els requisits per a sol·licitar l'admissió a cotització en el mercat borsari, especialment per l'exigència d'un capital social mínim que en el seu moment era de 200 milions de pessetes, que equivaldria actualment a 1.200.000 euros, sense tenir en compte la part del capital social pertanyent a accionistes amb participacions, cadascun d'ells, iguals o superiors al 25%.

El Segon Mercat Borsari reapareix a Espanya el 1982, ja que el seu precedent va ser el Mercat Paral·lel de Barcelona que va ser clausurat, després de la guerra civil, el 1940.

Aquest Segon Mercat no va ser regulat fins 1986, mitjançant el RD 710/1986 de 4 d'abril i l'U.M.de 26 de novembre de 1986 i es va crear, en certa manera, a imatge i semblança del *Unlisted Securities Market* en el Regne Unit i el *Second Marché* de França.

Els requisits per a l'admissió a cotització en aquest Segon Mercat eren:

- L'emissor havia de tenir la forma jurídica de Societat Anònima, igual que en el Primer Mercat.
- Capital mínim desemborsat i reserves de 25 milions de pessetes,

que equival actualment a 150.253 euros. En el cas d'emissió d'obligacions l'import mínim era també el mateix però l'emissor hauria de cotitzar ja prèviament en aquest Segon Mercat. És a dir, el requisit de capital mínim es reduïa a la vuitena part de l'exigit en el Primer Mercat.

- Se suprimia el requisit d'obtenció de beneficis que en el Primer Mercat era d'obtenció de beneficis suficients, en els dos últims exercicis o en tres no consecutius en un període de cinc anys, per a pagar un dividend d'almenys el 6% del capital, una vegada dotades les corresponents reserves legals i obligatòries i realitzada la previsió d'impostos. Fins i tot podia sol·licitar-se l'admissió amb pèrdues però naturalment en aquest cas encara que la norma no ho explicités s'havia d'acompanyar d'un bon Pla de reestructuració de l'empresa en qüestió.
- Exigència de donar informació anual i semestral en lloc d'anual i trimestral que és el cas del Primer Mercat.
- Sistema de contractació especial en règim de contrapartida dels títols ja fossin accions o obligacions. Les Societats de Contrapartida havien de fixar preus de compra i de venda per als títols, amb un 10% de diferència màxima sobre el valor nominal per a accions i d'un 3% per a obligacions. És a dir, la Societat de Contrapartida feia les funcions de *market-maker*, cotitzant preus de compra i de venda amb un determinat diferencial o *spread*, dotant al mercat, d'aquesta manera, de certa liquiditat. Per tant, l'emissor havia de subscriure un contracte amb una Societat de Contrapartida, posant-li a la disposició un 20% de les accions.

Però l'èxit del Segon Mercat fou escàs. Solament una trentena de societats repartides entre les Borses de Madrid, Barcelona, Bilbao i València van sol·licitar l'admissió.

Les causes que no triomfés aquest Segon Mercat van ser bàsicament per part de les empreses, la transparència informativa, comptable i fiscal que s'exigiria a les empreses cotitzades en aquest Segon Mercat. I per part dels inversors, la falta de liquiditat d'aquests Segons Mercats.

### **3. El mercat alternatiu borsari (MAB): Objectius, característiques i requisits per a la incorporació**

El MAB és un mercat promogut per Borses i Mercats Espanyols (B.M.E) que es va crear per un Acord del Consell de Ministres de 30 de desembre de 2005 com un Sistema Organitzat de Negociació (S.O.N.) de valors i instruments financers de reduïda capitalització: accions i valors emesos per Institucions d'Inversió Col·lectiva i altres valors que requereixin un règim singularitzat.

A Londres, el 19 de juny de 1995 ja s'havia posat en marxa l'*Alternative Investment Market* (A.I.M.) i a París el NYSE ALTERNEXT el maig de 2005.

L'objectiu bàsic d'aquests Mercats Alternatius és coincident. Es tracta de la creació de mercats autorregulats per a satisfer les necessitats de finançament de les empreses petites i mitjanes, però responen a les exigències de transparència i liquiditat dels inversors.

En el cas del MAB van començar a cotitzar el 2006 les Societats d'Inversió de Capital Variable (SICAVs) i en 2009 les empreses. La primera empresa que va sol·licitar l'admissió a aquest mercat va ser la productora audiovisual ZINKIA.

L'adaptació a la Directiva Comunitària 2004/39/CE que regula els Mercats Financers, coneguda comunament com a MIFID (acrònim en anglès de *Markets in Financial Instruments Directive*) va provocar la transformació del MAB a un Sistema Multilateral de Negociació (S.M.N) que en anglès es coneix per les sigles M.T.F (*Multilateral Trading Facility*). És a dir, es tracta de sistemes de negociació operats per les Borses. En el cas del MAB, la Borsa Espanyola.

El MAB es troba supervisat per la Comissió del Mercat de Valors (CNMV) i està dirigit tant a inversors institucionals com a particulars. El seu règim d'informació i contractació està adaptat a les empreses de reduïda capitalització.

Els avantatges que ofereix aquest mercat, són bàsicament:

- Proporcionar finançament a les PIMES, sota la forma de recursos propis.
- Aportar una major notorietat a la companyia, particularment davant clients i proveïdors financers. En general, ajuda a consolidar la imatge de marca i prestigi de l'empresa.
- Oferir una valoració de l'empresa, al fixar el mercat el preu o cotització de les accions, el qual recull les seves expectatives futures.

- Possibilitar als accionistes el convertir en diners les seves accions. És a dir, oferir-los liquiditat si ho desitgen, com pot ser el cas d'empreses familiars amb problemes de successió.

Els requisits per a sol·licitar l'admissió a negociació en el MAB són:

- Les entitats emissores han de tenir la forma jurídica de Societats Anònimes. I el seu capital social ha d'estar totalment desemborsat i de lliure transmissió. El rang mitjà de fons propis de les empreses que accedeixen a aquest mercat sol estar entre 25 i 75 milions d'euros, encara que la normativa no el fixa.
- Les accions han d'estar representades per anotacions en compte. Les societats emissores tant poden ser espanyoles com estrangeres.
- Designació per part de l'entitat emissora d'un Assessor Registrat i signar un contracte de liquiditat, amb la finalitat de garantir la contrapartida als inversors.
- El valor estimat de l'oferta o *LISTING* ha de ser superior o igual a 2.000.000 d'euros per al conjunt d'accions propietat d'accionistes amb participació menor del 5%. És a dir, que amb la col·locació s'aconsegueixi un *Free Float* (Capital Flotant que circula lliurement pel mercat) superior als dos milions d'euros. El rang de les ofertes realitzades ha oscil·lat entre 6 i 12 milions d'euros.
- L'oferta pot realitzar-se mitjançant una O.P.V (Oferta Pública de Venda d'accions), una O.P.S (Oferta Pública de Subscripció d'accions) o una oferta privada. L'O.P.S, és a dir, la col·locació de noves accions procedents d'una ampliació de capital, és l'opció de major èxit, ja que resulta difícil d'entendre que un empresari confiï en el futur de la seva companyia i vengui les seves accions, cas de l'O.P.V, en la qual es col·loquen les accions ja emeses.

La informació que s'exigeix a les entitats les accions de les quals es cotitzen en el MAB són:

1. Informació periòdica semestral, a presentar en els tres mesos posteriors al final del primer semestre, de:
  - a. Els comptes anuals resumits no auditats individuals i, si escau, del grup consolidat.
  - b. Fets importants a ressaltar en el període.
  - c. Actualització i grau de compliment de les previsions de negoci.

- d. Relació d'accionistes amb una participació en el capital social superior al 10%.
2. Informació periòdica anual, a presentar en els quatre mesos posteriors al tancament de l'exercici comptable de:
  - a. Els comptes anuals auditats.
  - b. Actualització i grau de compliment de les previsions de negoci.
  - c. Si l'informe d'auditoria té limitacions a l'abast o falta d'opinió de l'auditor, s'han d'informar els motius, actuacions i subsanació i termini.

Així mateix, s'ha de comunicar amb caràcter immediat tota Informació Rellevant que pugui afectar l'adquisició o transmissió de valors o influeixi de manera sensible en la seva cotització. També han de comunicar-se totes les informacions relatives a:

- Participacions significatives, és a dir aquelles compres o vendes que comportin que la participació d'un accionista aconseguixi, superi o descendeixi del 10% de l'import del capital social i successius múltiples.
- Operacions realitzades per administradors i directius l'import de les quals iguali, superi o descendeixi de l'1% de la xifra del seu capital social o qualsevol múltiple.
- Pactes parasocials que se subscriguin, prorroguin o extingixin relatius a la transmissibilitat de les accions o al dret de vot.

Aquestes informacions seran comunicades al MAB i traslladades a la CNMV. En relació a la nova figura de l'Assessor Registrat, regulat per la Circular MAB 10/2010, cal assenyalar que les seves funcions bàsiques són:

- Assegurar la transparència informativa de les societats cotitzades.
- I assistir les companyies en l'acompliment de les obligacions amb el MAB.

Per tant, l'Assessor Registrat haurà de comprovar que la Companyia compleix amb els requisits d'incorporació i assistir-la en la preparació de la documentació requerida. Així mateix, haurà de revisar que la informació periòdica o puntual compleix en contingut i terminis la normativa del Mercat. També assessorarà la companyia sobre els fets que puguin afectar el compliment de les seves obligacions amb el MAB i, si escau, traslladarà al MAB els potencials incompliments rellevants.



#### **4. El mercat alternatiu borsari (MAB): Contractació i procés d'incorporació de les empreses**

El MAB utilitza la plataforma tecnològica de la Borsa Espanyola, és a dir, el sistema S.I.B.E., acrònim de Sistema d'Interconnexió Borsari Espanyol.

La fixació de preus es fa, amb caràcter general, pel sistema de *Fixing*, és a dir, mitjançant subhasta, dues vegades al dia, igual que succeeix amb els valors del Primer Mercat que tenen freqüència de contractació reduïda. Tot i que en alguns casos, com el de Neuron Biopharma, cotitza en el Mercat Obert atès el nombre d'accionistes particulars (2.600) que va captar en la seva sortida a Borsa, que possibilita una major liquiditat.

En qualsevol cas, com ja s'ha comentat en l'epígraf anterior, l'Empresa Emissora haurà de subscriure un contracte de liquiditat amb un Intermediari Financer.

Per a la liquidació de les compres i vendes d'accions s'utilitza el mateix procediment que l'aplicat a les operacions de valors negociats en les Borses Espanyoles de Valors.

La incorporació d'una empresa al MAB exigeix un procés la durada del qual pot oscil·lar entre tres i sis mesos. En aquest procés es poden distingir quatre fases:

1a Fase: Decisió i Planificació. El primer que cal fer és prendre l'Acord Social. Una vegada que el Consell d'Administració ha manifestat la seva decisió d'incorporar-se al MAB, hauran d'adequar la Companyia, si escau, per a complir els requisits del MAB, preparar el document informatiu i designar el seu Assessor Registrat. Així mateix procediran a realitzar una *Due Dilligence*, és a dir, una revisió de la situació de l'empresa i procedir al disseny de l'operació (O.P.S, O.P.V o oferta privada).

2a Fase: Sol·licitud. En aquesta fase s'haurà de presentar la Documentació que acrediti el compliment dels requisits d'incorporació. I el document informatiu d'incorporació o, si escau, Opuscle Informatiu. Es pot iniciar també en aquesta fase una campanya de premàrqueting, per exemple mitjançant presentacions a Analistes Financers.

3a Fase: Tramitació i Autorització: En aquesta fase es procedirà a l'avaluació per part del MAB de la sol·licitud i acord, si escau, de la incorporació. A continuació, el MAB comunicarà a l'empresa la resolució acordada. Així mateix, l'empresa haurà de subscriure els contractes amb les Entitats Col·locadores i amb l'Intermediari Financer proveïdor de liquiditat.

4a Fase: Prospecció de la Demanda i *Book Building*. És l'etapa de Màrqueting pròpiament dita. Es realitzaran *Road Shows*, s'estarà present en els diferents mitjans de comunicació i es realitzarà un màrqueting intensiu amb possibles inversors ja siguin institucionals (Fons d'Inversió, Fons de Pensions, Companyies d'Assegurances, S.I.C.A.V.s, Societats o Fons de Capital Risc, xarxes de Banca Privada...) o particulars, en funció del segment destinatari de l'oferta triat.

5a Fase: Col·locació, incorporació i cotització. En aquesta última fase es procedirà a la fixació del preu i col·locació de les accions. Es publicarà en el Butlletí de Cotització la incorporació de l'empresa al MAB. Se li assignarà el seu codi S.I.B.E., s'inclourà en el Registre d'Anotacions en Compte (IBERCLEAR o Serveis de Registre de Borsa de Barcelona, Bilbao o València) i començaran a cotitzar les seves accions. A la fi de 2010, el nombre d'empreses que cotitzaven en el MAB eren una dotzena, de manera que les seves possibilitats de creixement són molt elevades.

## **5. El mercat alternatiu borsari (MAB): Inversors i ajudes fiscals**

Donades les característiques del Mercat i de les companyies que hi cotitzen, el tipus d'inversors a què va dirigit és a inversors amb una voluntat d'inversió a mitjà i llarg termini que persegueixen una important plusvàlua amb la venda de les seves accions més que una rendibilitat per dividendes. Com que es tracta d'empreses en expansió, si els seus plans de negoci es compleixen la cotització de les seves accions anirà descomptant les bones expectatives futures i en el moment de l'alienació l'inversor obtindrà les plusvàlues esperades. Però en cap cas, es tracta de valors per a especular a curt termini.

A més existeixen els incentius fiscals que determinades Comunitats Autònomes concedeixen a les inversions realitzades en el MAB. A Catalunya, Madrid i Galícia, existeix una deducció del 20% en el tram autonòmic de l'IRPF, en les inversions realitzades en empreses del MAB.

Però a part dels incentius fiscals als inversors també existeixen les ajudes fiscals als emissors. El Ministeri d'Indústria a través de l'Empresa Nacional de la Innovació (E.N.I.S.A) concedeix préstecs per a fer front a les despeses d'incorporació al MAB amb un màxim d'1,5 milions d'euros, amb venciment a dos anys, sense comissions i tipus d'interès del 0%. L'amortització financera del préstec es realitza al venciment. Els requisits bàsics per a obtenir aquesta ajuda són que es tracti d'una PIME amb forma

societària i que no pertanyi als sectors immobiliari ni financer. A més, l'empresa sol·licitant haurà de tenir un projecte de rendibilitat adequat al risc; un balanç financer auditat i bones expectatives de creixement actuals i a llarg termini.

També existeixen ajudes per a afrontar les comissions que comporta la incorporació al MAB, en diferents comunitats autònomes tals com Madrid, Galícia i Múrcia.

## **6. Les societats de capital risc, els fons de capital risc i les societats gestores d'entitats de capital risc: Característiques i tipus d'inversió a què es dirigeixen**

L'origen de les Societats de Capital Risc (S.C.R.) es remunta a mitjan segle xx als Estats Units. Si bé, a Espanya la primera regulació és el RD de 1/ 1986 de 14 de març i l'U.M. de 26 de novembre de 1986.

Les primeres S.C.R. a Espanya van ser d'iniciativa pública, amb la finalitat de revitalitzar el teixit empresarial de les diferents regions. És a partir dels anys noranta que pren les regnes la iniciativa privada i sorgeixen amb un creixement espectacular.

Segons es desprèn de la llei 1/1999 de 5 de gener, les entitats que concedeixen capital risc a les empreses són:

- Les S.C.R, les quals es defineixen com aquelles societats anònimes que es dediquen a invertir els seus propis recursos en el finançament temporal i minoritari de PIMES innovadores, a més d'aportar el seu *know-how*, amb l'esperança d'obtenir elevades plusvàlues a llarg termini. És a dir, té per objecte facilitar recursos financers a les PIMES innovadores en els seus productes o serveis o en els processos de producció o comercialització, mitjançant la presa de participació en el seu capital social, préstecs participatius que es convertiran *a posteriori* en capital social o la subscripció de bons o obligacions convertibles en accions, i a més donaran suport a la direcció amb els seus coneixements, experiències i relacions personals, aportant un valor afegit al purament financer. Els seus recursos financers poden dirigir-se tant a empreses de recent creació com a empreses establertes que volen potenciar el seu creixement o a l'adquisició de paquets d'accions amb la finalitat de garantir-ne la successió.
- Els Fons de Capital Risc (F.C.R.), és a dir, patrimonis administrats per una Societat Gestora que té el mateix objecte social que les

S.C.R. Correspon a la Societat Gestora portar a terme les funcions d'assessorament i suport.

- Així mateix, existeixen les Societats Gestores d'Entitats de Capital Risc (S.G.E.R.) les quals estan constituïdes com Societats Anònimes l'objectiu social de les quals consisteix en l'administració i gestió de F.C.R. i d'actius de S.C.R. Com a activitat complementària, les S.G.E.C.R. poden portar a terme activitats d'assessorament a les empreses amb les quals mantinguin vinculació com a conseqüència de l'exercici de la seva activitat principal.

Els tipus d'inversions a les quals es dirigeix el capital risc se solen classificar en:

- Inversions llavor (*Seed*). Es tracta d'inversions en les quals existeix risc tecnològic. I l'aportació de recursos és anterior a l'inici de la producció i distribució massiva del producte o servei. El volum de recursos aportats és reduït en relació amb els necessaris en les següents fases.
- Inversions d'arrencada (*Start-up*). La inversió es dirigeix al finançament de l'inici de la producció i distribució massiva del producte o servei. És a dir, es tracta de participacions en empreses de recent creació que encara no han començat a generar beneficis.
- Inversions d'expansió. En aquest cas, la inversió es dirigeix a aquelles empreses amb una certa trajectòria que volen desenvolupar nous productes o expandir-se en nous mercats o que volen incrementar el seu segment de mercat actual. També pot tractar-se d'un finançament pont (*Bridge Financing*) com pas previ a la sortida a Borsa de l'empresa en qüestió.
- Inversions de capital de substitució (*Replacement*). Quan l'objecte de la inversió és substituir un grup d'accionistes passius, és a dir, no interessats en la gestió i el control de l'empresa, que desitgen desinvertir. O bé substituir un accionista actiu que provoca conflictes o desacords amb la resta d'accionistes. Per tant, en cap dels dos casos no es tracta d'entrada de nous recursos en l'empresa sinó de substitució del capital que posseïen uns accionistes per la S.C.R. per a donar un impuls a l'empresa receptora.
- Inversions de reorientació (*Turnaround*). Es tracta d'inversions dirigides a finançar reestructuracions d'empreses. Algunes d'elles poden qualificar-se de M.B.I. que explicarem a continuació.
- Inversions de compra palanquejada (*Leveraged Buy Out, L.B.O.*).

En aquest cas, una part substancial de la inversió està finançada amb deute, d'aquí el nom de L.B.O. Aquest deute es troba garantit parcialment o totalment pels actius de l'empresa adquirida. Existeixen diferents modalitats, tals com els *Management Buy Out* (M.B.O.), en què els adquirents pertanyen a l'equip directiu de la pròpia empresa, els *Management Buy In* (M.B.I.), en la qual els adquirents pertanyen a una empresa diferent i els *Buy-In Management Buy-Out* (B.I.M.B.O.), en les que una part dels adquirents pertanyen a la pròpia companyia i l'altra part pertanyen a una altra empresa. En qualsevol cas, es tracta que el negoci adquirit obtingui un valor superior al preu d'adquisició pagat. Les S.C.R. tenen l'experiència i els coneixements necessaris per a fer realitat amb èxit qualsevol de les operacions indicades.

Els criteris principals que aplica una S.C.R. a l'hora de seleccionar la inversió són:

- Qualificació i motivació de l'equip directiu.
- Que la companyia tingui una estratègia ben definida.
- El mercat objectiu estigui ben definit.
- Una facturació actual o prevista entre 100.000 i 60.000.000 d'euros.
- Pla de Negoci de l'Empresa detallat i fiable.
- Innovació, en qualsevol dels productes o serveis, fases o procediments de l'empresa.
- Estats Financers Previsionals consistents.

L'import de les inversions de capital risc sol estar per sobre d'1 milió d'euros.

L'inversor de capital risc sol mantenir la seva inversió entre 3 i 10 anys, és a dir, durant el temps necessari perquè la inversió maduri.

A diferència de l'inversor borsari, l'inversor de capital risc és un soci actiu que s'involucra en l'activitat empresarial, encara que sense intervenir en els processos de l'operativa diària.

La participació d'una S.C.R. en el capital d'una empresa farà que aquesta guanyi credibilitat i visibilitat entre els seus clients i proveïdors, alhora que l'ajuda en el compliment dels objectius empresarials fixats.

El volum d'inversió realitzat per les entitats de capital risc a Espanya va ascendir el 2009 a 1.617 milions d'euros.

## 7. Els *Business Angels*: Característiques i tipus d'inversió als que es dirigeixen

Els *Business Angels* (B.A.) a diferència de les S.C.R. són inversors privats que de manera individual fan aportacions directes com a recursos propis o com a recursos aliens a empreses en vies de creació (*seed capital*), o de recent creació (*start-up*) o a empreses que s'enfronten a una fase de creixement amb molt bones expectatives. Si bé, igual que les S.C.R., aporten un valor afegit al projecte empresarial, (coneixements tècnics, experiència, contactes...), sense involucrar-se en l'operativa diària, amb l'esperança d'obtenir una plusvàlua a llarg termini.

Les principals característiques dels B.A. són:

- Inverteixen els seus propis diners mentre que les entitats de capital risc solen invertir recursos de tercers.
- Solen prendre una participació minoritària en el capital de l'empresa, que de mitjana pot situar-se entre un 30 i un 35%. Similar al que succeeix amb les S.C.R.
- Els imports invertits pels B.A. en cada operació oscil·len entre els 25.000 i 270.000 euros. Imports molt menors als que de mitjana inverteixen les S.C.R.
- Es tracta d'inversions a llarg termini. L'horitzó temporal oscil·la entre 5 i 10 anys.
- El perfil més usual de B.A. és el d'un antic emprenedor que aporta no només recursos financers sinó també la seva experiència professional en el sector o mercat o simplement en la gestió i direcció empresarial.
- Solen invertir en empreses o projectes que es realitzaran prop del seu lloc de residència. Per aquest motiu, de vegades se'ls denomina «inversors de proximitat».
- Accepten rendibilitats esperades inferiors a les que accepten les entitats de capital risc, no per motius filantròpics sinó a causa de la menor quantia i de les característiques de les inversions.
- Estan disposats a entrar en fases més primerenques de la vida d'una empresa que les S.C.R.
- No realitzen estudis de viabilitat tan amplis i detallats com les S.C.R.
- A diferència de les entitats de capital risc, les seves decisions d'inversió poden tenir altres motivacions a més de les financeres tals com: la satisfacció personal de veure's involucrats en l'evolució

i èxit de l'empresa, finalitat solidària d'ajudar al desenvolupament econòmic de la seva zona de residència o d'ajuda als joves emprenedors, vinculació familiar, etc. En qualsevol cas, es precisa una afinitat personal entre el B.A. i l'emprenedor per a poder treballar de manera conjunta en l'elaboració i desenvolupament del pla de negoci i en la consecució de l'èxit d'aquest pla.

La problemàtica de la desinversió sol ser similar a la de la S.C.R., és a dir, els compradors potencials de la participació són els restants socis de l'empresa. Però en els B.A. una altra alternativa sol ser el capital risc institucional.

La posada en contacte entre inversors potencials i empresaris que busquen finançament es realitza a través de les xarxes de *business angels* (B.A.N.), les quals poden constituir-se com a entitats públiques (estatals, regionals o locals) o privades (sota una fórmula societària).

Les *business angels networks*, a més de posar en contacte els inversors amb les empreses, realitzen una selecció de projectes a finançar per cada inversor, n'ofereixen i en garanteixen la informació, mantenen l'anonimat de les parts fins al moment del primer contacte i possibiliten un marc formal per a la negociació.

El contacte entre inversor i emprenedor pot fer-se mitjançant presentacions personals, Fòrums d'Inversió, l'enviament de butlletins electrònics o impresos als B.A. adscrits a la xarxa o mitjançant presentacions a través de plataformes electròniques.

El *matching* entre emprenedors i inversors és un procés llarg sigui el que sigui el camí triat per al primer contacte. I solament acabaran invertint al voltant d'un 10% dels contactes inicials.

Els serveis que solen oferir les B.A.N. als emprenedors són, a més de la presentació del projecte a inversors que poden aportar finançament, coneixements i contactes: l'assessorament en el Pla de Negoci de l'empresa i la preparació de l'exposició del projecte per a ser presentat en fòrums d'inversió o en plataformes tecnològiques.

Pel que fa als inversors, les xarxes, a més d'oferir el contacte amb una varietat de projectes empresarials, els assessoren en tot el procés de capitalització i en el seguiment de la gestió econòmica de l'empresa en la qual inverteixen i també, en el moment de la desinversió.

Els ingressos que perceben les xarxes com a contraprestació als serveis que presten varien segons el tipus de xarxa i la seva finalitat. Poden fixar unes quotes d'inscripció a la xarxa ja sigui com a inversors o com a emprenedors, quotes d'èxit, quotes quan es tanca una operació, o quotes per altres

serveis tals com publicacions, formació, presentació en fòrums,...També poden oferir serveis de forma gratuïta.

A Espanya existeix la Xarxa Espanyola de *Business Angels* (E.S.B.A.N.). Es tracta d'una fundació privada que actua com a xarxa de xarxes a Espanya i, al mateix temps, està integrada a la *European Business Angels Network* (E.B.A.N.).

L'E.B.A.N. està formada per més de 46 xarxes que representen 21 països dels quals Espanya compta ja amb diverses xarxes associades. Entre les xarxes existents a Espanya, en destacarem dues a Catalunya (BANC i XIP), dues a Galícia (BANG i UNIBAN), una a Madrid (BANM), una a València (ABANT) i una a Andalusia (Xarxa Màlaga *Business Angels*).

A Europa, Regne Unit, Alemanya, França i Dinamarca són els països europeus amb major nombre de xarxes, en termes relatius, és a dir, en relació amb el nombre de PIMES.

A Espanya, el nombre de xarxes s'està desenvolupant a bon ritme i el nombre de B.A. està creixent, encara que per la seva naturalesa són difícils de quantificar. L'any 2009 la inversió total realitzada pels B.A va ascendir a una mica més de 13 milions d'euros.

## 8. Conclusions

Les PIMES representen un paper molt important en l'entramat productiu espanyol.

Un dels principals problemes als quals s'enfronten les PIMES és l'accés als recursos financers.

Cada PIME requereix un tipus de finançament diferent, bàsicament en funció de la seva estructura economicofinancera. Així mateix, requereixen d'un nivell de finançament diferent en funció de les seves característiques, sector i grandària.

En la majoria dels casos és convenient acudir a diferents fonts de finançament. Però en determinades conjuntures econòmiques, quan les alternatives tradicionals ja siguin aportacions dels propis socis, finançament propi intern, finançament bancari o altres modalitats com el lísing, *renting*, facturatge, *confirming* o *forfaiting* són insuficients o excessivament costoses o inaccessibles per les garanties exigides, és recomanable acudir a alguna de les fonts de finançament analitzades que, a més d'aportar finançament, reforcen la solvència de l'empresa.



## Referències bibliogràfiques

- 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. i 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. i 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. i 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. 1461-1489.
- GOMPERS, P.A. i 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.1805-1844.
- KAPLAN, S.N. i STRÖMBERG, P. (2004) «Characteristics of contracts and actions: Evidence from Venture Capital analysis», *Journal of Finance*, 59(5), pp. 2177-2210.
- MARTÍ PELLÓN, J. i BALBOA, M. (2005) «How do spanish private equity managers signal their quality», *Rev. de Economía Financiera*, 6, pp. 58-81.
- MARTÍ PELLÓN, J. i 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.
- MAB Circular 1/2010 «Miembros y entidades participantes en el Mercado Alternativo Bursátil».
- MAB 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».
- MAB Circular 7/2010 «Normas de contratación de acciones de empresas en expansión a través del Mercado Alternativo Bursátil».

- MAB Circular 10/2010 «Asesor Registrado en el Mercado Alternativo Bursátil».
- MAB Circular 12/2010 «Procedimiento de supervisión en el Mercado Alternativo Bursátil».
- MAB Circular 13/2010 «Tarifas aplicables en el Mercado Alternativo Bursátil».
- MAB (2010) «Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil».
- OBSERVATORI PIME (2010) *Documento resumen del grupo de financiación para la PYME*, Direcció General de Política de la Petita i Mitjana 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.