

**CONSOLIDACIÓN DE PYMES A TRAVÉS DEL
ACCESO A LOS MEDIOS FINANCIEROS: EL PAPEL
DEL CAPITAL RIESGO E INVERSIONES ÁNGELES**



2006

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1. Presentación del estudio	3
1.2. Objetivos	6
1.3. Metodología	6
2. FINANCIACIÓN ESPECIALIZADA PARA PYMES Y EMPRENDEDORES	8
2.1. Capital riesgo	14
2.1.1. Antecedentes.....	14
2.1.2. Definición y características de capital riesgo	16
2.1.3. Ciclo de capital riesgo.....	21
2.1.4. Determinantes de la actividad a nivel general	22
2.2. Inversores “ángeles”	28
2.2.1. Antecedentes.....	28
2.2.2. Definición y características de los inversores ángeles	29
3. OFERTA DE FONDOS DE FINANCIACIÓN PARA EMPRESAS EN FASE DE CONSOLIDACIÓN	33
3.1. Oferta de fondos de las entidades de capital riesgo: determinantes de la captación de fondos	34
3.2. Resumen de las características de la oferta de fondos en el mercado español	43
4. DEMANDA DE FONDOS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES ESPAÑOLAS	46
4.1. Introducción: algunos datos sobre la situación de la Pyme española	46
4.2. Demanda de fondos de las Pymes y los emprendedores: determinantes	52
4.3. Estudio de las tendencias de la demanda de fondos en las Pymes españolas en fase de consolidación	56
4.3.1. Descripción del estudio realizado	56

4.3.2. Características de la muestra	57
4.3.3. Principales resultados obtenidos	61
5. CONCLUSIONES GENERALES	98
BIBLIOGRAFÍA	115

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Presentación del estudio

Está demostrado que, en muchos casos, las Pymes y los proyectos de emprendedores no pueden consolidarse en su desarrollo debido a que tienen un difícil acceso a los medios de financiación. Las empresas jóvenes o al comienzo de sus operaciones, sin activos realizables o con activos intangibles de valor difícilmente determinable, sin una historia pasada que avale su éxito y credibilidad, encuentran dificultades para acceder a las fuentes de financiación tradicionales, las cuales exigen unas garantías que raramente pueden ofrecer las empresas incipientes.

El problema de la escasez de medios financieros en este tipo de empresas se conoce como *equity gap* (escasez de recursos propios). A este problema se une el llamado *matching gap*, que se produce cuando, habiendo recursos financieros excedentes en un sistema financiero, no se consigue la conexión eficiente entre demandantes y oferentes de fondos.

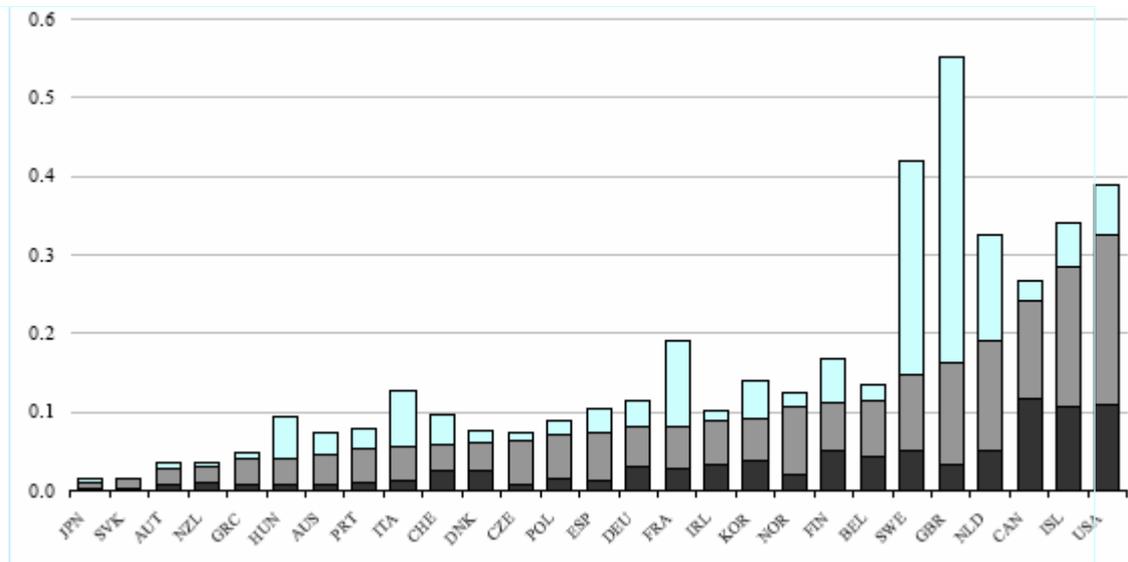
Los sistemas financieros ofrecen algunas soluciones al problema de la falta de recursos financieros, como es el capital riesgo y las redes de inversores ángeles. También se ha avanzado mucho en ofrecer apoyo a las Pymes a través de la actividad de las sociedades de garantía recíproca así como todo tipo de ayudas de las Administraciones Públicas.

Sin embargo, algunas de éstas formas de financiación en España no han alcanzado el nivel de desarrollo que tienen en otros países como EE.UU., Holanda, Suecia, Reino Unido, etc.

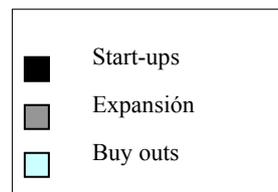
Se refleja a continuación un gráfico que representa, para los países de la OCDE, el grado de importancia de la actividad de capital riesgo, medido a través del peso de la inversión en capital riesgo respecto al PIB de cada país, como media entre 1995 y 2002. Se observa cómo España se encuentra en una posición muy alejada de los

principales países en este aspecto, como los EE.UU., Holanda, Suecia, Reino Unido o Canadá. Francia, aún estando bastante por debajo de los países mencionados, sin embargo casi duplica la inversión realizada en España. Se desglosa la inversión en tres tipos: inversión en fases iniciales de la empresa, en fase de expansión y operaciones de *buy-out*.

***Inversiones en capital riesgo por cada país de la OCDE en media entre 1995-2002
(porcentaje sobre el PIB)***



Fuente: OCDE Venture Capital Database, 2003



La actividad de financiación a través de capital riesgo o inversores ángeles, al consistir en una intermediación financiera, requiere la conexión de la oferta de fondos (inversores) con la demanda de fondos (Pymes). Sin embargo, esta conexión no es fácil, porque no está organizada de manera formal.

Si las Pymes no conocen las entidades de capital riesgo o los inversores ángeles y no saben cómo pueden acceder a su financiación, sus requisitos, forma de trabajo, etc y,

por otro lado, los inversores no logran identificar proyectos empresariales interesantes, la actividad no prosperará en los niveles de los países más desarrollados.

Sin embargo, en España existen, según algunos estudios, 30.000 empresas que podrían definirse como “gacela” en la definición acuñada por Birch en 1986 y que se utiliza para referirse a Pymes con la capacidad de crecer por encima del 20% anual durante tres años consecutivos. Las características que definen este tipo de negocio son la búsqueda del crecimiento como objetivo prioritario, que son empresas dinámicas e innovadoras, alta tasa de creación de empleo, importante uso de I+D+i y voluntad exportadora entre otras. Son por tanto, un colectivo con muchas necesidades financieras, para conseguir su crecimiento y consolidación.

De acuerdo con el Directorio Central de Empresas (DIRCE) que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE), a 1 de enero de 2005, las Pymes españolas son un total de 3.056.391, lo que supone un 99,87% del total de empresas que conforman el censo total, excluidas la agricultura y la pesca. A estos efectos, se entiende como Pyme a las empresas comprendidas entre 0 y 249 empleados. Por tanto, la importancia del acceso de esta mayoría de empresas a los medios financieros parece fuera de toda duda, de cara a su impacto en el crecimiento y el empleo.

Consciente de los problemas financieros de esta parte importante del tejido empresarial, la Administración central ha puesto en marcha distintos planes plurianuales, siendo el último el Plan de Consolidación y competitividad de la Pyme (2000-2006) que tiene por objeto la concesión de ayudas a través de subvenciones directas destinadas a la financiación de actuaciones que realicen organismos intermedios y pequeñas y medianas empresas.

En resumen, el problema detectado y que se desea revisar a través de este trabajo, es la falta o la ineficacia de la conexión entre las Pymes que necesitan recursos financieros para consolidarse con las entidades financieras especializadas en Pymes (capital riesgo e inversores ángeles) que cuentan con dichos medios y están buscando proyectos empresariales interesantes.

1.2. Objetivos

Los principales objetivos de este estudio son:

- Recoger los aspectos teóricos principales desarrollados por la literatura acerca de la figura de los inversores de capital riesgo e inversores ángeles.
- Recoger los aspectos teóricos principales desarrollados por la literatura acerca de los condicionantes de la oferta y demanda de fondos de capital riesgo.
- Identificar las características de la oferta de fondos para empresas en fase de consolidación, analizando también las características bajo las que los oferentes desean ofrecer la financiación.
- Analizar las características de la demanda de fondos de una selección de Pymes en fase de consolidación. Asimismo, valorar las características que precisan de esta financiación: condiciones, plazo, accesibilidad, tipos de instrumentación, etc y las condiciones que estarían dispuestas a aceptar de las habitualmente son impuestas por las entidades de capital riesgo.
- Concluir acerca de la compatibilidad entre las características de la oferta y demanda de fondos para empresas en fase de consolidación, así como identificar posibles medios que fueran adecuados para canalizar las necesidades de las empresas hacia los potenciales inversores (demanda y oferta de fondos), salvando así la falta de conexión entre ambas.

1.3. Metodología

El trabajo cuenta con una introducción conceptual, que marca el entorno actual y la literatura sobre el tema.

La base del trabajo empírico es una encuesta entre una selección de Pymes cuyas principales características son: empresas ya establecidas, con un tamaño mínimo que motivara el interés de inversores potenciales, que estén en fase de expansión y que cuenten con proyectos de inversión en los próximos años. En dicha encuesta se valoran sus necesidades financieras y sus preferencias sobre las características de los recursos financieros a los que puede acceder, así como en qué aspectos estarían dispuestos a ceder en cuanto a requisitos que pudieran plantearles los financiadores: aspectos de control de la empresa, verificación o auditoria de cuentas, etc.

Se ha analizado la oferta de distintas entidades de capital riesgo e inversores potenciales para conocer sus preferencias en cuanto al tipo de datos, sectores, tamaños y características que desean sobre las empresas en las que potencialmente invertirían.

A partir del conocimiento de los deseos de las Pymes y de las entidades financieras, se elaboran una serie de conclusiones acerca de los puntos de conexión entre ambas y los principales problemas para dicha conexión que se han detectado.

2. FINANCIACIÓN ESPECIALIZADA PARA PYMES Y EMPRENDEDORES

La literatura financiera recoge los principales problemas con que se enfrenta una Pyme a la hora de tratar de consolidarse y crecer. No es solo un problema de carácter financiero, sino que también se presentan dificultades de otros tipos.

Un documento desarrollado por una Comisión del Parlamento Británico en 2003, analizando la situación de los emprendedores en la Unión Europea, identificaba las 3 áreas principales de preocupación e interés para desarrollar una política efectiva de emprendeduría y enfrentarse a los retos planteados. Las tres áreas son:

- La reducción de las barreras al crecimiento y desarrollo de las empresas a través de:
 - La mejora al acceso a personal cualificado y entrenado
 - Mejorar el acceso a los medios financieros
 - Reducir la carga derivada de la legislación y barreras regulatorias
 - Promover las redes de contactos

- Equilibrar los riesgos y la recompensa de la emprendeduría a través de:
 - Apoyo fiscal
 - Eliminar la penalización social y pérdida de imagen derivada de la quiebra
 - Promover el desarrollo de proyectos de carácter emprendedor por parte de empresas ya consolidadas

- Promover una sociedad que valora la emprendeduría a través de:
 - Educación y cultura
 - Establecimiento de modelos sociales

Entre las situaciones que se suelen mencionar, de aquellas a las que debe enfrentarse el emprendedor, se habla del *equity gap* o problema a que se enfrentan debido a la falta de recursos propios. Éste es probablemente el más importante y el que se trata de forma más directa en este estudio.

Algunos autores han hecho mención de los motivos para que se produzca el *equity gap* en los mercados financieros de los países avanzados.

Sin embargo la literatura también cita el llamado *competence gap*, o la falta de preparación que en ocasiones afecta a los emprendedores y directivos de pequeñas empresas.

Un tercer factor frecuentemente mencionado y que dificulta el progreso de las Pymes es el *matching gap*, que se produce cuando en un sistema financiero existen fondos para financiación de Pymes pero, por una razón u otra, la conexión entre los oferentes y demandantes de fondos no se produce adecuadamente. Generalmente se produce ante la falta de conocimiento mutuo y entendimiento entre los inversores potenciales y los empresarios o emprendedores. Las regulaciones complejas también dificultan la conexión, cuando los inversores deben certificarse o la relación entre ambos debe estar gobernada por contratos complejos y con muchas cláusulas. Asimismo se suele citar los altos costes de las transacciones, derivados de estudios de *due diligence*, honorarios legales y de consultores, etc. Finalmente otro de los problemas es la falta de liquidez de las inversiones, puesto que al tratarse de empresas no cotizadas no existe un mercado donde vender las inversiones.

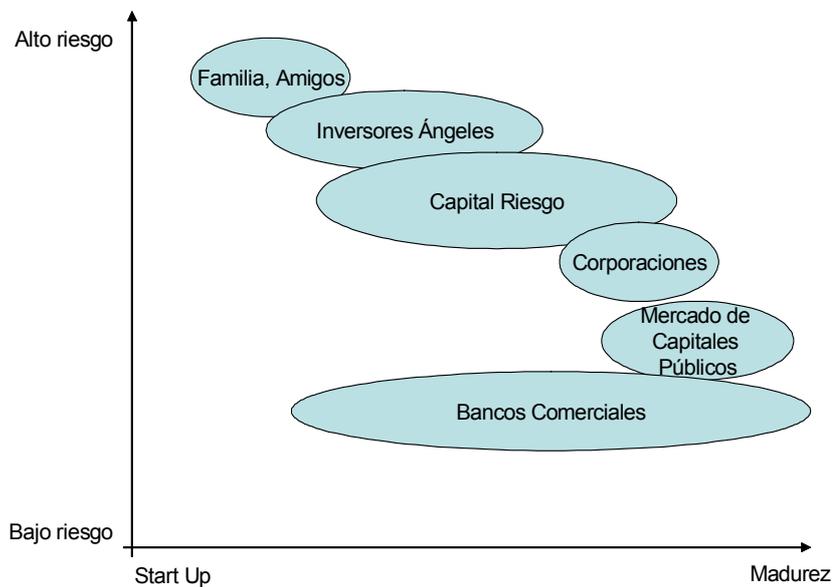
Los tres problemas antes mencionados, pero de forma muy particular el tercero, pueden considerarse producidos por imperfecciones del mercado, en concreto de los mercados financieros.

Los sistemas financieros de los países, tanto desarrollados como en vías de desarrollo, han avanzado en los últimos años soluciones para fomentar la financiación de pequeñas empresas, de base tecnológica, o con planes de expansión en general.

Se han revisado, en la literatura científica, cuáles son las fuentes de financiación más habituales dependiendo de la fase de desarrollo en que se encuentre la empresa. Kelly (2003) desarrolló la figura recogida a continuación, muchas veces mencionada por distintos autores sobre financiación de Pymes, y que expresa qué tipos de inversores se

interesan por invertir en empresas, dependiendo del nivel de riesgo que ésta conlleva y de en qué grado de madurez se encuentra. La familia y amigos se prestan con frecuencia a apoyar al emprendedor en empresas en fase *start-up* y de alto riesgo. A medida que se va avanzando en menos riesgo y mayor grado de avance de la empresa, van apareciendo los inversores ángeles, el capital riesgo, empresas y finalmente los mercados de capitales. Los Bancos comerciales desarrollan un papel más transversal, apoyando a empresas tanto nuevas como maduras, pero actuando a niveles de riesgo más moderado.

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



Fuente: Kelly (2003)

Las dos fórmulas de financiación más específicas para Pymes incipientes son el capital riesgo y los inversores ángeles, que son el ámbito de este estudio. Ambas se centran en la financiación de negocios jóvenes o consolidándose, de tamaño generalmente pequeño y medio.

Generalmente se reconoce que la actividad de los inversores ángeles tiene un componente más informal que la de capital riesgo. Se produce cuando una familia o

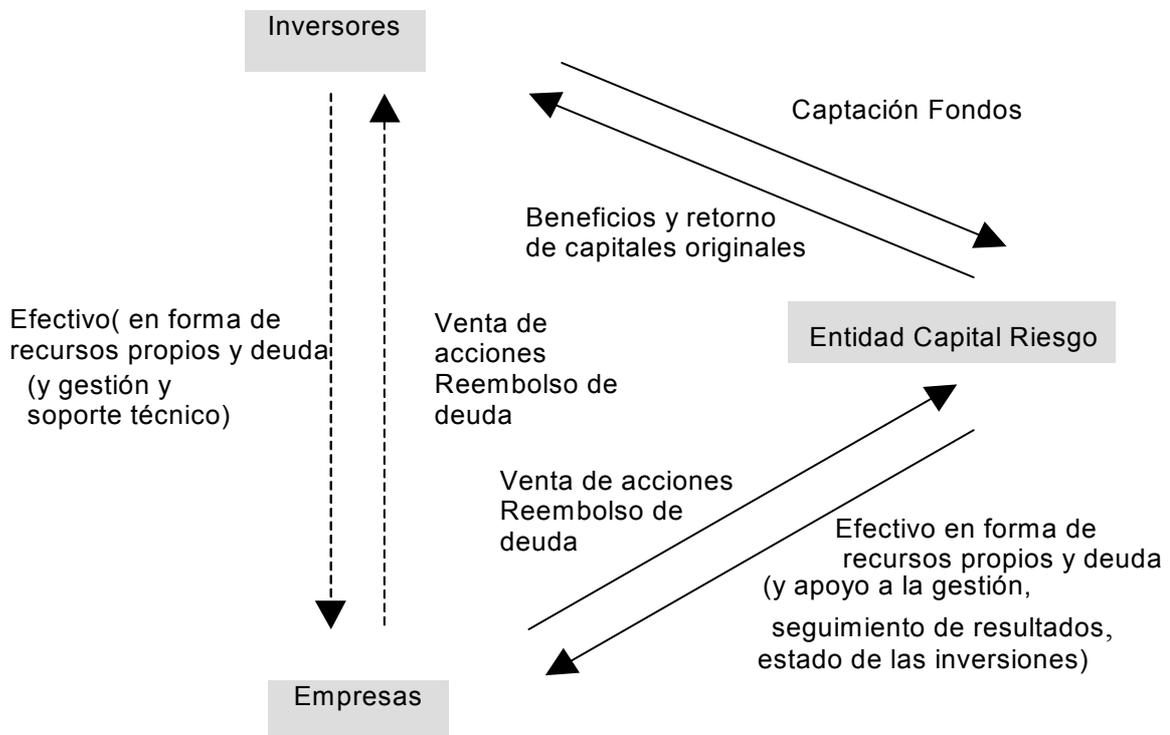
una persona adinerada prestan fondos a una empresa o a un grupo de personas, con una idea de negocio. No suelen seguir normas concretas y actúan de forma más intuitiva y menos estandarizada que las entidades de capital riesgo. Con frecuencia son empresarios con éxito o directivos de empresa, que invierten de forma individual o bien se unen para emprender actividades arriesgadas en paralelo a su actividad principal y con las que, eventualmente, esperan obtener un importante beneficio a la venta de su participación.

Sin embargo, la actividad de capital riesgo, tiene un carácter más formal y generalmente se produce cuando existe una corriente continuada de oportunidades de inversión y crecimiento y expansión. Este tipo de oportunidades generalmente se relacionan con áreas de contenido fuertemente tecnológico, por lo que se puede decir que, de alguna manera, la expansión de la actividad de capital riesgo está ligada a ciertos momentos de gran expansión tecnológica.

La siguiente figura, desarrollada a partir de Baygan & Freudenberg (2000), permite analizar la relación que se produce entre las firmas financiadas y los inversores, tanto en la manera informal (inversores ángeles) como formal (capital riesgo).

En el caso de inversores informales la relación es directa, el mismo oferente de fondos es el que contacta con la empresa e invierte. En el caso de inversores formales o de capital riesgo, el oferente final de fondos no coincide con el gestor de los fondos, ya que se produce la intervención del intermediario financiero especializado (entidad de capital riesgo) y aparece la doble relación de agencia tratada por Sahlman (1990). Ésta se produce porque hay una cesión de fondos por parte de los oferentes finales de fondos a la entidad de capital riesgo (primera relación de agencia) y posteriormente, hay otra cesión de fondos cuando la entidad de capital riesgo decide invertir en una empresa (segunda relación de agencia).

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 como indirecto, se produce (o se puede producir) 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, apoyo de carácter técnico.

El apoyo a la Pyme no solo se produce en el ámbito financiero.

Rasila (2004) señala 5 tipos de entidades que apoyan a la empresa en fase de expansión y señala sus características.

Clasifica los actores según los criterios del tipo de establecimiento de que se trate si es público o privado, la forma organizativa, la procedencia de los fondos y la

involucración de dicho actor en el sentido de si es pagado por sus servicios o está involucrado en la suerte y futuro de la empresa.

Distingue así las incubadoras de empresa, los asesores, los inversores ángeles, las entidades de capital riesgo y las redes de inversores ángeles.

Características de los actores que intervienen en apoyo de la Pyme en crecimiento, clasificación tradicional

	Tipo de establecimiento	Organización	Fuente de fondos	Tipo de Involucración
Incubadora	Público/privado	Persona jurídica	N.A.	Pagado
Asesor	Privado/Público	Persona jurídica/Física	N.A.	Pagado
Inversor ángel	Privado	Persona física	Propio	Comprometido
Capital Riesgo	Privado/Público	Persona jurídica	De terceros	Comprometido
Redes de inversores ángeles	Privado/Público	Persona jurídica	N.A.	Pagado

Fuente: Rasila (2004)

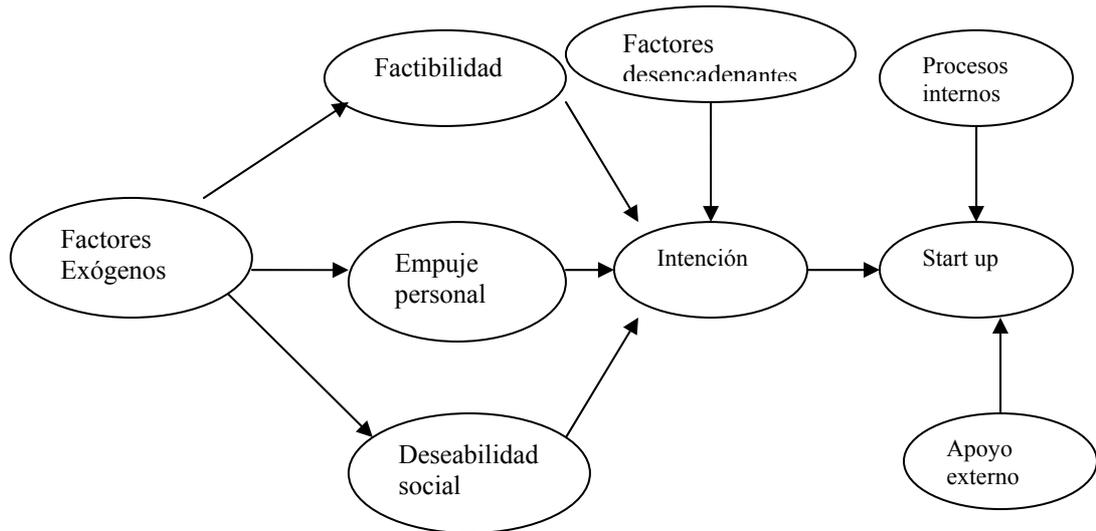
No obstante, el apoyo financiero no es el único requisito para que un emprendedor o pequeño empresario pueda salir adelante.

La Figura a continuación muestra los factores que pueden afectar a la aparición y desarrollo de nuevos negocios.

Los inversores ángeles o entidades de capital riesgo 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.

El entorno, en todas sus dimensiones, a nivel macroeconómico y también de cultura que fomenta la emprendeduría y la empresa, determina la creación de empresas y su desarrollo.

Los factores que afectan en la creación de nuevas empresas



Fuente: Krueger, 1997.

En los siguientes epígrafes se analiza en detalle las características de la actividad tanto de los inversores de capital riesgo como los inversores ángeles, por su importancia en la financiación de Pymes de las características citadas anteriormente.

2.1. Capital riesgo

2.1.1. Antecedentes

Las empresas nuevas, jóvenes y no consolidadas, no son el objetivo preferente de la actividad financiera tradicional. Ésta se basa en elementos de garantía que, en muchos casos, estos negocios no están en condiciones de ofrecer. Generalmente no disponen de activos realizables o bien solo cuentan con activos intangibles de valor difícilmente determinable, generan flujos de caja negativos o pérdidas contables y no disponen de

una historia pasada que avale su actividad o credibilidad. Y sin embargo, con frecuencia, este tipo de empresas muestra un perfil de crecimiento e innovación que requiere de importantes recursos financieros para su desarrollo.

El riesgo de lo nuevo, definido por Stinchcombe (1965) como el “pasivo de la novedad” (*the liability of newness*) y las asimetrías de información que se producen entre los emprendedores y los mercados financieros (Baygan y Freudenberg, 2000), entre otros factores, dificultan la financiación de estas actividades dentro del circuito habitual.

Gompers y Lerner (1998a) analizan cómo el capital riesgo se centra en la financiación de negocios jóvenes y arriesgados, pero con altas expectativas futuras a los que aportan no solamente un apoyo financiero sino que juegan un papel activo en su evolución y control, facilitando su acceso a una red de contactos potencialmente útiles en el entorno de los negocios.

Como destacan los mismos autores, los gobiernos de la mayoría de los países apoyan la actividad de capital riesgo. Este apoyo se lleva a cabo bien de forma directa o indirecta, como indican Manigart y Beuselinck (2001), quienes concluyen a través de un estudio de panel que los Gobiernos reaccionan en su apoyo a la actividad de capital riesgo en base a impulsos de carácter macroeconómico. Aportan más fondos cuando la situación económica general es menos favorable y hay menos aportación de origen privado.

De forma directa, según se recoge en el estudio de la OCDE (1996), algunos gobiernos han emprendido un proceso de formación de fondos de capital riesgo e incluso han aportado recursos económicos para promover determinadas industrias o la innovación y el desarrollo en materias de interés. Igualmente en algunos casos se ha favorecido la aportación de garantías sobre préstamos.

De forma indirecta, los gobiernos pueden favorecer la actividad a través de regímenes administrativos favorables a la creación de empresas, reformas impositivas sobre las ganancias de capital derivadas de esta actividad, creación de entornos legales seguros y

que apoyen los negocios, un entorno macroeconómico apropiado o la potenciación de la existencia de mercados secundarios especializados en empresas de corte más pequeño y tecnológico que faciliten la desinversión de la entidad de capital riesgo (Bygrave y Timmons, 1992).

En un interesante estudio, Kortum y Lerner (1998) relacionan capital riesgo e innovación, estudiando el impacto de la actividad de capital riesgo en la innovación tecnológica en Estados Unidos de América. A través de un modelo, detectaron un importante porcentaje de innovación industrial en empresas financiadas a través de capital riesgo, sobre el total de la innovación en el país. La conclusión del trabajo indica que el capital riesgo ha tenido un impacto sustancial en la innovación de la economía norteamericana. Los mismos autores, Kortum y Lerner (2000), concluyeron que un 8% de la innovación industrial en la década terminada en 1992 en EE.UU. era atribuible a capital riesgo y predijeron que para 1998 llegaría a ser en torno al 14%. Este aspecto es también tratado por Gompers y Lerner (2002) quienes indican que distintas estimaciones hacen aproximarse a un 10% el porcentaje de participación de capital riesgo en las innovaciones industriales de los EE.UU. en la década de los 90 y Hellman y Puri (2000) quienes constatan que las firmas financiadas a través del capital riesgo en Silicon Valley, consiguen una importante reducción del tiempo para conseguir que un nuevo producto llegue a los mercados.

Cabe destacar que, en la literatura sobre esta materia, se cita a la reina Isabel la Católica de España como la primera empresaria de capital riesgo, al financiar el descubrimiento y exploración de América por parte de Cristóbal Colón. (Megginson, 2002). Baygan y Freudenberg (2000) citan a Gutenberg, quien recibió dinero ajeno en 1450 para financiar su proyecto de construir la primera imprenta.

2.1.2. Definición y características de capital riesgo

Existen distintas definiciones del término y de la actividad de capital riesgo, dependiendo del autor. Todas ellas, sin embargo, citan características comunes que destacan el origen y el fundamento básico de la actividad, de carácter financiero y enfocada a un tipo muy concreto de empresas.

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, acciones preferentes o algún instrumento de deuda (frecuentemente convertible en acciones) y, en algunos casos, no se participa en la propiedad sino que se realiza a través de deuda, como los préstamos participativos.

La financiación es de carácter temporal. Tras un cierto período de tiempo, debido a las obligaciones contraídas con los oferentes finales de fondos, la entidad de capital riesgo abandona la sociedad financiada. Este proceso se produce por distintas vías: por salida al mercado de la participada (O.P.I.), por colocación privada a terceros, venta a los antiguos accionistas, venta a otra entidad de capital riesgo (*secondary buy out*), liquidación u otras.

La empresa de capital riesgo no solo ofrece recursos financieros, sino también apoyo en la gestión. Además, aporta una serie de elementos intangibles como reputación a la sociedad financiada por el hecho de estar apoyada por un grupo inversor externo (Black y Gilson, 1998) y mayor control y eficacia en la gestión derivados de los procedimientos de control que establece la entidad de capital riesgo en su propio interés.

Las sociedades de capital riesgo realizan una función de intermediación, con un tipo de financiación especializada que no estaría disponible por cauces habituales en la mayoría de los sistemas financieros. La financiación se produce en condiciones de riesgo, de falta de garantías y de asimetría de información (Sahlman, 1990 y Baygan y Freudenberg, 2000) que las instituciones financieras más tradicionales no están habitualmente dispuestas a apoyar.

Algunos autores señalan que hay tres factores clave que marcan la selección que hacen las entidades de capital riesgo sobre las empresas potenciales para invertir: equipo, producto y mercado. Es decir, que buscan empresas con un equipo humano

consolidado y motivado, con un producto también consolidado y aceptado y con un mercado potencial amplio.

La definición de capital riesgo varía entre áreas geográficas. En EE.UU., el término capital riesgo se suele reservar a las operaciones privadas de adquisición de títulos en empresas menos desarrolladas, en las fases conocidas como *seed*, *start-up* y *expansion*, excluyendo las operaciones de *buy-out* entre las que cabe destacar las conocidas como LBO (*Leveraged buy out*) y MBO (*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), define capital riesgo como “una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a pequeñas y medianas empresas en proceso de arranque o de crecimiento, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado”.

Black y Gilson (1998) 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 EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association). Martí Pellón y Balboa (2005) indican que en Europa sería más apropiado usar la expresión genérica *private equity* ya que las

inversiones, a partir de los años ochenta, se han centrado en operaciones de *buy-out* y en etapas más avanzadas de desarrollo en la empresa, dados los pobres resultados que se produjeron en inversiones en etapas tempranas y a los mayores plazos requeridos en tales etapas.

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. Sahlman (1990) menciona cómo las entidades de capital riesgo entran en acuerdos y contratos tanto con los oferentes de fondos como con los demandantes de fondos (las firmas en las que invierten). Se produce por tanto una doble relación de agencia en la que además, según el mismo autor, hay ciertas similitudes en la doble relación oferentes de fondos-entidad de capital riesgo y entidad de capital riesgo-empresario. En ambos casos el capital se entrega de forma escalonada y con opción de abandono de la inversión. Igualmente, en ambas relaciones hay un esquema de compensaciones similar, se definen mecanismos para conseguir liquidez y además, tanto el empresario como la entidad de capital riesgo sufrirán restricciones futuras de capital y su reputación quedará dañada en caso de fracaso.

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 beneficio del inversor y de la empresa de capital riesgo en su desinversión, por un valor superior al aportado. Gompers (1995), a partir de un estudio empírico, indica que las entidades de capital riesgo consideran tan importante la información que generan y los servicios que ofrecen a las empresas en cartera, como el apoyo financiero que prestan. Este aspecto, está también recogido por Martí Pellón (2002) 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 apoyo en otros campos. Por un lado une su futuro a una firma diferente, con una capacidad de ofrecer servicios adicionales al apoyo meramente financiero que le daría cualquier otro intermediario, y además consigue el acceso a una mayor red de contactos y mostrar una posición de mayor credibilidad en el mercado (Baygan y Freudenberg, 2000). Dado que la entidad de capital riesgo posee un interés económico en la empresa, 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. A través del control ejercido, siguiendo a Baygan y Freudenberg (2000) y Gompers y Lerner (2002), reduce las asimetrías informativas latentes en el proceso. Gompers (1995), tras un análisis empírico, concluye que las entidades de capital riesgo concentran su inversión en empresas tecnológicas y jóvenes en las que las asimetrías de información son muy importantes y el control de la inversión es por tanto muy valioso. De dicho control puede derivarse acciones de protección, que incluyen la opción de abandonar un proyecto

La actividad del capital riesgo puede estudiarse desde distintos ángulos. Desde la perspectiva de la oferta, de la demanda y de la intermediación entre ambas, realizada por las entidades especializadas en capital riesgo.

- La **oferta de fondos en capital riesgo** se produce a partir de la existencia de inversores finales, privados o Institucionales. Éstos deciden aportar fondos a una entidad de capital riesgo para su posterior inversión en empresas con un perfil muy concreto. Los aportantes de fondos suelen ser bancos, empresas, compañías de seguros, fondos de pensiones, particulares y también agencias de los Gobiernos de los países o Instituciones de carácter público.
- La **demanda de fondos de capital riesgo**, por el contrario, está representada por empresas con proyectos y ánimo inversor, que precisan financiación.
- Las entidades de capital riesgo, en este contexto, realizan la función de **intermediación financiera**, 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. La comisión de gestión se suele girar por el capital gestionado y la comisión por resultados suele ser un porcentaje de la plusvalía generada, siendo el 20% la cifra más habitualmente citada. (Sahlman, 1990; Van Osnabrugge y Robinson, 2001 y Gilson, 2002).

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.

2.1.3. Ciclo de capital riesgo

Como ya se ha descrito y siguiendo la aportación de Gompers y Lerner (2001a), se distinguen las siguientes tres grandes fases: a) captación de fondos; b) inversión y c) desinversión

La actividad del capital riesgo consiste en la intermediación financiera entre un grupo de inversores 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, a través de la entidad de capital riesgo. Ésta lleva a cabo las tareas de captar los fondos de los inversores e invertirlos, tras un proceso de estudio, en empresas con déficit de fondos, para liquidar más adelante esa inversión y devolver el capital más las posibles plusvalías a los inversores, cobrando unas comisiones 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.

2.1.4. Determinantes de la actividad a nivel general

Como se ha comentado anteriormente en este trabajo, capital riesgo es una actividad de intermediación financiera que reúne a oferentes o inversores (Bancos, compañías de seguros, agencias gubernamentales, particulares, etc.), que aportan fondos a un intermediario financiero especializado (entidad de capital riesgo) a fin de que dicho intermediario invierta en empresas de características concretas, que son las demandantes de fondos.

Los factores que afectan al desarrollo de esta actividad estarán vinculados tanto a la naturaleza del negocio como al entorno. Por ello, en la literatura disponible, se citan factores propios de la actividad de capital riesgo junto con otros centrados en aspectos más generales, como el entorno macroeconómico o el entorno legal.

Martí Pellón (1998) señala la existencia de cuatro condiciones fundamentales para que se produzca un funcionamiento correcto del mercado en la actividad de capital riesgo. En primer lugar, debe existir una amplia población, un mercado interior amplio que motive el consumo y la demanda de los productos de las empresas financiadas. En segundo lugar, es preciso que haya un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión y/o historia, bien sea un mercado especializado o un mercado generalista con un segundo mercado centrado en empresas menores. En tercer lugar, la normativa y la regulación de la actividad a nivel legal debe ser flexible y no debe penalizar la obtención de plusvalías a largo plazo. Por último, debe existir un entorno que motive y favorezca la creación de empresas. Estas condiciones permiten que la oferta y la demanda alcancen situaciones de equilibrio, atendándose todos los tipos de inversiones posibles. En el mismo estudio, Martí Pellón hace una referencia a EE.UU. como un modelo de sociedad en que capital riesgo tiene muchas posibilidades de prosperar, como así ha sido debidamente soportado por las estadísticas y los datos, debido a que se cumplen la mayoría de las condiciones. En EE.UU. el mercado interior se cifra en más de 250 millones de personas con una renta media elevada, dispone del mercado NASDAQ que permite la salida a cotización de empresas pequeñas, las autoridades no son intervencionistas y tienen un trato fiscal favorable con las plusvalías

generadas. Además, es una sociedad en que se favorece la asunción de riesgos, la movilidad funcional y geográfica y la iniciativa privada.

Ya se ha descrito el carácter cíclico de la actividad de capital riesgo. Las etapas de captación de fondos, inversión y desinversión se van repitiendo periódicamente. Este aspecto, unido al hecho de que se producen desajustes temporales entre oferta y demanda de capital riesgo, puede explicar la existencia de sobre-reacción cuando se produce un inesperado incremento en la demanda.

Gompers y Lerner (2002) indican que la oferta de capital riesgo depende de la tasa de rendimientos que se espera en este tipo de inversiones frente a las alternativas en otras inversiones. A mayores posibilidades de obtener una buena rentabilidad, mayor será el deseo de los inversores de aportar fondos en capital riesgo. La curva de oferta se representaría por tanto con las expectativas de beneficios en el eje vertical y la cantidad ofrecida por los inversores en el eje horizontal.

También siguiendo a Gompers y Lerner (2002), la demanda de capital viene dada por el número de firmas emprendedoras que buscan fondos de capital riesgo y varía con la tasa de rentabilidad anticipada por los inversores, de forma que cuanto más rendimiento exigen los inversores, menor es el número de empresas que pueden cumplir ese requisito. Por tanto, la curva de demanda tiene una pendiente negativa. En su intersección, las curvas de oferta y demanda marcan el nivel de capital riesgo en la economía.

Entre los aspectos generales que potencian el nivel de actividad en capital riesgo, se puede citar los siguientes, que han sido desarrollados por la literatura financiera hasta la fecha:

- **Cultura empresarial y emprendedora. Personas formadas y educadas para este sector.**

De acuerdo con Kenney, Han y Tanaka (2002), la fuerte cultura empresarial y la asociación entre propiedad y gestión que se mantienen en estratos de empresas

pequeñas y medianas en muchos entornos, es un elemento importante en el éxito y desarrollo de las actividades de capital riesgo. Es preciso disponer no solo de empresas, sino también de empresarios con ideas de negocio que puedan transformarse en empresas de rápido crecimiento. Los mismos autores citan que disponer de excelentes universidades es muy importante para el desarrollo de la cultura empresarial y que en los EE.UU., tanto el Massachusetts Institute of Technology (MIT) como la Universidad de Stanford, jugaron un papel crítico en el desarrollo de las áreas tecnológicas de Boston y Silicon Valley.

Este tipo de actividad empresarial tiene que estar reconocida en el país y no ser considerada socialmente reprobable, como era el caso de Japón hace años o en algunos países de ámbitos, culturas o religiones distintos al occidental. (Black y Gilson, 1998).

De acuerdo con Baygan y Freudenberg (2000), el hecho de que exista una cultura creativa, con ideas prometedoras, con empresarios con potencial y entidades dispuestas a invertir, es la base para el desarrollo de la actividad. Todo aquello que promueva estos tres elementos, incluyendo un sistema educativo eficaz, con sistemas para la innovación y pocas barreras a las ideas empresariales puede fomentar actitudes con ánimo de toma de riesgos y convertir esas ideas en negocios rentables. Los mismos autores citan específicamente la disponibilidad de un número suficiente de especialistas con la experiencia necesaria en la evaluación, financiación y colaboración y asesoramiento con firmas de alto riesgo, como uno de los factores clave de desarrollo de la actividad.

En esta misma línea, se puede citar el informe *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) que examina la relación entre las actividades de emprendedores y el crecimiento económico en un importante grupo de países a través de un estudio longitudinal, que se elabora anualmente. El modelo GEM se basa en la idea de que las condiciones que favorecen al empresariado y las actividades de emprendedores en un país (educación, sistema financiero, I+D, infraestructuras, políticas gubernamentales, etc.) crean oportunidades para potenciales inversores con el consiguiente apoyo posterior al crecimiento económico.

- **Marco legal y normativo y cultura de respeto a los contratos o acuerdos realizados.**

La actividad de inversión que realizan tanto entidades de capital riesgo como los inversores ángeles, precisa de la elaboración de contratos complejos puesto que se produce la cesión de recursos financieros cuantiosos y hay numerosas condiciones y potenciales efectos a cubrir. Estos contratos suelen ser complejos y suelen tener cláusulas positivas y negativas. Asimismo, deben estar enmarcados en el entorno legal de cada país en cuanto a su definición y también en lo relativo a los mecanismos para poderlos hacer valer en caso de conflicto.

De acuerdo con Leeds y Sunderland (2003), es imprescindible que el marco legal proteja los derechos firmados en contratos legalmente establecidos, así como los derechos de los accionistas, especialmente los minoritarios, en todo lo relativo a derechos de voto y a la resolución de conflictos entre accionistas. Estos autores, en su trabajo, aunque se enfocan sobre todo en países de Latinoamérica, no lo circunscriben en exclusiva a esta área.

LaPorta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) indican que el sistema legal es un elemento de importancia fundamental como mecanismo de gobierno de empresa. Y señalan que el alcance con el que las leyes de un país protegen los derechos de los inversores y el alcance con el que dichas leyes son reforzadas, son los determinantes básicos de la forma en que evolucionan las actividades de financiación empresarial y de gobierno de empresa en dicho país. En definitiva, indican que el entorno legal afecta a la efectividad de su sistema financiero, y, por tanto, podemos inferir que podría afectar a las actividades de los inversores analizados en este estudio.

Dentro del marco legal, cabe señalar como importante para el desarrollo de la actividad de capital riesgo el que haya leyes sobre liquidación y resolución de empresas que no estigmaticen al empresario que no ha tenido éxito.

- **Cultura de asunción de riesgos**

Siendo el capital riesgo una actividad de intermediación financiera en la que no se suelen intercambiar elementos de garantía y se adquiere una participación en la propiedad, la cultura emprendedora unida a la de asunción de riesgos es precisa para el desarrollo de la actividad. (Megginson, 2002)

- **Innovaciones tecnológicas o circunstancias especiales relativas a la investigación y el desarrollo.**

Una nueva línea de avance tecnológico, por ejemplo, podría desencadenar un empuje importante de demanda de fondos (Gompers y Lerner, 2002). Por el contrario, la reducción drástica de las rentabilidades y del interés por ciertos tipos de inversiones en tecnología, pueden producir una reducción significativa de la actividad de capital riesgo.

Gompers y Lerner (1998 a) identificaron que la inversión en I+D, a nivel industrial y académico, afecta positivamente la actividad de capital riesgo y relacionan el incremento de la oferta de fondos en los años 90 en los EE.UU. con el incremento de oportunidades tecnológicas.

- **Apoyo del Sector Público**

El efecto de la actividad del sector público, que se canaliza a través de formas muy variadas, puede impactar tanto en la demanda como en la oferta de capital riesgo. En la demanda, creando políticas de apoyo al emprendedor y otras actuaciones de carácter fiscal, aportación económica directa, garantías, etc. En la oferta, la influencia del sector público puede llegar sobre todo a partir de aportación directa y políticas fiscales sobre las plusvalías de las entidades de capital riesgo.

En un informe de la OCDE (1997) y en un artículo de O'Shea y Stevens (1998) se analizan de forma muy completa las distintas formas por las que un Gobierno puede apoyar la actividad de capital riesgo. Éstas se resumen de la siguiente manera (O'Shea y Stevens, 1998).

- Aportación directa de capital: inversión en compra de acciones, concesión de préstamos

- Incentivos financieros: concesión de garantías sobre préstamos, concesión de garantías sobre el valor de las acciones, incentivos fiscales
- Regulaciones sobre inversores: concesión de autorización a inversores como compañías de seguros o fondos de pensiones a invertir en capital riesgo

- **Estabilidad macroeconómica, política y social**

Una política monetaria y fiscal que asegure un entorno económico relativamente protegido de la inflación y con una moneda estable y bien valorada es sin duda un factor positivo para la inversión en capital riesgo, sobre todo cuando los fondos proceden de un país distinto al de gestión.

De acuerdo con Kenney, Han y Tanaka (2002), dado que la actividad de capital riesgo es arriesgada de por sí, si el entorno aporta más riesgos, incrementa mucho las posibilidades de fracaso y retrae a los participantes en el mismo.

El riesgo o inestabilidad derivado del riesgo país o del riesgo soberano, puede no garantizar el plazo suficiente para materializar las inversiones de capital riesgo o para repatriar los beneficios de una operación ya realizada, con lo que podría tener unas consecuencias finales negativas para el desarrollo de la actividad en un país.

Bygrave y Timmons (1992) mencionan, entre otros factores, que el nivel de los tipos de interés es una de las variables principales para explicar tanto oferta como demanda de capital riesgo.

- **Falta de coordinación/ conexión entre oferta y demanda de fondos**

Se produce cuando no hay adecuada asignación de fondos, hay demanda y hay oferta pero no coinciden, ciertos sectores demandan fondos pero no los reciben, y los fondos se enfocan hacia otros sectores donde no hay tanta demanda y quedan sin colocar.

Baygan y Freudenberg (2000) indican que a nivel subnacional pueden coexistir exceso de fondos y exceso de demanda, y que ciertas entidades, sectores o regiones puedan atraer demasiados fondos y otros menos de los deseados. El resultado es que en una

determinada industria, por ejemplo, se produce incluso un aumento de precios de las acciones, debido a la demanda excesiva de los títulos de ese tipo, con el consiguiente riesgo de que, si las circunstancias *a posteriori* no coinciden con lo esperado, se puede producir una fuerte volatilidad, derivada de esa presión que aumentó los precios en el origen.

2.2. Inversores “ángeles”

2.2.1. Antecedentes

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.

Son por lo general inversores individuales, empresarios o directivos de empresa de éxito que aportan su propio capital a emprendedores, centrándose sobre todo en aquellos en fases más iniciales de desarrollo. Suelen aportar no solo recursos financieros sino también asesoramiento y apoyo técnico a las empresas con las que se implican, además de permitirles acceder también a su red de contactos personales. Arriesgan su propio dinero, frente a las entidades de capital riesgo, las cuales arriesgan el de los inversores finales.

Su objetivo no solo se centra, habitualmente, en la obtención de plusvalías sino en otros factores intangibles como el gusto personal, el apoyo a emprendedores, compartir con ellos el riesgo y el posible éxito, desarrollo de su región, vinculación familiar, etc.

Suelen centrarse en operaciones más pequeñas que las entidades de capital riesgo. No suelen invertir en un único proyecto, sino que diversifican en la medida de sus posibilidades y buscan una salida a medio plazo, aunque son más pacientes que las entidades de capital riesgo, ya que en este caso juegan con su propio dinero y no con dinero ajeno como aquéllos. Igualmente, suelen centrarse en zonas próximas a su

residencia, por comodidad en el seguimiento (al realizar normalmente otras actividades) y por hacer valer más la red de contactos disponibles.

A nivel técnico, no son inversores fáciles de estudiar ya que forman un grupo disperso y con cierta preferencia por el anonimato.

2.2.2. Definición y características de los inversores ángeles

Una definición sencilla y directa sería la de Hindle y Wenban (1999) quienes los definieron como “*High net worth, non-institutional, private equity investors.*” . Es decir, particulares con el deseo y con suficiente patrimonio como para invertir parte del mismo en proyectos empresariales arriesgados con altos rendimientos potenciales y, a la vez, mucho riesgo, generalmente a cambio de participación en el control de la empresa, ingresos y, finalmente, ganancias de capital (plusvalías).

Los inversores informales o ángeles se caracterizan por ser heterogéneos, y precisamente esta característica es tomada 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:

- Mayor orientación, en general, a inversiones de carácter más incipiente (proyectos en fases iniciales) que las entidades de capital riesgo.
- Son inversores, generalmente antiguos emprendedores, que proporcionan capital y red de contactos (tecnológicos, financieros, legales, etc.) y también experiencia y *know how*, por lo que se les ha definido como capital inteligente
- Toman participaciones minoritarias en el capital de la empresa.
- Tienen mucho interés en permanecer anónimos
- Su horizonte de inversión es a mayor largo plazo que capital riesgo y varía entre 5 y 10 años.
- No tienen grandes expectativas en términos de dividendos o rendimientos anuales

- Generalmente se mueven por interés acerca de la obtención de plusvalías a la venta de su participación.
- Sus análisis de la empresa a financiar suele ser menos profundo que el de las entidades de capital riesgo, posiblemente debido a la mayor responsabilidad de éstas frente a terceros aportantes de fondos.
- La estrategia tanto de inversión como de desinversión está generalmente menos definida en el inversor informal o ángel, de lo que lo está en las entidades de capital riesgo.

Un estudio empírico llevado a cabo en distintos países y referido en un documento de Hindle y Rushworth (1999) muestra otras características de estos inversores:

- Son predominantemente hombres. Hay muy pocas mujeres que se dediquen a esta actividad.
- Su edad media está en la frontera de los 50 años
- Independientemente de cual es su nivel de educación, la inmensa mayoría tienen experiencia directiva
- Suelen invertir geográficamente cerca de su lugar de residencia
- Aunque no aceptan todas las posibles inversiones que se les ofrece, en proporción rechazan menos que los inversores formales (capital riesgo).
- Invierten cantidades menores por cada operación que las entidades de capital riesgo
- Usan una amplia gama de canales de financiación para invertir en empresas

Con frecuencia se organizan en redes de inversores (*Business Angel Networks* (BANs)). 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. En sí las redes de inversores ángeles no invierten, sino que canalizan el contacto entre inversores y empresarios y facilitan apoyo a ambos.

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.

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.

Distintos autores han ofrecido taxonomías de los inversores informales. Gaston (1989) identificó hasta 10 tipos diferentes de inversores ángeles, señalando que cada uno de estos tipos es diferente y heterogéneo y que los empresarios deberían conocer esta circunstancia cuando buscan fondos de financiación.

Coveney y Moore (1998) definieron una interesante y citada tipología de los inversores ángeles, basada en las dimensiones “nivel de actividad de inversión” y “experiencia empresarial”. De las 6 categorías que definieron, dos de ellas no son inversores activos sino potenciales y se desglosan en “vírgenes” y “latentes”.

Los inversores activos se clasifican como “maximizadores de riqueza” (cuando se trata de empresarios adinerados que invierten en distintos negocios por beneficio y que con

frecuencia se sindicaban con otros); “empresarios” (particulares empresarios, adinerados, menos inclinados a sindicarse con otros y que invierten tanto por el placer de ello como por buscar una mejor opción a los mercados de capitales); “buscadores de ingresos” (no muy adinerados, invierten cantidades moderadas para conseguir ingresos y que con frecuencia se sindicaban) y “entidades” (compañías que frecuentemente realizan inversiones de tipo ángel, con frecuencia comprando mayoría de las acciones y que no se sindicaban con otros inversores).

Sorheim y Landström (2001) realizan su clasificación de acuerdo con la actividad inversora y la competencia de los inversores informales. Y los clasifican en 4 tipos: “Inversores lotería”, “comerciantes”, “inversores analíticos” e “inversores ángeles”.

Señalan una evidencia empírica importante entre los 4 tipos en lo relativo al uso de las fuentes de información, involucración en la empresa, inversión sindicada, horizonte temporal y preferencias geográficas.

3. OFERTA DE FONDOS DE FINANCIACIÓN PARA EMPRESAS EN FASE DE CONSOLIDACIÓN

La oferta de fondos para empresas en fase de consolidación está formada por aquellas personas físicas y jurídicas que están dispuestas a ceder fondos para invertir en proyectos empresariales de Pymes y emprendedores, en condiciones de asimetría de información y corriendo un riesgo que, con frecuencia, es elevado.

Dicha oferta de fondos muestra una importante variabilidad a lo largo de los años, en la mayoría de los países del mundo.

El carácter de la actividad de capital riesgo, el hecho de que las transacciones se produzcan a nivel privado y el limitado número de observaciones, como comenta Martí Pellón (2002), hacen escasos los estudios que inciden en los factores que afectan al desarrollo de la actividad de capital riesgo. A esto se añaden los problemas derivados de la medición de las variables, así como la existencia de diferencias en la estructura y grado de desarrollo de los mercados de capital riesgo. La situación es aún más complicada en lo relativo a los inversores informales o ángeles, debido a que no es una oferta homogénea ni está cuantificada o sustanciada por estudios o estadísticas, al no existir ni siquiera un censo de inversores.

Por otro lado, los factores que afectan el desarrollo del capital riesgo no son homogéneos para todos los tipos de actividad de capital riesgo. Jeng y Wells (2000) concluyen que algunos determinantes afectan de forma diferente a tipos diferentes de empresas o de inversores de capital riesgo. Por ejemplo, la rigidez del mercado laboral de un país afecta a negativamente a las empresas en fases menos avanzadas pero no tiene impacto en las inversiones de capital riesgo en fases más avanzadas. La posibilidad de hacer líquida la inversión en una empresa a través de una O.P.I. afecta más a las inversiones de capital riesgo privado que público.

Dado que la cantidad de dinero disponible para financiar empresas afecta significativamente la actividad inversora, parece interesante valorar los elementos que

afectan o determinan el nivel de oferta de fondos. A continuación se analizan los elementos que determinan dicha oferta, centrado sobre todo en inversores formales o de capital riesgo, por ser más difícil y existir menos estudios que valoren la oferta en inversores informales.

3.1. Oferta de fondos de las entidades de capital riesgo: determinantes de la captación de fondos

En la literatura revisada se mencionan distintos elementos que pudieran tener relevancia para explicar las variables que afectan a la decisión de ceder fondos por parte de los inversores.

Gompers y Lerner (1998a) ponen de manifiesto el gran aumento de fondos dedicados a capital riesgo en el mercado americano en los últimos 20 años. Señalan, en una primera aproximación, que dicho aumento no fue uniforme a lo largo del tiempo, produciéndose picos elevados seguidos de caídas muy pronunciadas, siendo un aspecto todavía poco entendido en general por los estudios aportados hasta el momento. Por otro lado, indican que es posible que los factores que afectan a toda la industria de capital riesgo en su conjunto no sean los mismos que afectan a empresas concretas.

De forma más completa, los factores que se han estudiado como determinantes de la oferta de capital riesgo en la literatura son:

- **Los rendimientos de la actividad de capital riesgo**

Gompers y Lerner (2002) definen la oferta de fondos para capital riesgo a partir de la disposición de los inversores para ofrecer fondos para tal fin. Y el factor principal que motiva al inversor a ceder fondos para capital riesgo es la tasa de remuneración esperada, frente a la que se podría obtener en inversiones alternativas. Gompers y Lerner (1998 a), añaden que los inversores repetirán si ven buenos rendimientos.

Black y Gilson (1998) indican que los inversores en capital riesgo necesitan evaluar los riesgos y la rentabilidad esperada de las inversiones en capital riesgo en relación con

otras posibles inversiones para decidir si invierten y cuánto invierten en capital riesgo. La habilidad relativa del gestor de capital riesgo se pone de manifiesto a la liquidación de la inversión, permitiendo al oferente de fondos valorar su posición.

En esta línea, Martí Pellón (2002) hace un interesante comentario al relacionar rentabilidad potencial en la salida a mercado y la fase de desarrollo en que se encuentra la empresa en cartera. Indica que, en mercados en los que se cumplen ciertas condiciones, la rentabilidad esperada y el riesgo de la operación estarían en función del grado de desarrollo de la compañía en el momento de la entrada del inversor financiero, siendo las inversiones semilla las que produjeran las mejores expectativas de rentabilidad porque los precios de entrada serían inferiores y mayores las expectativas de revalorización.

Igualmente, Martí Pellón (2002) indica que uno de los principales factores que tradicionalmente ha sido estudiado en la literatura como determinante de los fondos que se comprometen para capital riesgo es la rentabilidad obtenida por los inversores (en países con trayectoria histórica suficientemente larga) y la rentabilidad obtenida en las inversiones bursátiles (como variable presuntamente correlacionada con las inversiones en capital riesgo).

Baygan y Freudenberg (2000) citan que un factor importante en la actividad de capital riesgo es la disponibilidad de capital, pero indican que este no parece ser un obstáculo en los países de la OCDE. Sin embargo, señalan que el problema es la propensión a invertir el capital en proyectos arriesgados, lo cual depende de la existencia de proyectos con mucho potencial disponibles para invertir y de la relación riesgo/rentabilidad, en la que intervienen muchos factores, incluyendo la eficiencia de los mercados financieros, la estructura de incentivos y las expectativas de crecimiento de la empresa, del sector y general.

En relación con la rentabilidad de las inversiones en capital riesgo, cabe destacar como factor potencialmente importante el retraso o desfase que se produce en la información sobre la situación de la inversión. En las inversiones, por no ser empresas cotizadas,

sus valores no están actualizados (*marked to market*), según Gompers y Lerner (2002). Gompers y Lerner (1998 a) indican que incluso puede ser una política de una entidad de capital riesgo el retrasar la información relativa a las variaciones en los valores de las inversiones en cartera. Además, no habiendo un mercado que imponga un precio vía oferta y demanda, toda valoración tendría siempre un elemento subjetivo y podría diferir dependiendo del método de valoración utilizado.

- **Las barreras/facilidades para que determinados tipos de inversores accedan a la actividad de capital riesgo.**

En la literatura revisada, se ha observado que las limitaciones a inversores potenciales se enfocan sobre todo en 3 tipos: limitaciones a ciertas entidades gestoras de fondos colectivos (en concreto los planes de pensiones), limitaciones derivadas de la nacionalidad del potencial inversor y limitaciones derivadas de la naturaleza (persona física o jurídica) del inversor.

Las normativas que prohíben la participación en operaciones de capital riesgo por parte de ciertos inversores pueden ser un freno a la captación de fondos y, en particular, los fondos de pensiones (Gompers y Lerner, 1998 a; Black y Gilson 1998; Jeng y Wells, 2000 y Gompers y Lerner, 2002). La normativa norteamericana *Employee Retirement Income Security Act* limitaba la aportación de recursos por parte de los fondos de pensiones americanos a capital riesgo, suponiendo así un importante freno a las posibilidades de expansión de la actividad. La revisión de la normativa se produjo en 1979 y a partir de ese momento su aportación fue creciendo de forma muy importante.

En España es casi nula la 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 (Real Decreto 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). Es posible que esto atraiga nuevos capitales al mercado de capital riesgo.

En algunos países, como es el caso de Corea, se dificulta la inversión de inversores extranjeros. En dicho país, es reciente la reducción de la lista de sectores económicos en los que los inversores extranjeros estaban prohibidos, persistiendo todavía dicha limitación en industrias consideradas como estratégicas tales como defensa, telecomunicaciones y energía. (Baygan, 2002).

Consecuentemente, un cambio en una normativa que limita la entrada a determinado tipo de inversores, puede afectar la oferta de fondos que puede así cambiar de forma radical ante el nuevo marco normativo.

- **El crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB).**

Gompers y Lerner (1998a) citan que el nivel general de salud de la economía es otro de los factores que pueden afectar a la actividad general de capital riesgo y a la oferta de fondos. Si la economía crece, se generarán más oportunidades de negocio en general, lo que redundará en mayores aportaciones de fondos a capital riesgo para acometer esas oportunidades. Los autores constatan que un incremento en el crecimiento del PIB tiene un efecto positivo en la captación de fondos.

Jeng y Wells (2000) señalan que las expansiones macroeconómicas llevan a un aumento de empresas emprendedoras y, dado que esto lleva a su vez a un aumento de la demanda de fondos de capital riesgo, concluyen que hay una relación positiva entre la expansión macroeconómica, que miden a través del incremento del PIB, y la inversión en capital riesgo.

Romain y Van Pottelsberghe de la Potterie (2003) concluyen que el aumento de PIB aumenta la actividad de capital riesgo. Pero este efecto queda matizado por el grado de rigidez de los mercados de trabajo, reduciendo el impacto positivo del crecimiento del PIB sobre la actividad de capital riesgo

- **Impuestos sobre las ganancias de capital**

Hay estudios que analizan el impacto de las variaciones en el Impuesto sobre ganancias de capital sobre la oferta de fondos. Gompers y Lerner (1998a) demostraron la relación

negativa entre los impuestos sobre ganancias de capital y la oferta de fondos para capital riesgo en EE.UU., sobre una muestra amplia. Y ese efecto, concluyen, aparece por el lado de la demanda, puesto que las aportaciones de fondos que más aumentaron tras los cambios en los tipos impositivos fueron los de los fondos de pensiones exentos de impuestos. Posteriormente los mismos autores, Gompers y Lerner (2001a), revisaron de nuevo este aspecto, y concluyen que dado que los que perciben esas ganancias de capital eran mayoritariamente entidades exentas de impuestos, solo cabe pensar que la mayor afluencia de fondos a capital riesgo se produjo por un incremento de la demanda al haber más personas que decidieron convertirse en empresarios por la existencia de un entorno fiscal más favorable para la actividad empresarial y las ganancias de capital, manteniéndose, probablemente, igual la imposición sobre el trabajo.

- **Existencia de mercados para operaciones de Oferta Pública Inicial (O.P.I.).**

Las inversiones de capital riesgo se producen, generalmente, en empresas que no cotizan en mercados organizados. La salida a cotización es una de las salidas típicas del inversor de capital riesgo, aunque en ocasiones no pueden vender su participación hasta después de pasado un plazo desde la salida a mercado, para evitar afectar a la cotización y como garantía de cara a los nuevos inversores.

Siendo el capital riesgo un tipo de inversión que se caracteriza por la falta de liquidez y un largo plazo hasta materializar la plusvalía, parece razonable pensar que los inversores podrían estar preocupados por la liquidez y, por tanto, valorar favorablemente las posibilidades de salida al mercado, o bien que los instrumentos de capital riesgo fueran transmisibles (las participaciones en fondos, acciones en sociedades de capital riesgo, etc.).

Existen estudios que explican cómo las salidas a Bolsa (las operaciones O.P.I. u oferta pública inicial) que se producen en un mercado financiero son un importante indicador de las expectativas de evolución de capital riesgo en una economía. Entre otros, Jeng y Wells (2000), presentaron un estudio en el cual se analizó para 21 países y para un período de 10 años, la importancia de las O.P.I. como indicador más relevante de la

inversión en capital riesgo. Ni el valor del Producto Interior Bruto ni el crecimiento de la tasa de capitalización bursátil en los países estudiados ni las políticas gubernamentales demostraron tener un impacto tan importante en la inversión en capital riesgo como el número de O.P.I. cerradas en el mercado, especialmente en inversiones en capital riesgo en etapas más avanzadas de desarrollo de la empresa. No obstante, los autores matizan que el impacto no es homogéneo para todos los tipos de capital riesgo. Las O.P.I., argumentan, no tienen efecto en inversiones en empresas en fases iniciales y si lo tienen en inversiones en fases más avanzadas. El capital riesgo financiado por el sector público es menos sensible a la variable de las O.P.I. que el privado.

Martí Pellón y Balboa (2005) también constataron la relación positiva entre las desinversiones a través de OPI y el volumen de fondos obtenidos, para una muestra de empresas españolas, lo que consideran consistente con el hecho de que es el mecanismo de salida más rentable.

Según Black y Gilson (1998), existe una correlación positiva en EE.UU. entre la variable fondos aportados para el negocio de capital riesgo en el año $X + 1$ respecto al número de O.P.I. de empresas financiadas por capital riesgo en el año anterior. Los mismos autores, que estudiaron los sistemas bancarios y los mercados de valores de diversos países, identificaron que la clave de la ventaja competitiva de la industria de capital riesgo en EE.UU. es la existencia de un mercado de capitales muy desarrollado para operaciones O.P.I. La existencia de una economía centrada en los mercados de capitales, que facilita las salidas a cotización de empresas pequeñas financiadas por capital riesgo, es una condición para que exista un sector importante de capital riesgo. Evidencian la existencia de un nexo de unión entre el mercado de acciones y el mercado de capital riesgo. Indican igualmente que el hecho de que exista la posibilidad de que la empresa financiada salga al mercado por una O.P.I. hace que los oferentes entren en un contrato implícito con la empresa respecto al control futuro de la misma, cosa que no ocurre en un mercado más dominado por los bancos y menos dirigido a los mercados de capitales. Ponen a los EE.UU. como ejemplo de mercado de capitales

centrado en el mercado de valores y a Alemania y Japón como ejemplo de mercado de capitales centrado en bancos.

Acerca de Alemania, a este respecto, existe un trabajo de Dittmann, Maug y Kemper (2002) en que se describe el lanzamiento definitivo de la actividad de capital riesgo en Alemania solamente tras romper ésta los lazos de la banca comercial tradicional. Este proceso coincidió con la creación en marzo de 1997 del *Neuer Market* para la cotización de empresas jóvenes dentro de la Bolsa alemana. Desde su creación, hasta finales de 2000, más de 300 empresas salieron a cotizar en el mercado, lo que supuso un récord en la economía alemana desde la Segunda Guerra Mundial.

- **El carácter cíclico y liquidativo de la actividad, especialmente en los casos en que se gestionan como Fondos.**

Los recursos obtenidos, incorporada la eventual plusvalía conseguida, se devuelven al inversor final. De acuerdo con Gompers y Lerner (2002), si generalmente se comenta la importancia de la actividad económica derivada de la actividad de capital riesgo, el carácter cíclico de esta actividad podría tener un efecto poco estable en la innovación en aquellas economías en que capital riesgo tiene un peso importante.

- **Capitalización de mercado y rendimiento del mercado**

Jeng y Wells (2000) consideran que los aumentos en el valor de la capitalización de mercado crean un entorno más favorable para los inversores en general y, por tanto, debería ser acompañado por una mayor oferta de fondos para inversiones de capital riesgo.

Gompers y Lerner (1998 a) indican que la rentabilidad de los mercados de capitales tienen efecto sobre la oferta de fondos para capital riesgo, como *proxy* indicador de mayores oportunidades de inversión.

Allen y Song (2003) hacen un estudio empírico en un conjunto de países, en el que concluyen que el nivel de desarrollo económico, medido por el PIB *per capita*, está positivamente relacionado con el nivel de inversiones de capital riesgo. El crecimiento

pasado del PIB no afecta al nivel de inversiones en capital riesgo, pero el volumen de la capitalización de mercado, como porcentaje del PIB, afecta positivamente. Las razones que los mismos autores citan para explicar este efecto son que provee una salida más fácil para las operaciones de capital riesgo, una mejor perspectiva económica del país o una estructura financiera más desarrollada como resultado de una mejor protección al inversor, fruto de distintas medidas de gobernabilidad.

- **Cultura de transparencia y fiabilidad en la información a terceros.**

Distintos autores citan los desfases o *gap* de información que se produce entre los empresarios y los inversores en general y cómo inversores especializados como capital riesgo pueden reducir ese *gap* con un análisis detallado previo a la adquisición y un seguimiento a posteriori. En este contexto, el factor de la calidad y fiabilidad de la información ofrecida por la empresa adquiere gran importancia.

Jeng y Wells (2000) inciden en que, dado que las pequeñas empresas en fases iniciales son proyectos arriesgados, la asimetría de información puede reducirse si el país en que opera la empresa tiene normas contables estrictas. La falta de información precisa sobre la empresa puede redundar en que se establezca una mayor prima de riesgo al precio de compra. Relacionan esta variable con la oferta de fondos de manera directa, en tanto que mejores estándares contables significan más oferta de fondos.

Martí Pellón (2002) incluye el grado de confianza que se tenga en los procedimientos e información contable entre los principales factores que han sido estudiados en la literatura, como determinantes de los fondos que se comprometen para capital riesgo.

Leeds y Sunderland (2003), citan como elemento de desequilibrio la fiabilidad, oportunidad y transparencia de la información operativa y financiera ofrecida a los inversores y la disponibilidad de los directivos para ser sometidos a un cierto grado de control por parte de terceras personas. Si bien las relaciones entre los directivos de las empresas y los inversores siempre tienen una cierta dosis de dificultad, si el marco legal o de gobernabilidad de la empresa no es fuerte y claro, la situación se agrava.

- **Reputación y habilidad de la empresa de capital riesgo y sus directivos.**

Black y Gilson (1998) indican que los oferentes de fondos necesitan una forma de evaluar la habilidad de los gestores de la entidad de capital riesgo antes de decidir a quien cederle sus fondos en gestión.

Para Gompers y Lerner (1998 a) la reputación, medida bajo distintos indicadores, puede ser importante para la captación de fondos para entidades concretas, es un factor que no afecta a la industria en su conjunto. Para medir la reputación se puede tomar como variable el número de años que lleva la firma establecida y capital total gestionado (como medida de volumen). Sus regresiones definen un importantísimo efecto de la reputación sobre la captación de recursos tanto en número de fondos creados como en tamaño de los mismos.

Martí Pellón (2002) señala que cuanto más prolongada sea la antigüedad de la entidad de capital riesgo, mayor será la información disponible en relación con la calidad de sus gestores.

Martí Pellón y Balboa (2005) estudian cuáles son los factores que determinan qué operador tendrá éxito en atraer el interés de los inversores para conseguir recursos con los que crear nuevos fondos y que éste éxito se generará basado en la reputación, la cual, en mercados desarrollados, estará basada en los resultados anteriores (Rosenstein et al., 1990).

Sin embargo, en mercados con poco recorrido temporal, no existe un historial de resultados. Sus conclusiones, para una muestra de operaciones realizadas en España entre 1991 y 2001, son que el volumen de fondos invertido un año tiene impacto positivo en la cantidad de fondos que se obtendrán el año siguiente, pero a medida que aumenta el número de empresas en cartera por entidad de capital riesgo disminuye la probabilidad de obtener fondos.

- **Entorno legal que proteja al inversor**

Allen y Song (2003) indican que hay evidencia, a partir de un estudio empírico, del efecto del entorno legal, llegando a la conclusión de que las entidades de capital riesgo están más preocupadas por el nivel de desarrollo de los derechos propios de los acreedores que de los accionistas y que por tanto, en los países donde estos derechos están más desarrollados, está también más desarrollada la actividad de capital riesgo.

3.2. Resumen de las características de la oferta de fondos en el mercado español

En el curso del trabajo realizado para la preparación de este informe, se ha contactado de manera informal con distintas entidades que ofrecen fondos para inversores y Pymes y se ha realizado un breve resumen de las características de los requisitos que suelen pedir a las firmas que solicitan su financiación, para definir las más habituales o patrón inversor más habitual.

Se han clasificado los requisitos solicitados en dos grupos:

- Requisitos formales
- Requisitos económicos
- Requisitos formales
 - Elaborar los planes de negocio o planes de expansión por escrito
 - Experiencia profesional amplia de sus directivos o gerentes
 - Elaboración de auditorías o disposición a realizarlas
 - Disposición a ceder participación en el control de la empresa
 - Plazo de cesión de los fondos
 - Instrumento en que se materializa la cesión de fondos

- Requisitos económicos

- Adecuación del importe demandado por la empresa a la política de riesgos del financiador, la cual suele estar basada en volúmenes de facturación, solvencia, calidad del producto o sector en que trabaja la empresa, uso o destino de los fondos, carácter más o menos tecnológico de la empresa, etc
- Aceptación de la entrega escalonada de fondos o coinversión
- Empresa en fase expansiva

Se procedió a analizar los requisitos solicitados por una muestra de entidades de financiación, tanto a nivel formal como informal. Los resultados que con más frecuencia se obtuvieron señalan lo siguiente, respecto a los dos tipos de requisitos.

- REQUISITOS FORMALES

- Elaboración de planes de negocio escritos
- Disponer de un equipo directivo experto. Capital humano elevado.
- Disponer de una estrategia bien definida
- Contar con productos innovadores y con proyección en el mercado. Con frecuencia muestran interés en sectores vinculados a la tecnología o están dispuestos a valorar esa opción de manera preferente.
- Proyectos que generen un importante valor añadido.
- Tener el centro principal de decisión ubicado en España
- Disponer de medios de protección de la propiedad intelectual y/o industrial
- Financiación a través de capital o de préstamos participativos
- Con frecuencia señalan desear solo participaciones minoritarias. En algún caso, las entidades de financiación citan que como máximo aportarán lo mismo que haya aportado el empresario o emprendedor.
- Los períodos de inversión varían. Algunas entidades lo dejan abierto señalando que dependerá del proyecto. Los inversores ángeles suelen marcarlo más definitivamente entre 3 y 5 años.
- Suelen señalar si están dispuestos o no a que haya más de una entidad de financiación en el proyecto.

- REQUISITOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
 - Activo circulante mayor que pasivo circulante (en definitiva, no tener problemas de liquidez)
 - Sin caídas de ingresos por ventas en los últimos 3 años
 - Beneficio neto positivo
 - En ocasiones, se fija un tope máximo de facturación de la empresa financiada
 - Amplia variedad en cuanto a la cantidad a invertir, dependiendo tanto de la situación de la empresa a financiar como del tamaño de la entidad de financiación. Las entidades vinculadas a Entidades Financieras (la Caixa capital crecimiento y FCR Banesto, por ejemplo) buscan proyectos de un mínimo de inversión de 500.000 euros, llegando la Caixa hasta 3 millones de euros. Se suele también fijar topes máximos. En las entidades de inversión tipo inversores ángeles, los importes son significativamente menores, citándose cifras entre 25.000 y 1.000.000, aunque dejando abierta la posibilidad de coinversiones que permitieran superar esa cifra.

4. DEMANDA DE FONDOS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES ESPAÑOLAS

4.1. Introducción: algunos datos sobre la situación de la Pyme española

Como ya se ha comentado en la presentación de este estudio, de acuerdo con el Directorio Central de Empresas (DIRCE) que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE), a 1 de enero de 2005, las Pymes españolas sumaban un total de 3.056.391, lo que supone un 99,87% del total de empresas que conforman el censo total, excluidas la agricultura y la pesca.

Antes de estudiar las tendencias que presenta la demanda de fondos de financiación en las Pymes españolas, objeto de este capítulo, se va a centrar en este inicio la cuestión del estado actual de dichas Pymes, en los aspectos más importantes.

Como se muestra en el siguiente cuadro, del censo total de 3.060.409 empresas a final de 2004, solamente un 0,13% de las mismas tenía 250 o más empleados, ascendiendo a la cifra ya citada de 3.056.391 las que corresponden a la categoría de Pymes según este criterio, aplicado por la Dirección General de Pymes del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Destaca el elevado porcentaje de empresas, un 51,37% que no tienen empleados asalariados.

*Distribución de la muestra por sectores económicos
(número de empresas y porcentaje)*

Sin asalariados	Micro-empresas 0-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y más	Total
1.572.256	2.877.783	155.984	22.624	3.056.391	4.018	3.060.409
51,37	94,03	5,10	0,73	99,87	0,13	100

Fuente: INE, DIRCE 2005

Con datos referidos a 2004, se observa el importante peso del apartado resto de servicios en el total de empresas, tanto Pymes como grandes. A continuación aparece la categoría de Pymes dedicadas al comercio, que representan el 27,42% del total, seguida de la construcción con un 13,62%. La industria representa un 8,08% del total del número de empresas.

***Distribución de las Pymes por los distintos tipos de sectores productivos
(número de empresas y porcentaje sobre el total)***

Industria	Construcción	Comercio	Resto de servicios	Total
247.320	416.844	839.192	1.557.053	3.060.409
8,08	13,62	27,42	50,88	100

Fuente: INE, DIRCE 2005

En el siguiente cuadro se presentan algunos indicadores que muestran el peso específico de las Pymes en el total de la economía española. El cuadro muestra que en España existen 6,94 Pymes por cada 100 habitantes, 14,47 Pymes por cada 100 personas activas, 0,4 Pymes por cada 100.000 habitantes y 6,01 Pymes por cada Km².

Algunos indicadores para la valoración del peso de las Pymes en la economía española (distintas unidades de medida)

PYME per cápita (100 habitantes)	PYME por activo (por 100 activos)	PYME por Ocupado (100 ocupados)	PYME en relación con PIB (por cada 100.000 unidades €)	PYME por Km²
6,94	14,47	15,85	0,40	6,01

Fuente: INE, DIRCE 2005

Otro dato interesante puede ser valorar la tasa de natalidad y mortalidad de empresas en España y compararla con la de Europa. En este sentido, las cifras muestran una tasa neta de creación de empresas en España casi el doble de la europea, fruto de una natalidad muy superior a la del resto del continente y una mortalidad casi igual.

Tasas comparativas de natalidad y mortalidad empresarial en España y la Unión Europea (porcentaje)

España / Unión Europea	Tasa de natalidad (%)	Tasa de mortalidad (%)	Tasa neta (%)
ESPAÑA	9,1	7,2	1,9
UNIÓN EUROPEA	8,3	7,3	1,0

Fuente: INE, DIRCE 2005

En el siguiente cuadro, se observa la distribución de empresas por Comunidad Autónoma y tamaño de las mismas. Las categorías son: microempresas sin empleados, microempresas con empleados, pequeñas, medianas y grandes.

A nivel absoluto, destaca el número de empresas sobre el total español con que cuentan las Comunidades de Cataluña (18,51%), Andalucía (15,16%), Madrid (14,89%) y Comunidad Valenciana (10,75%). Entre estas cuatro regiones suman casi el 60% del total de empresas.

Sin embargo se observan diferencias en los pesos específicos de los distintos tamaños de empresa. Así, Madrid dispone el 31,76% de las empresas grandes, seguida de Cataluña con un 20,91%, Andalucía con el 9,03% y la Comunidad Valenciana con un 7,96%.

En el resto de los tamaños de empresa no se observan diferencias muy significativas respecto a los totales generales por Comunidad Autónoma.

**Distribución de las empresas por Comunidades Autónomas
(número de empresas)**

COMUNIDADES AUTÓNOMAS	TOTAL	MICRO SIN	MICRO CON	PEQUEÑAS	MEDIANAS	GRANDES
TOTAL NACIONAL	3.060.405	1.572.256	1.305.527	155.984	22.624	4.018
Andalucía	463.872	239.659	198.476	22.398	2.976	363
Aragón	89.907	46.011	38.662	4.542	591	101
Asturias	68.063	35.280	29.493	2.846	373	71
Baleares	86.950	44.337	37.996	4.079	480	88
Canarias	127.850	62.399	57.627	6.616	1.059	149
Cantabria	36.475	17.906	16.511	1.781	245	32
Castilla-La Mancha	118.284	59.991	51.719	5.916	597	61
Castilla y León	159.056	83.031	68.298	6.797	828	102
Cataluña	566.354	292.943	236.593	31.341	4.637	840
C. Valenciana	329.121	160.049	147.715	18.572	2.465	320
Extremadura	61.756	33.989	25.030	2.417	293	29
Galicia	185.557	91.610	84.372	8.401	1.013	161
Madrid	455.561	251.036	176.194	22.666	4.389	1.276
Murcia	85.020	39.976	39.005	5.279	659	101
Navarra	40.646	21.949	15.822	2.371	436	68
País Vasco	156.992	77.261	69.626	8.465	1.397	243
Rioja	21.554	10.804	9.357	1.233	150	10
Ceuta y Melilla	7.389	4.025	3.061	264	36	3

A continuación se refleja el mismo cuadro en porcentaje sobre el total de número de empresas, por cada Comunidad Autónoma y tipo de empresa.

**Distribución de las empresas por Comunidades Autónomas
(porcentaje)**

COMUNIDADES AUTÓNOMAS	TOTAL	MICRO SIN	MICRO CON	PEQUEÑAS	MEDIANAS	GRANDES
TOTAL NACIONAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Andalucía	15,2%	15,2%	15,2%	14,4%	13,2%	9,0%
Aragón	2,9%	2,9%	3,0%	2,9%	2,6%	2,5%
Asturias	2,2%	2,2%	2,3%	1,8%	1,6%	1,8%
Baleares	2,8%	2,8%	2,9%	2,6%	2,1%	2,2%
Canarias	4,2%	4,0%	4,4%	4,2%	4,7%	3,7%
Cantabria	1,2%	1,1%	1,3%	1,1%	1,1%	0,8%
Castilla-La Mancha	3,9%	3,8%	4,0%	3,8%	2,6%	1,5%
Castilla y León	5,2%	5,3%	5,2%	4,4%	3,7%	2,5%
Cataluña	18,5%	18,6%	18,1%	20,1%	20,5%	20,9%
C. Valenciana	10,8%	10,2%	11,3%	11,9%	10,9%	8,0%
Extremadura	2,0%	2,2%	1,9%	1,5%	1,3%	0,7%
Galicia	6,1%	5,8%	6,5%	5,4%	4,5%	4,0%
Madrid	14,9%	16,0%	13,5%	14,5%	19,4%	31,8%
Murcia	2,8%	2,5%	3,0%	3,4%	2,9%	2,5%
Navarra	1,3%	1,4%	1,2%	1,5%	1,9%	1,7%
País Vasco	5,1%	4,9%	5,3%	5,4%	6,2%	6,0%
Rioja	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,7%	0,2%
Ceuta y Melilla	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%

Fuente: DIRCE, INE, 2004

En cuanto al número de empresas en relación con la población de cada Comunidad Autónoma, se observa más abajo que las zonas con mayor peso son Baleares con 91,04 empresas por 1.000 habitantes, seguida de Cataluña (83,12), Madrid (78,48), País Vasco (74,22), Rioja (73,42), Comunidad Valenciana (72,44) y Aragón (71,95).

Destaca, por tanto, la mayor concentración empresarial por habitante, frente a la observada a nivel total, en Baleares, País Vasco, Aragón y Rioja.

***Número de empresas en términos de población por Comunidades Autónomas
(número de empresas por número de habitantes)***

COMUNIDADES AUTÓNOMAS	TOTAL	MICRO SIN	MICRO CON	PEQUEÑAS	MEDIANAS	GRANDES
Empresas por nº habitantes	1.000	1.000	1.000	1.000	10.000	100.000
TOTAL NACIONAL	70,85	36,40	30,22	3,61	5,24	9,30
Andalucía	60,34	31,18	25,82	2,91	3,87	4,72
Aragón	71,95	36,82	30,94	3,63	4,73	8,08
Asturias	63,39	32,86	27,47	2,65	3,47	6,61
Baleares	91,04	46,42	39,75	4,27	5,03	9,21
Canarias	66,74	32,58	30,08	3,45	5,53	7,78
Cantabria	65,75	32,28	29,76	3,21	4,42	5,77
Castilla-La Mancha	63,98	32,45	27,97	3,20	3,23	3,30
Castilla y León	63,78	33,29	27,39	2,73	3,32	4,09
Cataluña	83,12	43,00	34,73	4,60	6,81	12,33
C. Valenciana	72,44	35,23	32,51	4,09	5,43	7,04
Extremadura	57,43	31,62	23,28	2,25	2,72	2,70
Galicia	67,45	33,30	30,67	3,05	3,68	5,85
Madrid	78,48	43,25	30,35	3,90	7,56	21,98
Murcia	65,67	30,88	30,13	4,08	5,09	7,80
Navarra	69,51	37,54	27,06	4,05	7,46	11,63
País Vasco	74,22	36,53	32,92	4,00	6,60	11,49
Rioja	73,42	36,80	31,87	4,20	5,11	3,41
Ceuta y Melilla	51,79	28,21	21,46	1,85	2,52	2,10

En el siguiente cuadro se detallan las cuatro Comunidades Autónomas con mayor porcentaje de empresas para distintas industrias. Los totales generales coinciden con los analizados anteriormente.

De las 14 categorías en las que se han dividido las empresas, en 8 Cataluña es la primera región que dispone del mayor porcentaje de empresas, mientras que el resto se reparte en 3 en Andalucía, 2 Madrid y 1 la Comunidad Valenciana.

**Comunidades Autónomas con mayor proporción de empresa, por actividades
(número de empresas por habitantes)**

	1ª región	2ª región	3ª región	4ª región
TOTAL	Cataluña	Andalucía	Madrid	C.Valenciana
Industrias extractivas	Andalucía	Galicia	Cast.y León	C.Valenciana
Manufacturas tradicionales	Cataluña	Andalucía	C.Valenciana	Madrid
Manufacturas intermedias	Cataluña	C.Valenciana	Andalucía	Madrid
Manufacturas avanzadas	Cataluña	Madrid	Andalucía	C.Valenciana
Producción y distribución de energía eléctrica, gas agua	C.Valenciana	Cataluña	Andalucía	Madrid
Construcción	Cataluña	Madrid	Andalucía	C.Valenciana
Comercio y reparación vehículos motor	Andalucía	Cataluña	Madrid	C.Valenciana
Hostelería	Andalucía	Cataluña	Madrid	C.Valenciana
Transporte,almacenamiento, comunicaciones	Cataluña	Madrid	Andalucía	C.Valenciana
Intermediación financiera	Cataluña	Madrid	Andalucía	C.Valenciana
Inmobiliarias, Alquiler y servicios empresariales	Madrid	Cataluña	Andalucía	C.Valenciana
Educación	Madrid	Cataluña	Andalucía	C.Valenciana
Act. sanitarias, veterinarias y servicio social	Cataluña	Madrid	Andalucía	C.Valenciana
Otros servicios a la comunidad	Cataluña	Madrid	Andalucía	C.Valenciana

Fuente: DIRCE, INE, 2004

4.2. Demanda de fondos de las Pymes y los emprendedores: determinantes

La demanda de fondos de financiación por parte de las empresas en general viene afectada por una serie de factores que se han mencionado con frecuencia en la literatura especializada.

Entre estos factores, se pueden citar los siguientes:

- **La carga administrativa sobre la constitución y desarrollo de actividades empresariales.**

La normativa de constitución de sociedades puede llegar a ser tan burocrática y absorbente en algunos países que desfavorezca en general la actividad empresarial y en particular la actividad de capital riesgo.

Baygan y Freudenberg (2000) indican que los procedimientos para el establecimiento de negocios afectan tanto al número de nuevas empresas como al desarrollo de las empresas de capital riesgo. Igualmente citan que, una vez constituidas, las empresas pequeñas a veces son desproporcionadamente abrumadas con normativas de obligado cumplimiento que hacen difícil su marcha. Y esto se produce porque hay muchos requisitos legales que tienen la naturaleza de costes o cargas fijas, con lo cual el coste de cumplirlas, por empleado, es bajo en empresas grandes y desproporcionado en las pequeñas.

La OCDE (2002) analiza las barreras para los emprendedores en los países miembros, y concluye que son bajas en Reino Unido, Canadá, Australia y Nueva Zelanda y altas en Japón, Francia e Italia.

En lo relativo a España, cabe destacar los esfuerzos realizados en los últimos años para conseguir favorecer y facilitar la creación de empresas por parte de las Administraciones Públicas. En esta línea, actualmente los trámites para constituir algunos tipos de Pymes en España se han simplificado mucho, pudiendo realizarse de manera telemática.

Además de han creado los llamados Puntos de Asesoramiento e Inicio de Tramitación (PAIT), que son oficinas dependientes de las Administraciones Públicas y entidades públicas y privadas así como de colegios profesionales, organizaciones empresariales y Cámaras de Comercio. El PAIT tiene las misiones de prestar servicios de información y asesoramiento a los emprendedores en la definición y tramitación de su proyecto de

empresa, así como durante los primeros años de actividad de la sociedad limitada Nueva Empresa y también iniciar el trámite administrativo de constitución de la sociedad a través del Documento Único Electrónico (DUE), que se registra de manera telemática.

- **Legislación y flexibilidad de los mercados laborales**

Algunos autores han estudiado un elemento que puede favorecer la actividad de capital riesgo: los entornos con menos rigideces a nivel laboral y normativa más flexible para la empresa. Black y Gilson (1998) indican que países como Alemania y Japón con mercados laborales más regulados, de forma más rígida, tienen una menor actividad de capital riesgo, en términos porcentuales, que EE.UU. y el Reino Unido, que cuentan con mercados de trabajo más flexibles.

Jeng y Wells (2000) señalan que la rigidez en el mercado de trabajo es un obstáculo para el crecimiento de capital riesgo. Citando el trabajo de Sahlman (1990), señalan cómo países como Alemania o Japón presentan mercados laborales más rígidos. Citan el caso de Japón, donde dejar una compañía no solo es un acto considerado poco honorable, sino que se pierden derechos de antigüedad muy valiosos y, en caso de éxito en el nuevo proyecto empresarial, cierran las puertas del trabajador hacia nuevos empleos. Establecen que la relación de ésta variable sería tal que la rigidez del mercado laboral impacta a la demanda de fondos de capital riesgo de forma negativa: cuanto mayor la rigidez del mercado de trabajo, habrá menos demanda de fondos para capital riesgo. Citan, no obstante, que no afecta globalmente al sector, pero si afecta negativamente a las inversiones en empresas en fase inicial de desarrollo.

Dossani y Kenney (2002) indican que un aspecto fundamental para el desarrollo de la actividad de capital riesgo es el de que haya un mercado laboral flexible y dotado con directivos de máxima calidad y personal tecnológico suficientes como para cubrir las necesidades de firmas en crecimiento.

- **Entorno de tipos de interés**

De acuerdo con Gompers y Lerner (1998 a), el entorno de tipos de interés afecta a la demanda de capital riesgo. Si los tipos de interés en la economía suben, en principio subirá la demanda de fondos de capital riesgo por encarecerse los recursos ajenos. Y este aumento de la demanda puede llevar a una mayor cantidad de capital riesgo aportado en la economía.

Romain y Van Pottelsberghe de la Potterie (2003) en un estudio empírico de panel sobre 16 países de la OCDE entre 1990 y 1998 concluyen que los tipos de interés a corto plazo (un año) afectan a la demanda de fondos de capital riesgo más que a la oferta. Mientras que los tipos de interés a corto plazo influyen positivamente en el nivel de actividad de capital riesgo a través de un importante efecto en la demanda, la diferencia entre los tipos de interés a corto y a largo plazo tiene el efecto contrario, a través de un fuerte efecto por el lado de la oferta. Los tipos de interés a largo plazo no afectan significativamente el nivel de equilibrio de capital riesgo.

- **Protección de los derechos de propiedad intelectual.**

Baygan y Freudenberg (2000) indican que los regímenes y procedimientos de los derechos de propiedad intelectual juegan un papel importante en la supervivencia y crecimiento de una empresa, dado que en empresas en estadios iniciales y de base tecnológica, los derechos de propiedad intelectual son en muchas ocasiones el único activo, por lo que obtener los beneficios de su innovación es un determinante crítico de su éxito. Por ello, para estas firmas, es vital un sistema legal que refuerce los derechos de propiedad intelectual, sin los costosos y lentos sistemas habituales en muchos países, además de los costes de mantenimiento y de defensa ante demandas.

4.3. Estudio de las tendencias de la demanda de fondos en las Pymes españolas en fase de consolidación

4.3.1. Descripción del estudio realizado

Se realizó un muestreo entre empresas en fase de consolidación, con las características que se describen a continuación, a las que se realizó una encuesta.

Universo

Empresas de 10 a 200 empleados, de más de 3 y menos de 10 años de vida, que tengan beneficios el último año y con un plan de expansión que requiera recursos financieros externos (deuda o capital) durante los 3 próximos años. En definitiva, la muestra trata de orientarse a empresas en fase de consolidación

Ámbito geográfico

Se seleccionaron empresas de las provincias de Madrid, Barcelona, Sevilla, Valencia y Vizcaya por ser las que cuentan con un mayor tejido productivo y ser de las que acumulan un mayor porcentaje del PIB.

Muestra

200 empresas

Persona entrevistada

Director General/ Gerente, Director de Administración, Director Financiero

Selección

Aleatoria, a partir de sectores varios producción y servicios

La relación de sectores incluidos en el estudio es:

SECTOR DE ACTIVIDAD DE LA EMPRESA

Industria Química

Fabricación de otros productos minerales no metálicos

Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo

Industria de la construcción de maquinaria y equipo mecánico

Fabricación de maquinaria y material electrónico

Fabricación de equipo e instrumentos médico-quirúrgicos, de precisión, óptica y relojería

Fabricación de vehículos de motor, remolques y semi-remolques

Fabricación de muebles; otras industrias manufactureras

Hostelería

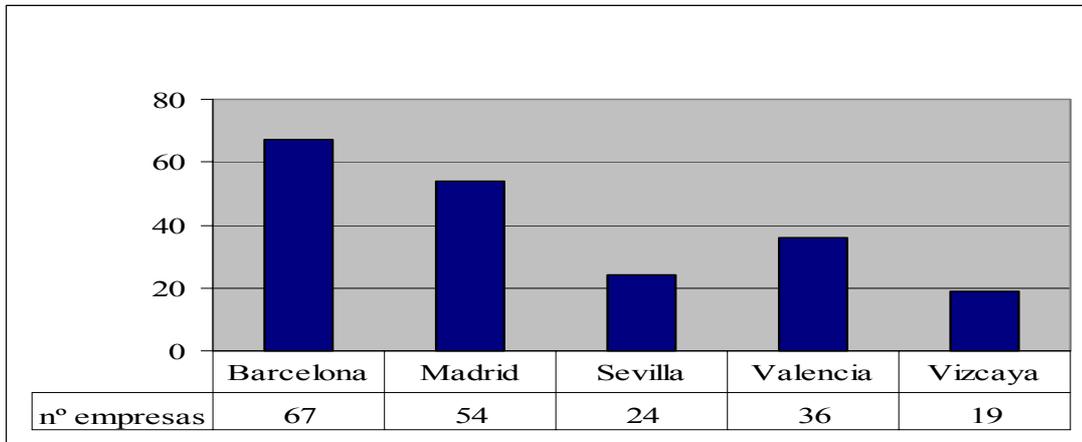
Investigación y desarrollo

Por ello, se buscaron empresas creadas entre 1995 y 2003 y con planes de inversión y expansión en los próximos 3 años. Es decir, empresas de creación no muy reciente (más de 3 años de antigüedad) ni muy consolidadas (menos de 10 años) y que sin embargo sigan creciendo.

4.3.2. Características de la muestra

Como se aprecia en el gráfico siguiente, más del 50% de las empresas encuestadas se encuentran en el área mediterránea, especialmente en la provincia de Barcelona (33,5% de la muestra). Madrid, con el 27%, se mantiene como la segunda provincia con mayor número de empresas encuestadas.

Distribución de la muestra por provincia de origen (número de empresas)



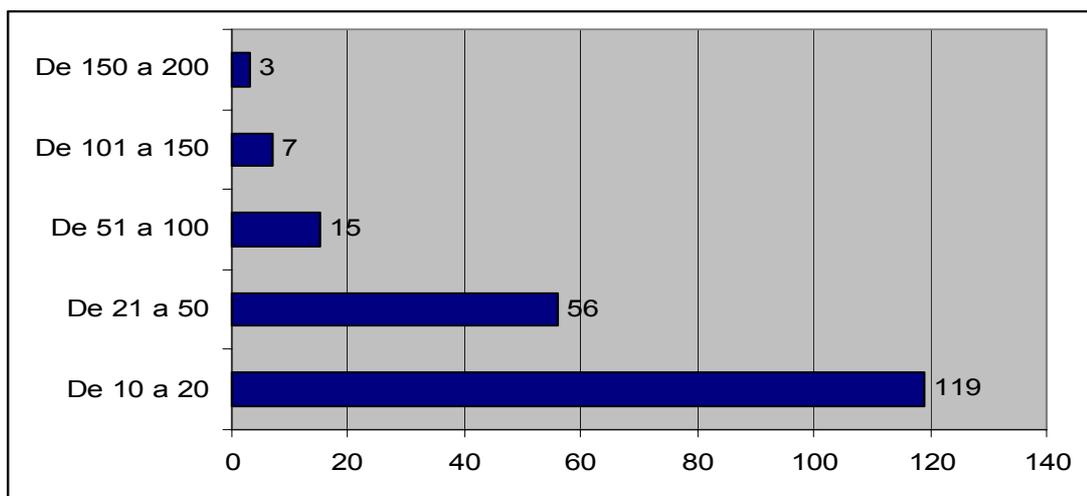
Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006.

En cuanto al número de empleados en las empresas de la muestra, se observa la distribución que aparece en el siguiente gráfico.

Predominan las empresas entre 10 y 20 empleados (59,5%). Las empresas de menos de 50 empleados son en total el 87,5% de la muestra.

Solo 10 empresas del total de la muestra superan los 100 empleados.

Distribución de la muestra por número de empleados (número de empresas)



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006.

En el siguiente gráfico se analiza la composición de la muestra por sectores económicos de acuerdo con la CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas).

Los sectores se eligieron en función de la intención de conseguir una muestra de empresas potencialmente en fase de consolidación y, por tanto, de sectores con ciertas posibilidades de crecimiento.

Se observa cómo predomina la fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo (32,5%), hostelería (16,5%) y la industria de la construcción de maquinaria y equipo metálico (11,5%).

***Distribución de la muestra por sectores económicos
(número de empresas y porcentaje)***

SECTOR DE ACTIVIDAD DE LA EMPRESA	EMPRESAS	PORCENTAJE
Industria Química	22	11%
Fabricación de otros productos minerales no metálicos	13	6,5%
Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	65	32,5%
Industria de la construcción de maquinaria y equipo mecánico	23	11,5%
Fabricación de maquinaria y material electrónico	18	9%
Fabricación de equipo e instrumentos médico-quirúrgicos, de precisión, óptica y relojería	4	2%
Fabricación de vehículos de motor, remolques y semi-remolques	2	1%
Fabricación de muebles; otras industrias manufactureras	13	6,5%
Hostelería	33	16,5%
Investigación y desarrollo	7	3,5%
TOTAL	200	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006.

En el siguiente gráfico se observa la distribución por volumen de facturación. Destaca el elevado porcentaje (29%) que señala no saber o no contesta la pregunta, posiblemente producido por el deseo de preservar la confidencialidad sobre un dato que podrían estar considerando como sensible.

No obstante, entre los que si responden, un 21% factura menos de 1 millón de euros y otro 28% entre 1,1 y 2 millones de euros. Eso implica que la mitad de la muestra está por debajo de la barrera de los 2 millones de euros.

***Distribución de la muestra por volumen de facturación
(número de empresas y porcentaje)***

FACTURACIÓN DE LA EMPRESA	EMPRESAS	PORCENTAJE
Menos de 1 millón de euros	41	21%
Entre 1,1 y 2 millones de euros	56	28%
Entre 2,1 y 3 millones de euros	15	7,5%
Entre 3,1 y 5 millones de euros	8	4%
Entre 5,1 y 7 millones de euros	6	3%
Entre 7,1 y 10 millones de euros	3	1,5%
Entre 10,1 y 15 millones de euros	4	2%
Entre 15,1 y 20 millones de euros	4	2%
Más de 20 millones de euros	5	3%
NS/NC	58	29%
TOTAL	200	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006.

En el siguiente cuadro se analiza la distribución de la muestra por antigüedad de la empresa. Dado que se aplicó un filtro, todas las empresas de la muestra han sido creadas entre 1995 y 2003, es decir, tienen una antigüedad entre 10 y 3 años, por considerar que esa característica, entre otras, podría definir el perfil de una empresa en fase de consolidación. Se evitan empresas muy consolidadas o muy incipientes.

**Distribución de la muestra por antigüedad de la empresa
(número de empresas y porcentaje)**

ANTIGÜEDAD DE LA EMPRESA	EMPRESAS	PORCENTAJE
3 años (Creada en 2003)	11	5,5%
4 años (Creada en 2002)	7	3,5%
5 años (Creada en 2001)	13	6,5%
6 años (Creada en 2000)	24	12%
7 años (Creada en 1999)	24	12%
8 años (Creada en 1998)	20	10%
9 años (Creada en 1997)	21	10,5%
10 años (Creada en 1996)	32	16%
11 años (Creada en 1995)	48	24%
TOTAL	200	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006.

4.3.3. Principales resultados obtenidos

En la encuesta se exploraron los principales aspectos que pueden afectar, positiva o negativamente, las relaciones entre la oferta y la demanda de fondos y su coincidencia en cuanto a forma, plazo, materialización, compromisos adicionales que se adquieren, etc.

En concreto, se analizaron dos grandes aspectos:

1. Coincidencia entre los requisitos de demandantes y oferentes

A partir del estudio de las características de la oferta, reflejado en un apartado anterior de este estudio, se trató de analizar hasta qué punto los requisitos de la oferta se cumplían entre las empresas de la muestra, como representativas del tejido empresarial español de empresas en fase de consolidación.

Los principales requisitos de la oferta, ya mencionados en un apartado anterior, se agruparon de la siguiente manera:

- Requisitos formales
 - Elaborar los planes de negocio o planes de expansión por escrito
 - Experiencia profesional amplia de sus directivos o gerentes
 - Elaboración de auditorías o disposición a realizarlas
 - Disposición a ceder participación en el control de la empresa
 - Plazo de cesión de los fondos
 - Instrumento en que se materializa la cesión de fondos

- Requisitos económicos
 - Adecuación del importe demandado por la empresa a la política de riesgos del financiador, la cual suele estar basada en volúmenes de facturación, solvencia, calidad del producto o sector en que trabaja la empresa, uso o destino de los fondos, carácter más o menos tecnológico de la empresa, etc
 - Aceptación de la entrega escalonada de fondos
 - Empresa en fase expansiva

2. Formas de facilitar la conexión entre las empresas demandantes de fondos y los inversores o financiadores

Se preguntó a las empresas de la muestra acerca de sus preferencias sobre cómo entrar en contacto con los posibles financiadores y si estarían dispuestas a participar en reuniones específicas de presentación.

En las próximas páginas se desarrollan las conclusiones del trabajo realizado en estas dos líneas.

Uno de los primeros aspectos que los oferentes de fondos demandan a las empresas que buscan financiación es el de que presenten su proyecto por escrito, que elaboren un plan de negocio detallado sobre el que se pueda valorar y analizar la propuesta.

Por ello, se procedió a preguntar a las empresas de la muestra sobre este aspecto, a fin de conocer si, dado que todas ellas tienen planes de inversión dentro del plazo de los próximos 3 años, habían plasmado por escrito sus proyectos. El resultado es

contundente. Del total de la muestra, solo un 33,5% había preparado un documento de esas características.

Las empresas ubicadas en la provincia de Barcelona superan ligeramente la media de la muestra, con un 38,8% que si realizan documentos escritos o planes de negocio, seguida de Madrid con un 37%. Por debajo de la media, las empresas de Sevilla lo realizan en un 33,3%, Valencia un 22,2% y Vizcaya un 26,3%.

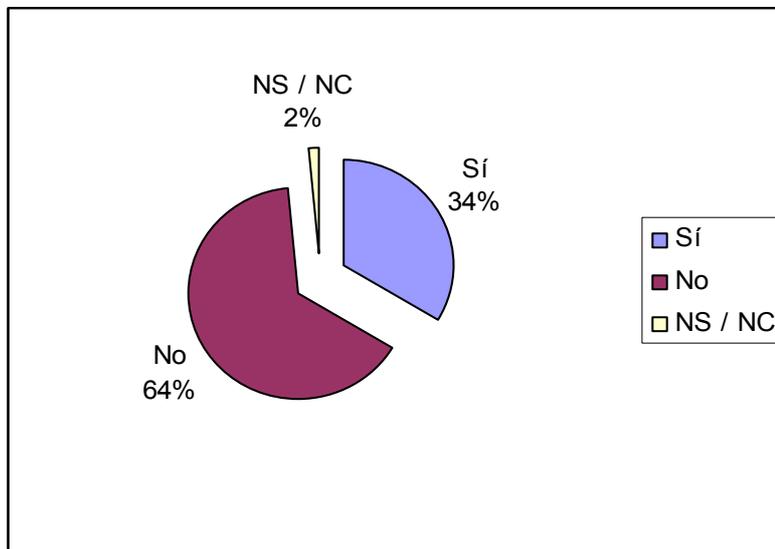
En cuanto a la antigüedad de las empresa, las que tienen 6 años o menos de antigüedad, superan la media con un 40% mientras que las más antiguas están por debajo (31,5%).

Donde si se observa una diferencia importante es en las empresas con mayor cifra de ventas. Entre las que facturan más de 2 millones de euros anuales, un 51,1% realiza planes escritos. Las que facturan entre 1,1 y 2 millones de euros, realizan planes en un 28,6% frente a solamente un 24,4% de las empresas que facturan menos de 1 millón de euros.

En lo relativo al número de empleados, también las mayores, que tienen entre 51 y 200 empleados realizan con mayor frecuencia planes escritos, en un 56% de los casos. Entre 21 y 50 empleados, en un 37,5% y entre 10 y 20 empleados en un 26,9%.

En conclusión, el perfil de la empresa que realiza un plan de negocio detallado para presentar a una entidad financiera sería el de una empresa con más de 50 empleados, que factura más de 2 millones de euros, situada en Barcelona o Madrid y con menos de 6 años de antigüedad. Aún así, el porcentaje de las que lo hacen es significativamente bajo. Este aspecto destaca frente a lo que consta como un requisito habitual de las entidades dispuestas a financiar este tipo de empresas, que suelen solicitar un plan de negocio escrito con detalle de la utilización que la empresa pretende dar a los fondos obtenidos.

**Total de empresas que tienen o no tienen un plan de negocio escrito
(número de empresas y porcentaje)**



Respuesta	Empresas
SI	67
NO	130
NS / NC	3

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006.

Un aspecto importante para valorar la conexión entre oferta y demanda de fondos, y valorar la adecuación entre ambas, es conocer cuáles son los importes que se desea tomar prestado o ceder prestado.

En el siguiente cuadro se observa que las empresas de la muestra se concentran en los tramos inferiores y, por tanto, requieren cantidades relativamente pequeñas para invertir.

El tramo más importante es el de las empresas que desean invertir entre 90.000 y 180.000 euros, con un 61% de las empresas por debajo de 600.000 euros.

**Importe de la inversión prevista en el plazo de 3 años
(número de empresas y porcentaje)**

INVERSION NECESARIA A 3 AÑOS	EMPRESAS	PORCENTAJE
Menos de 90.000 €	29	15%
Entre 90.000 y 180.000 €	44	22%
Entre 180.001 y 360.000 €	24	12%
Entre 360.001 y 600.000 €	24	12%
Entre 600.001 y 1.200.000 €	16	8%
Entre 1.200.001 y 1.800.000 €	6	3%
Entre 1.800.001 y 3.000.000 €	8	4%
Más de 3.000.000 €	8	4%
NS/NC	41	20,5%
TOTAL	200	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

A través del siguiente cuadro, se puede apreciar algunos aspectos interesantes de la distribución por provincias y los deseos de las empresas en cuanto a importes a invertir.

La mayor concentración, para todas las provincias, se centra en importes hasta 360.000 euros.

Destaca el 52,6% de empresas de Vizcaya que dicen no saber o no contestan a la pregunta de cuánto dinero necesitarían para invertir, muy superior al de la siguiente provincia, Valencia, con un 27,8%.

Aparte de este aspecto, destaca el mayor peso de importes intermedios que se aprecia en la provincia de Sevilla.

**Importe de la inversión prevista en el plazo de 3 años por provincia
(porcentaje)**

INVERSION NECESARIA A 3 AÑOS	BARCELONA	MADRID	SEVILLA	VALENCIA	VIZCAYA
Menos de 90.000 €	19,4%	11,1%	8,3%	13,9%	15,8%
Entre 90.000 y 180.000 €	22,4%	24,1%	12,5%	30,6%	10,5%
Entre 180.001 y 360.000 €	13,4%	11,1%	25%	5,6%	5,3%
Entre 360.001 y 600.000 €	9%	13%	20,8%	13,9%	5,3%
Entre 600.001 y 1.200.000 €	9%	7,4%	16,7%	2,8%	5,3%
Entre 1.200.001 y 1.800.000 €	4,5%	5,6%	0%	0%	0%
Entre 1.800.001 y 3.000.000 €	4,5%	7,4%	4,2%	0%	0%
Más de 3.000.000 €	1,5%	5,6%	4,2%	5,6%	5,3%
NS/NC	16,3%	14,8%	8,3%	27,8%	52,6%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En el cuadro siguiente, se observa una relación, predecible, entre importe a invertir y cifra de ventas de las empresas. Se han extraído tres rangos de facturación: empresas que facturan menos de 1 millón de euros, empresas que facturan entre 1,1 y 2 millones de euros y empresas que facturan más de 2 millones de euros.

Se observa que las empresas con mayor volumen de facturación tienen un rango más amplio en cuanto a las cifras que desean invertir, manteniendo un 11% de las mismas, la intención de invertir más de 3 millones de euros. Las empresas que menos facturan, por el contrario, se concentran en las inversiones de menos de 180.000 euros y ninguna de las encuestadas, en este nivel de facturación, mostró interés en invertir más de 1,2 millones de euros.

**Importe de la inversión prevista en el plazo de 3 años por cifra de ventas
(porcentaje)**

INVERSION NECESARIA A 3 AÑOS	Menos 1 M. e.	Entre 1,1 y 2 M. e.	Más de 2 M. e.	NS/NC
Menos de 90.000 €	24,4%	12,5%	13,3%	10,3%
Entre 90.000 y 180.000 €	29,3%	23,2%	13,3%	22,4%
Entre 180.001 y 360.000 €	7,3%	10,7%	22,2%	8,6%
Entre 360.001 y 600.000 €	19,5%	14,3%	4,4%	10,3%
Entre 600.001 y 1.200.000 €	12,2%	7,1%	8,9%	5,2%
Entre 1.200.001 y 1.800.000 €	0%	5,4%	6,7%	0%
Entre 1.800.001 y 3.000.000 €	0%	3,6%	8,9%	3,4%
Más de 3.000.000 €	0%	1,8%	11,1%	3,4%
NS/NC	7,3%	21,4%	11,1%	36,2%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En el siguiente cuadro se muestra la relación entre el importe de la inversión prevista y el número de empleados de las empresas. Como era predecible, las empresas con menor tamaño, bajo el criterio de número de empleados, son también las que esperan invertir menores cantidades en los próximos 3 años.

Las empresas entre 51 y 200 empleados desean invertir más de 3 millones de euros en un 20% de los casos. Se produce, por tanto, la correlación entre tamaño de empresa, por número de empleados, y tamaño de inversión.

**Importe de la inversión prevista en el plazo de 3 años por número de empleados
(porcentaje)**

INVERSION NECESARIA A 3 AÑOS	<u>10-20</u>	<u>21-50</u>	<u>51-200</u>
Menos de 90.000 €	16%	14,3%	8%
Entre 90.000 y 180.000 €	25,2%	21,4%	8%
Entre 180.001 y 360.000 €	10,9%	14,3%	12%
Entre 360.001 y 600.000 €	10,9%	14,3%	12%
Entre 600.001 y 1.200.000 €	10,1%	5,4%	4%
Entre 1.200.001 y 1.800.000 €	2,5%	0%	12%
Entre 1.800.001 y 3.000.000 €	1,7%	5,4%	12%
Más de 3.000.000 €	0,8%	3,6%	20%
NS/NC	21,8%	21,4%	12%
TOTAL	100%	100%	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Otro elemento importante para valorar la adecuación entre las condiciones que exigen los demandantes de fondos y las que ofrecen los oferentes, es el plazo al que se precisa los fondos. Se observa por el análisis de la muestra que un 50% de las empresas, aproximadamente, piensan que podrán devolver los fondos en un plazo máximo de 5 años. Un 10,5% de la muestra indica necesitar más de 10 años para devolver los fondos solicitados.

Destaca que en la provincia de Barcelona, un 46,3% de las empresas esperan devolver los fondos en un plazo entre 3 y 5 años. En ese mismo plazo, que es el más frecuente con un 41% de la muestra total, las empresas valencianas se encontrarían en un 44,4% de los casos. En todas las provincias, éste es el plazo más demandado.

Las empresas de Madrid, con un 18,5% de los casos, y las de Valencia con un 16,7% son las que más demandan fondos a plazos superiores a 10 años.

**Plazo para la devolución de la financiación precisa para invertir
(número de empresas y porcentaje)**

TIEMPO ESTIMADO	EMPRESAS	PORCENTAJE
Entre 1 y 2 años	19	9,5%
Entre 3 y 5 años	82	41%
Entre 6 y 8 años	29	14,5%
Entre 9 y 10 años	17	8,5%
Más de 10 años	21	10,5%
NS/NC	32	16%
TOTAL	200	100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En un nivel más detallado, se contrastan a continuación los plazos deseados y el volumen de facturación. Mientras que en los plazos hay una importante concentración en el tramo entre 3 y 5 años (41% del total), para el total de empresas, a nivel de facturación se observa que las empresas que menos venden, de menos de 1 millón de euros de facturación (y por tanto más pequeñas, bajo ese criterio) tienen mayor concentración en plazos más largos que las empresas que más facturan. Este hallazgo parece consistente con el hecho de que al facturar menos cantidad también su generación de flujos de caja para la devolución de la financiación es menor.

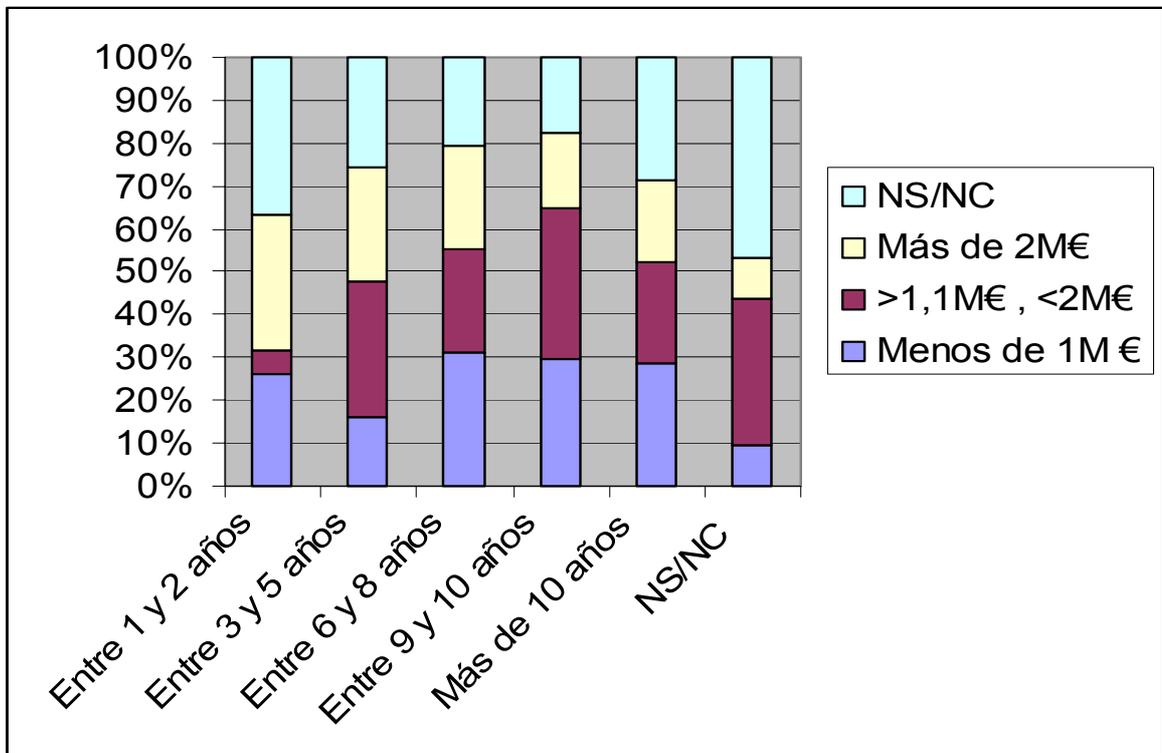
**Desglose del tiempo estimado por cifra de ventas de la empresa
(número de empresas y porcentajes)**

TIEMPO ESTIMADO	Menos de 1M €	Entre 1,1 y 2M€	Más de 2M€	NS/NC	TOTAL	PORCENTAJE
Entre 1 y 2 años	5 (12,2%)	1 (1,8%)	6 (13,3%)	7	<u>19</u>	9,5%
Entre 3 y 5 años	13 (31,7%)	26 (46,4%)	22 (48,9%)	21	<u>82</u>	41%
Entre 6 y 8 años	9 (22%)	7 (12,5%)	7 (15,6%)	6	<u>29</u>	14,5%
Entre 9 y 10 años	5 (12,2%)	6 (10,71%)	3 (6,7%)	3	<u>17</u>	8,5%
Más de 10 años	6 (14,6%)	5 (8,9%)	4 (8,9%)	6	<u>21</u>	10,5%
NS/NC	3 (7,3%)	11 (19,6%)	3 (6,7%)	15	<u>32</u>	16%
TOTAL	<u>41</u>	<u>56</u>	<u>45</u>	<u>58</u>	<u>200</u>	
% SOBRE TOTAL EMPRESAS	20,5%	28%	22,5%	29%		100%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En la misma línea argumental, el siguiente gráfico refleja la distribución por plazos y tramos de facturación.

Cuadro desglose del tiempo estimado de financiación por cifra de ventas de la empresa (porcentaje)



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Un requisito que es impuesto con frecuencia por las entidades financieras, en el ámbito de la financiación a emprendedores, es el de entregar los fondos de forma escalonada, a medida que se vayan cumpliendo ciertos hitos o compromisos. Se procedió a preguntar a las empresas de la muestra si estarían dispuestas a recibir dinero de manera escalonada y la respuesta es mayoritariamente positiva, con un 79,5% de las empresas que estarían dispuestas a ello.

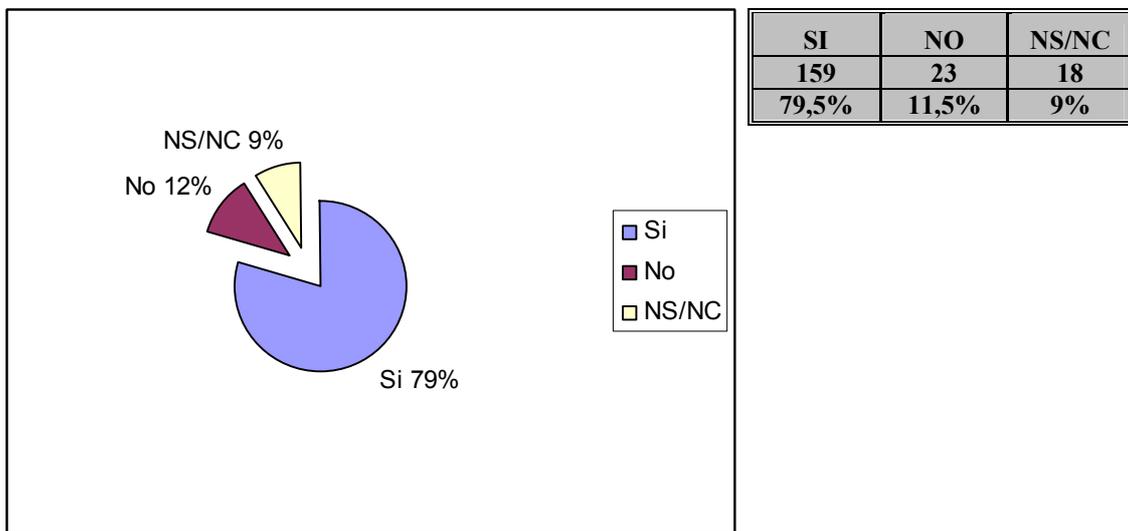
El porcentaje más elevado de respuestas negativas se da en Vizcaya, donde un 15,8% de las empresas dijeron no estar dispuestas a recibir dinero escalonadamente, seguida de Barcelona con un 13,4 %. Madrid y Valencia, con un 83,3% de sus empresas estudiadas cada una de ellas, son las dos provincias con mayor peso del si.

Respecto a la antigüedad de la empresa, un 87,3% de las empresas de menos de 6 años y un 76,2% de las empresas de más de 6 años aceptan esta opción. El peso de las empresas jóvenes es mayor.

Igualmente, la aceptación de recibir fondos de manera escalonada parece tener mejor acogida entre las empresas que facturan más. Un 86,7% de las que facturan más de 2 millones de euros lo aceptarían frente a un 73,2% de las que facturan menos de 1 millón de euros.

En cuanto al número de empleados, la mayor aceptación se produce entre las empresas que tienen entre 21 y 50 empleados, con un 85,7%. Las que tienen más empleados lo aceptarían solo en un 72% de los casos.

***Aceptación de la entrega escalonada de fondos a la financiación
(número de empresas y porcentaje sobre el total de empresas)***



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En el siguiente cuadro se refleja el destino que los empresarios quieren dar a los fondos conseguidos.

Se preguntó a las empresas de la muestra que indicaran sus preferencias en primer, segundo, tercer y hasta séptimo lugar. Para reflejar la imagen fiel del destino deseado de los fondos, de una manera general y no relativa sólo al puesto que ocupan, se ha establecido un sistema de puntuación. De esta forma, se asignan 3 puntos por el número de primeros puestos más dos puntos por el número de segundos puestos más un punto por cada tercer puesto.

La clasificación obtenida muestra la importancia de la compra de maquinaria y equipo no informático en los deseos de inversión de las empresas, seguido por la compra de locales o fábrica, contratación de empleados para el proyecto de inversión, investigación y desarrollo y adquisición de software y equipos informáticos o de telecomunicaciones

Por provincias, es Barcelona la que muestra mayor incidencia en la compra de maquinaria y equipos informáticos, con un 50,7% de las empresas que lo citan como primera opción. Madrid, sin embargo es la provincia donde éste destino tiene menos éxito, con solo un 20,4%. Las empresas madrileñas citan, como destino preferido para la financiación, la compra de locales o fábrica.

Las empresas sevillanas concentran mucho sus destinos preferidos en primer lugar, con un 41,7% que desearía invertir en compra de maquinaria y equipos no informáticos y un 33,3% de las empresas que desearían adquirir locales o fábricas.

Relativo al tamaño de las empresas, se observa que, para todos los niveles de facturación, se mantiene la preferencia por la compra de maquinaria y equipos no informáticos como primera opción siendo la compra de locales o fábrica el segundo destino preferido también en primera opción. Lo mismo se constata respecto al número de empleados: el destino preferido mayoritariamente es la compra de equipo y maquinaria no informático y en segundo lugar la compra de locales o fábrica, para las empresas de todos los tramos en cuanto a número de empleados. En las empresas con más empleados, sin embargo, se observa una mayor dispersión por las distintas líneas de destino de los fondos.

**Cuadro de destinos preferidos para el dinero obtenido
(número de empresas y puntuación)**

DESTINO DEL DINERO OBTENIDO	1er LUGAR	2º LUGAR	3er LUGAR	PUNTUACIÓN
Compra de maquinaria y equipos no informáticos	77	43	22	339
Compra de vehículos	10	25	20	100
Investigación y desarrollo propios	20	16	19	111
Compra de locales o fábrica	50	28	12	218
Adquisición de software y equipos informáticos o telecomunicaciones	7	25	35	106
Contratación de empleados para el proyecto	10	26	30	112
Contratación de empleados en general	16	16	17	97
Otros	4	1	1	15
NS/NC	6	20	44	
TOTAL	200	200	200	

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Acerca de los instrumentos de financiación que más podrían interesar a las empresas de la muestra, se consultó sobre los productos financieros relacionados más abajo. Se aplicó un sistema de puntuación similar al descrito antes. Los resultados están bastante dispersos. Los préstamos a tipo fijo y las líneas de crédito parecen atraer el interés mayor. A continuación los préstamos a tipo variable, la línea de descuento comercial y el capital social. Los préstamos participativos (a interés variable en función de resultados) y el leasing no parecen atraer el interés de las empresas de la muestra.

Los préstamos a tipo fijo son la opción preferida de las empresas de todos los volúmenes de facturación. En las empresas mayores, la segunda opción más citada son las líneas de crédito bancario. Las empresas con menos facturación, sin embargo, citan

con más frecuencia los préstamos a tipo de interés variable, la ampliación de capital social y a continuación la línea de crédito bancaria y la línea de descuento comercial.

***Instrumentos de financiación que más interesan a las empresas de la muestra
(número de empresas y puntuación)***

INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN	1er LUGAR	2º LUGAR	3er LUGAR	PUNTUACIÓN
Ampliación de Capital Social	31	6	10	115
Préstamos a tipo interés fijo	43	25	9	188
Préstamos a tipo interés variable	30	26	13	155
Préstamos participativos	7	17	9	64
Línea de crédito bancaria	35	23	15	166
Línea de descuento comercial	22	23	14	126
Leasing	6	2	1	23
Otras	8	5	1	35
NS/NC	18	0	0	
TOTAL	200	127	72	

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En los siguientes cuadros se explora el uso que, hasta la fecha, han hecho las empresas de las formas de financiación que se estudian en este trabajo de forma detallada: capital riesgo, inversores profesionales e inversores conocidos (estos dos últimos se encuadran dentro de la calificación de inversores ángeles).

El primer cuadro ofrece una visión global donde destaca el bajo impacto, a nivel real, de cualquiera de las tres formas que se estudian en este trabajo. Sobre una población de 200 empresas, tan solo un 7% ha sido financiado por inversores de capital riesgo o por inversores profesionales (no conocidos). Un 11% ha recibido financiación de inversores profesionales conocidos previamente (amigos, familiares y conocidos).

A nivel geográfico, la incidencia mayor de inversión de capital riesgo se produce en Madrid, con 6 empresas, seguida por Barcelona con 4, Vizcaya con 2 y finalmente Sevilla y Valencia con una operación cada una. Suman así el total de 14 empresas financiadas a través de capital riesgo. De éstas 14 empresas, 10 se concentran en una antigüedad superior a 6 años y sólo 4 tenían 6 años o menos. Parece algo incongruente que, de éstas 14 empresas, 5 señalaran no tener planes de negocio escritos, cuando es un requisito fundamental solicitado habitualmente por las empresas de capital riesgo.

En cuanto a la aportación de fondos por inversores profesionales, a nivel geográfico, de nuevo Madrid muestra la mayor incidencia con 7 empresas de un total de 14 que recibieron este tipo de financiación. A continuación aparece Valencia con 3 casos, Sevilla con 2 y Vizcaya y Barcelona con 1. De las 14 empresas que recibieron este tipo de fondos, 8 tenían una antigüedad de 6 años o menos y 6 tenían una antigüedad de más de 6 años. De nuevo, la muestra consultada arroja un resultado curioso, pues 8 de las 14 empresas decían no tener escrito ningún plan de negocio.

Por último, en lo relativo a la aportación por inversores conocidos, del total de 22 casos, 9 (41%) se producen en Madrid, seguida de 4 en Sevilla y Valencia, 3 en Sevilla y 2 en Vizcaya. En 13 (59%) de los 22 casos, las empresas tenían una antigüedad de 6 años o menos y las restantes 9 tenían más de 6 años. En este caso, la mitad de las empresas, 11 en total, indican tener un plan de negocio escrito.

Incidencia actual de las formas de financiación específicas: capital riesgo, inversor profesional o inversor conocido (número de empresas y porcentaje)

INVERSORES ESPECÍFICOS	SI	NO	NS/NC
Inversores externos de capital riesgo	14 (7%)	183 (92%)	3 (1%)
Inversores externos (Conocidos)	22 (11%)	175 (88%)	3 (1%)
Inversores profesionales (No conocidos)	14 (7%)	184 (92%)	2 (1%)

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En el cuadro siguiente se revisa en qué tramos de facturación se concentran las operaciones de financiación vía capital riesgo. Se pone en evidencia el mayor peso en empresas con más alto nivel de facturación. De las 14 operaciones de capital riesgo, 6 (43%) se centran en el tramo de más de 2 millones de euros de facturación. Solo una operación (7%) se produce en el tramo más bajo de facturación, entre las empresas de menos de 1 millón de facturación.

***Financiación a través de capital riesgo y cifra de ventas
(número de empresas)***

CAPITAL RIESGO	Menos de 1 millón	Entre 1,1 M y 2 M	Más de 2M	NS/NC	TOTAL
SI	1	3	6	4	14
NO	40	53	39	51	183
NS/NC	0	0	0	3	3
TOTAL	41	56	45	58	200

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En el caso de inversores conocidos, los 22 casos registrados se reparten más entre los distintos tramos de facturación, predominando el tramo intermedio, que incluye a las empresas entre 1,1 y 2 millones de euros de facturación.

**Financiación a través de inversores conocidos y cifra de ventas
(número de empresas)**

INVERSOR CONOCIDO	Menos de 1 millón	Entre 1,1 M y 2 M	Más de 2M	NS/NC	TOTAL
SI	4	8	6	4	22
NO	37	47	39	52	175
NS/NC	0	1	0	2	3
TOTAL	41	56	45	58	200

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

En el caso de inversores profesionales, como ya ocurriera con los inversores de capital riesgo, se produce de nuevo un sesgo hacia las empresas con mayor volumen de facturación. La fórmula del inversor conocido parece concentrarse en las empresas más pequeñas.

**Financiación a través de inversores profesionales y cifra de ventas
(número de empresas)**

INVERSOR PROFESIONAL	Menos de 1 millón	Entre 1,1 M. y 2 M.	Más de 2M.	NS/NC	TOTAL
SI	1	4	4	5	14
NO	40	52	41	51	184
NS/NC	0	0	0	2	2
TOTAL	41	56	45	58	200

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Una vez explorada la situación actual, se preguntó a las empresas de la muestra acerca de su disposición a recibir financiación de las fórmulas estudiadas, de cara al futuro. Como se puede observar, aumenta sustancialmente el interés de utilizar las formas de financiación especializadas frente a la utilización que se hace de ellas actualmente.

Se observa que un 27,5% de las empresas de la muestra estarían dispuestas a recibir financiación vía capital riesgo, un 32% estarían dispuestas a recibirlo de inversores conocidos y un 28% de inversores no conocidos.

El factor de inversor conocido parece tener peso a la hora de elegir las contrapartidas con las que financiar las operaciones de la empresa.

Disposición futura hacia las formas de financiación específicas: capital riesgo, inversor profesional o inversor conocido (número de empresas y porcentaje)

	SI	NO	NS/NC	TOTAL
Inversores externos de capital riesgo	55 (27,5%)	118 (59%)	27 (13,5%)	200 (100%)
Inversores externos (Conocidos)	64 (32%)	112 (56%)	24 (12%)	200 (100%)
Inversores profesionales (No conocidos)	56 (28%)	120 (60%)	24 (12%)	200 (100%)

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

De las 55 empresas (27,5% de la muestra) que indicaron estar dispuestas a recibir financiación vía capital riesgo, 24 son de Madrid, 17 de Barcelona, 5 de Sevilla y Vizcaya y 4 de Valencia. Esto implica que un 44,4% de las empresas entrevistadas de Madrid desean recibir este tipo de financiación, siendo la proporción mayor entre todas las provincias. La siguiente provincia sería Vizcaya donde un 26,3% de las empresas desean recibir financiación de capital riesgo, seguida de Barcelona con un 25,4%, Sevilla con un 20,8% y, muy alejada del resto, Valencia con tan solo un 11%.

De las 55 empresas que desean financiarse a través de capital riesgo, 35 (63,6%) tienen una antigüedad superior a 55 años y 20 (36,4%) de 6 años o inferior.

Como se observa en el siguiente cuadro, el reparto de las 55 empresas dispuestas a recibir capital riesgo es bastante simétrico, entre los distintos tramos de cifra de facturación.

Y de estas 55 empresas, casi la mitad, 27 (49,1%) preparan de forma habitual un plan de negocios escrito.

La distribución por número de empleados muestra que el mayor número se concentra en el tramo entre 10 y 20 empleados, es decir, las empresas con menor número de empleados.

***Disposición futura hacia la financiación a través de capital riesgo y cifra de ventas
(número de empresas)***

CAPITAL RIESGO	Menos de 1 millón	Entre 1,1 M y 2 M	Más de 2M	NS/NC	TOTAL
SI	14 (25,4%)	19 (34,5%)	12 (21,8%)	10 (18,1%)	55 (100%)
NO	22 (18,6%)	31 (26,3%)	29 (24,6%)	36 (30,5%)	118 (100%)
NS/NC	5 (18,5%)	6 (22,2%)	4 (14,8%)	12 (44,4%)	27 (100%)
TOTAL	41	56	45	58	200

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Respecto a la disposición futura a recibir financiación de inversores conocidos, un total de 64 empresas respondió favorablemente.

De éstas 64 empresas, de nuevo la mayoría correspondía a Madrid con 27 empresas, seguida de Barcelona con 22 y, ya muy alejadas, Sevilla con 7, Valencia con 5 y Vizcaya con 3. Es de destacar que un 50% de las empresas encuestadas en Madrid están interesadas en recibir este tipo de financiación, frente a un 13,9% de las empresas valencianas.

Del total de las 64 empresas, 39 (60,9%) tenían más de 6 años de antigüedad y 25 (39,1%) 6 o menos años.

También destaca la concentración en el tramo de menos empleados, con 33 empresas entre 10 y 20 empleados.

En lo relativo a la cifra de ventas, se observa un mayor peso hacia cifras de ventas mayores, predominantemente en el segundo tramo.

Disposición futura hacia la financiación a través de inversores conocidos y cifra de ventas (número de empresas)

INVERSOR CONOCIDO	Menos de 1 millón	Entre 1,1 M y 2 M	Más de 2M	NS/NC	TOTAL
SI	12 (18,7%)	21 (32,8%)	17 (26,5%)	14 (21,8%)	64 (100%)
NO	25 (22,3%)	29 (25,8%)	24 (21,4%)	34 (30,3%)	112 (100%)
NS/NC	4 (16,6%)	6 (25%)	4 (16,6%)	10 (41,6%)	24 (100%)
TOTAL	41	56	45	58	200

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Respecto a la disposición futura a utilizar inversores profesionales desconocidos (que podrían ser los inversores ángeles analizados en este estudio), un total de 56 empresas (28%) de la muestra dijo estar a favor de ser financiadas por este tipo de entidades.

En cuanto a la distribución geográfica, Madrid con 24 empresas es la provincia con más empresas interesadas, seguida de Barcelona con 22 y, a mucha distancia, Sevilla y Valencia con 4 cada una y Vizcaya con 2. Esto implica que un 44,4% de las empresas de Madrid están interesadas en este tipo de financiación frente a un escaso 10,5% de la provincia de Vizcaya.

Relativo a la antigüedad, 35 empresas (62,5%) de las 56 tenían más de 6 años y 21 tenían 6 años o menos de antigüedad.

En lo relativo al número de empleados, se produce una importante concentración en el tramo entre 10 y 20 empleados, con 29 de las 56 empresas que desearían este tipo de financiación.

Disposición futura hacia la financiación a través de inversores profesionales y cifra de ventas (número de empresas y porcentaje)

INVERSOR PROFESIONAL	Menos de 1 millón	Entre 1,1 M. y 2 M.	Más de 2M.	NS/NC	TOTAL
SI	14 (25%)	18 (32,1%)	13 (23,2%)	11 (19,6%)	56 (100%)
NO	24 (20%)	33 (27,5%)	26 (21,6%)	37 (30,8%)	120 (100%)
NS/NC	3 (12,5%)	5 (20,8%)	6 (25%)	10 (41,6%)	24 (100%)
TOTAL	41	56	45	58	200

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

A continuación se planteó en la muestra una pregunta para conocer de qué manera querrían entrar en contacto con sus potenciales inversores futuros, siendo de capital riesgo o inversor profesional no conocido previamente (inversor ángel).

La pregunta se realizó solamente a las empresas que dijeron estar interesadas en financiación de capital riesgo o inversores ángeles no conocidos.

Un total de 66 empresas de la muestra respondieron la pregunta, de las que 33 (50%) señalaron estar interesadas en conocer a sus posibles financiadores externos a partir de reuniones específicas organizadas a tal efecto. Un 64,3% de las empresas de la provincia de Madrid que contestaron esta pregunta indicaron que la opción de reuniones específicas era la que más les interesaba. Entre las empresas de Barcelona, un 54,5% indicaron también ésta opción como la más interesante, así como un 40% de las empresas de Valencia y un 16,7% de las de Sevilla. En Sevilla y en Vizcaya la opción preferida, en un 50% y un 40% de los casos, respectivamente, es conocer al potencial financiador en una Feria o Congreso de su sector.

La opción de asistir y conocerse en reuniones específicas organizadas al efecto es también la opción preferida en las empresas de los dos tramos de antigüedad (6 años o menos y más de 6 años). El 46,3% de las empresas de más de 6 años de antigüedad que respondieron la pregunta decían estar interesadas en la fórmula de reuniones específicas de presentación, frente a un 56% de las empresas de 6 años o menos de antigüedad.

Se observa en la muestra que, cuanto mayor es la empresa en términos de cifra de ventas y de número de empleados, menor es la concentración en la opción de solicitar reuniones específicas de presentación y las preferencias se distribuyen más entre otras opciones como Ferias y Congresos del sector, reuniones de emprendedores y Asociaciones del sector.

***Formas preferidas para entrar en contacto con inversores no conocidos
(número de empresas y porcentaje)***

FORMA DE CONTACTO	1er LUGAR	2º LUGAR
Reuniones de emprendedores	5 (7,6%)	4 (22,2%)
Ferias o congresos de su sector	12 (18,2%)	7 (38,9%)
Asociaciones del sector	11 (16,7%)	3 (16,7%)
Reuniones específicas organizadas de presentación	33 (50%)	4 (22,2%)
Otros	1 (1,5%)	
NS/NC	4 (6%)	
TOTAL	66 (100%)	18 (100%)

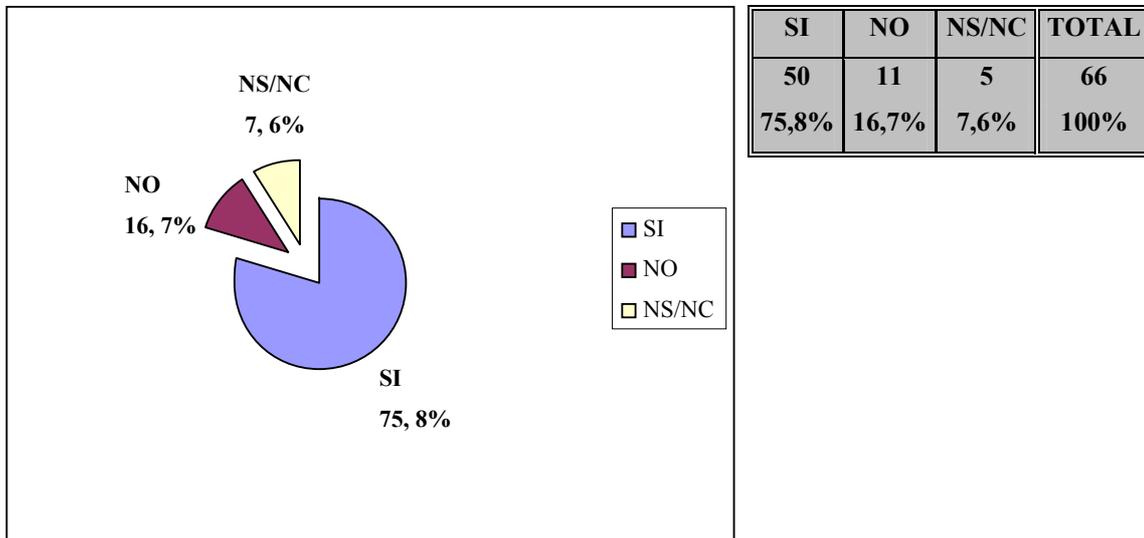
Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

A las 66 empresas que indicaron estar interesadas en conocer a inversores externos, se les preguntó si estarían dispuestas a asistir a reuniones específicas de presentación a los inversores. La respuesta es masivamente positiva con un 75,8% de las empresas respondiendo afirmativamente. De nuevo destaca Madrid, con un 85,7% de sus empresas apoyando esta forma de contacto, seguida de un 83,3% en Sevilla, un 68,2% en Barcelona y un 60% tanto Valencia como Vizcaya.

En relación con la antigüedad de las empresas, la respuesta es muy similar en los tramos analizados, no detectándose variación significativa.

En relación con el tamaño de la empresa, medida tanto por el número de empleados como con la cifra de ventas, se observa también mucha homogeneidad en la respuesta a la pregunta sobre la disposición para asistir a reuniones específicas.

Disposición a asistir a reuniones específicas para poner en contacto a inversores y empresarios (número de empresas y porcentaje)



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

A las empresas que respondieron que estaban interesadas en recibir financiación de entidades de capital riesgo o inversores ángeles, se les preguntó por las formas en que desearían que se materializara la aportación de fondos. Los resultados revelan que las empresas siguen prefiriendo las formas de financiación tradicionales bancarias, luego posiblemente no están valorando los requisitos de garantía y no asunción de riesgos que caracteriza a la financiación tradicional.

Se observa, en los siguientes dos cuadros, el primero en número de empresas y el segundo en porcentaje, el gran peso de los préstamos, créditos, leasing y factoring a partir de entidades financieras. Un total de 33 (45,4%) de las empresas de la muestra que respondieron esta pregunta optaron por este tipo de financiación, como primera opción. También es la más votada como segunda opción.

Preferencia en las formas de financiación de las empresas de la muestra que dijeron estar interesadas en capital riesgo e inversores ángeles (número de empresas)

FORMAS DE FINANCIACIÓN	1er LUGAR	2º LUGAR	3er LUGAR	PUNTUACIÓN
Capital de socios actuales	9	4	1	36
Préstamos de socios actuales	2	4	-	14
Entidad financiera: préstamos, créditos, leasing, factoring, etc.	30	12	-	114
Capital de entidad de capital riesgo	3	5	2	21
Préstamo de entidad de capital riesgo	1	1	3	8
Capital de inversor conocido	3	2	1	14
Préstamo de inversor conocido	3	5	3	22
Capital de inversor profesional	2	1	2	10
Préstamo de inversor profesional	1	-	2	5
Otras	1	-	-	3
NS/NC	11	-	-	33
TOTAL	<u>66</u>	<u>34</u>	<u>14</u>	280

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Las empresas, si optan por ampliación de capital, se decantan más por los socios actuales (9 empresas, que suponen un 13,6%) que por incorporar socios nuevos. Solo 3 empresas (4,5%) estarían dispuestas, como primera opción, a recibir capital de una entidad de capital riesgo, capital de un inversor conocido, préstamos de un inversor conocido y solo 2 (3%) estarían dispuestas a recibir capital de un inversor profesional no conocido.

En segunda opción, se observa más cercanía a las formas de financiación estudiadas en este trabajo. Baja el peso de los instrumentos de financiación tradicional al 35,3% y aumenta sustancialmente el interés en la entrada en el capital de una entidad de capital riesgo o de préstamos de inversores conocidos. La fórmula de financiación a través de un inversor desconocido (tanto a través de capital como préstamo) no parece atraer más que interés marginal.

En la tercera opción se observa un aumento importante de las opciones de financiación a través de préstamos de entidades de capital riesgo o inversores conocidos. También tiene un peso significativo la opción de recibir capital de un inversor de capital riesgo y de recibir capital o préstamos de un inversor profesional.

Preferencia en las formas de financiación de las empresas de la muestra que dijeron estar interesadas en capital riesgo e inversores ángeles (porcentaje)

FORMAS DE FINANCIACIÓN	1er LUGAR	2º LUGAR	3er LUGAR
Capital de socios actuales	13,6%	11,8%	7,1%
Préstamos de socios actuales	3,0%	11,8%	0,0%
Entidad financiera: préstamos, créditos, leasing, factoring, etc.	45,5%	35,3%	0,0%
Capital de entidad de capital riesgo	4,5%	14,7%	14,3%
Préstamo de entidad de capital riesgo	1,5%	2,9%	21,4%
Capital de inversor conocido	4,5%	5,9%	7,1%
Préstamo de inversor conocido	4,5%	14,7%	21,4%
Capital de inversor profesional	3,0%	2,9%	14,3%
Préstamo de inversor profesional	1,5%	0,0%	14,3%
Otras	1,5%	0,0%	0,0%
NS/NC	16,7%	0,0%	0,0%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Las empresas que respondieron que no están interesadas en la entrada de inversores externos como capital riesgo e inversores ángeles, respondieron también sobre qué productos desearían para la materialización de las aportaciones de los inversores. En este caso no se procedió a ofrecer la posibilidad de inversores de capital riesgo o inversores ángeles, puesto que este conjunto de empresas (117 sobre una muestra total de 200) ya había descartado esa opción anteriormente. Si se les ofreció la posibilidad de financiarse a través de inversores conocidos, vía capital o préstamos.

La forma preferida de manera muy destacada es el leasing, seguido de los préstamos tradicionales de entidades financieras. Le sigue las líneas de crédito bancarias y el capital de socios actuales. El interés por el leasing que muestra las empresas, de cara a

su futura financiación, contrasta con el escaso uso de dicha forma de financiación que indican tener en la actualidad las mismas empresas.

En la relación de segundas y terceras opciones, aumenta mucho la dispersión entre distintos productos.

Preferencia en las formas de financiación de las empresas de la muestra que dijeron no estar interesadas en capital riesgo e inversores ángeles (número de empresas)

FORMAS DE FINANCIACIÓN	1er LUGAR	2º LUGAR	3er LUGAR	PUNTUACIÓN
Capital de socios actuales	18	6	6	72
Préstamos de socios actuales	8	5	1	35
Préstamo de entidad financiera	27	20	8	129
Línea de crédito de entidad financiera	15	18	5	86
Leasing	43	18	10	175
Factoring	1	5	5	18
Capital de inversor conocido	2	3	1	13
Préstamo de inversor conocido	1	2	4	11
Otras	2	1	1	9
TOTAL	117	78	41	548

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

A nivel de porcentajes, se observa también la concentración en el leasing como primera opción y la mayor dispersión en la segunda y tercera opciones. El factoring va ganando terreno como segunda y tercera opción, así como el préstamo de inversores conocidos.

Preferencia en las formas de financiación de las empresas de la muestra que dijeron no estar interesadas en capital riesgo e inversores ángeles (porcentaje)

FORMAS DE FINANCIACIÓN	1er LUGAR	2º LUGAR	3er LUGAR
Capital de socios actuales	15,4%	7,7%	14,6%
Préstamos de socios actuales	6,8%	6,4%	2,4%
Préstamo de entidad financiera	23,1%	25,6%	19,5%
Línea de crédito de entidad financiera	12,8%	23,1%	12,2%
Leasing	36,8%	23,1%	24,4%
Factoring	0,9%	6,4%	12,2%
Capital de inversor conocido	1,7%	3,8%	2,4%
Préstamo de inversor conocido	0,9%	2,6%	9,8%
Otras	1,7%	1,3%	2,4%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Con frecuencia se asocia a los inversores de capital riesgo e inversores ángeles con las empresas innovadoras. Por ese motivo se utilizó la encuesta para conocer el grado de profundidad en cuanto a la existencia de patentes y tecnología propia en la muestra, a nivel actual y previsto en los próximos años. El cuadro siguiente muestra que solo un 25% de las empresas de la muestra disponen actualmente de una patente o tecnología propia.

A nivel de provincias, Sevilla con un 33,3% de sus empresas seguida de Barcelona con un 31,3% son las que muestran mayor peso del uso de patentes y tecnología propia. Valencia con un 11,1% es la que muestra menor peso.

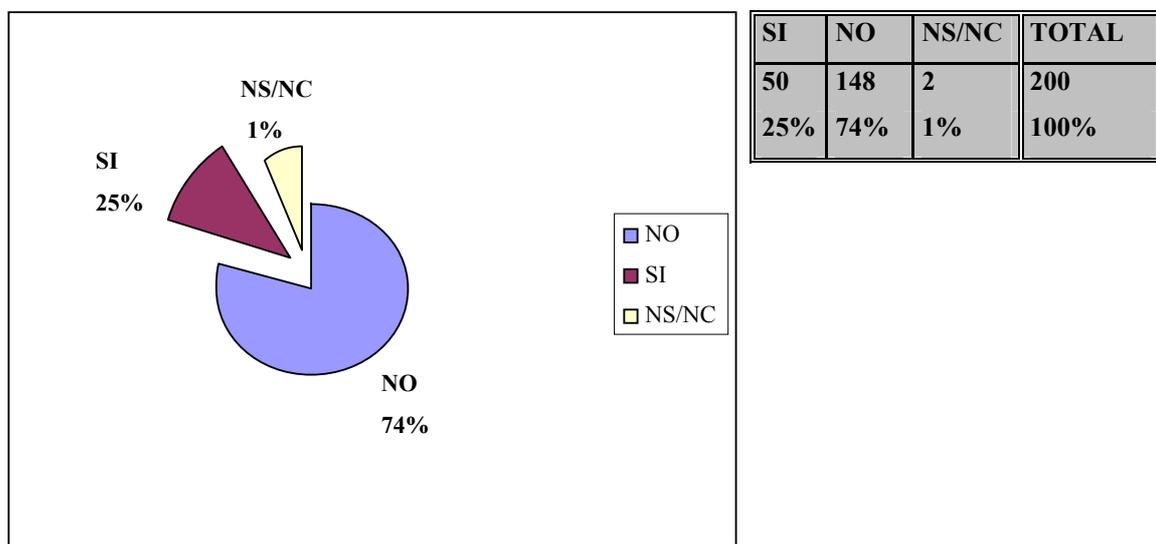
A nivel de la antigüedad de la empresa, no se perciben diferencias importantes entre en el peso de quien sí tiene o no tiene tecnología actualmente.

No obstante, si se percibe un cierto sesgo a favor de las empresas con mayor tamaño, bien medido en número de empleados como en cifra de ventas.

Igualmente, hay un claro sesgo de las empresas que tienen patente o tecnología actual a favor de la preparación de plan de negocio escrito.

Disponibilidad de patente propia en el momento actual

(número de empresas y porcentaje)



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

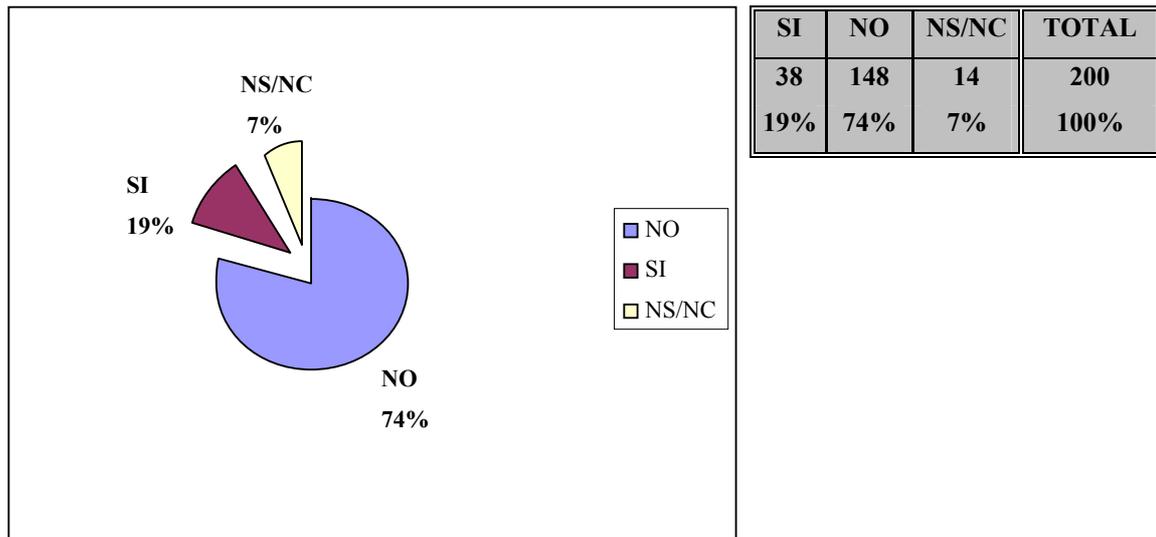
Respecto a la intención de tener o desarrollar una patente o tecnología propia en los próximos 5 años, la respuesta afirmativa fue algo inferior, con un total de solamente 38 empresas, un 19% de la muestra, que prevé disponer de patente o tecnología propia en los próximos 5 años.

A nivel geográfico, se observa que la provincia de Barcelona destaca con un 32% de sus empresas con intención de tener patentes o tecnología propia en el futuro, frente a solo un 2,8% de las empresas de Valencia.

No se aprecia una diferencia importante entre las empresas que si esperan tener patentes o tecnología en el futuro en relación con su antigüedad. Como ya ocurriera

con las que disponen actualmente de patentes o tecnología, se observa un sesgo hacia las empresas de mayor tamaño tanto en número de empleados como en cifra de ventas, respecto a su intención de disponer de este tipo de activos.

Disponibilidad de patente propia en los próximos 5 años
(número de empresas y porcentaje)



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Una de las condiciones que con frecuencia son demandadas por los inversores o financiadores es que las empresas estén en tendencia de crecimiento de ingresos por ventas. Se preguntó a las empresas de la muestra por su situación a este respecto, con una máxima respuesta afirmativa que alcanza a un 83% de la muestra, con 166 empresas.

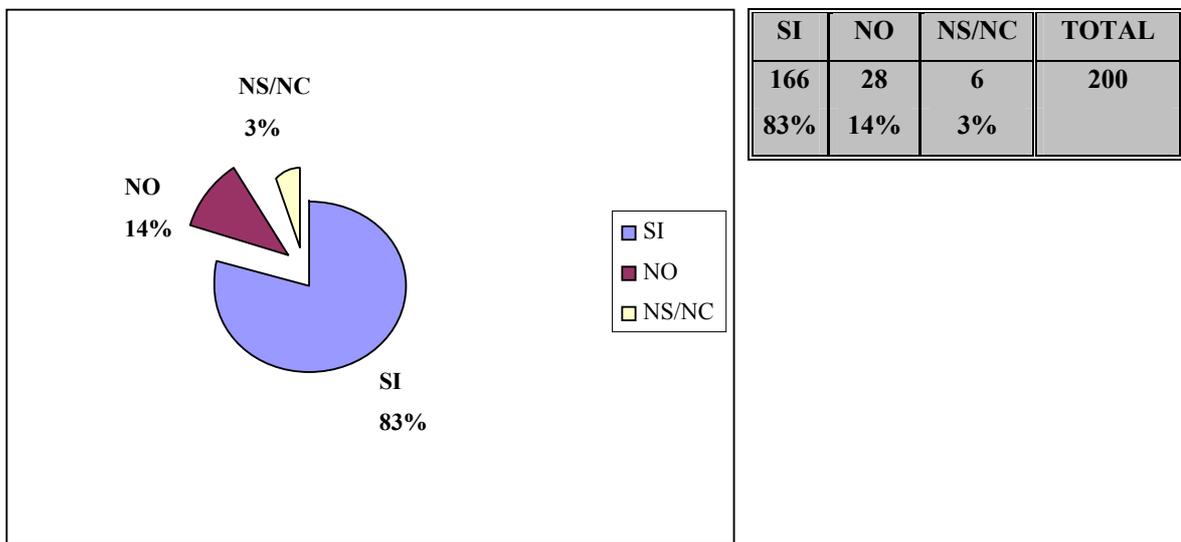
En este aspecto, destacan las empresas sevillanas que dicen tener tendencia creciente en sus ingresos en un 95,8% de los casos, seguida del 85,1% de las empresas de Barcelona, el 83,3% de las de Valencia y el 81,5% de las de Madrid, lo que contrasta con el 63,2% de las de Vizcaya.

Esta situación afecta de forma muy similar a las empresas de todos los tramos de antigüedad. El porcentaje de las que disfrutan de ventas crecientes es similar en empresas de 6 años o menos y de más de 6 años de antigüedad.

Respecto al tamaño de las empresas de la muestra y su repercusión sobre la tendencia creciente o no de sus ingresos por ventas, se produce una distribución bastante homogénea entre los distintos niveles de empleo y de facturación, con un cierto peso mayor del nivel intermedio, es decir, de las empresas entre 1,1 y 2 millones de euros de facturación.

Se puede decir, por tanto, que un 83% de la muestra analizada podría estar compuesto por empresas de las llamadas “gacela”.

***Tendencia creciente de los ingresos en los últimos 3 años
(número de empresas y porcentaje)***



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Para valorar el grado de preparación y experiencia de las personas involucradas en los proyectos, factor que sin duda puede afectar las decisiones de los potenciales inversores, se preguntó a las empresas de la muestra por el número de años que, de forma combinada, sumaban los directivos de la empresa.

En un 60% se concentraban en el tramo entre 10 y 30 años, que es la opción más habitual en todas las provincias analizadas. También es la opción más frecuente para todos los tramos de antigüedad de la empresa y para todos los tamaños de empresa, medido en cifra de ventas o de número de empleados.

La cifra, analizada de forma absoluta, parece suficientemente representativa de un grado de experiencia importante.

***Experiencia profesional combinada de los directivos de las empresas
(número de años)***

	Nº AÑOS	PORCENTAJE
Menos de 10 años	33	16,5%
Entre 10 y 30 años	121	60,5%
Entre 31 y 50 años	24	12%
Entre 51 y 70 años	11	5,5%
Entre 71 y 100 años	3	1,5%
Más de 100 años	1	0,5%
NS/NC	7	3,5%
TOTAL	<u>200</u>	

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006.

Como siguiente paso en el análisis de las empresas de la muestra, se procedió a preguntar si, con anterioridad a la encuesta, habían realizado contactos con entidades de financiación como capital riesgo, inversores profesionales o inversores conocidos y que éstas no llegaron a materializarse en operaciones cerradas.

De nuevo parece muy escaso el grado de penetración de las opciones que ofrece capital riesgo e inversores profesionales en las empresas españolas en consolidación, representadas en la muestra. Tan solo un 6,5% de las 200 empresas de la muestra tuvo contacto con inversores de capital riesgo, un 5% con inversores profesionales y un 12% con inversores conocidos.

Barcelona, con un 9% de sus empresas, seguida de Sevilla con un 8,3% son las provincias donde más intentos fallidos se han producido en capital riesgo. En Madrid destaca un bajísimo 3,7% de las empresas de la muestra. Igualmente, se detecta un sesgo respecto al tamaño de las empresas, en el sentido de que se han producido más contactos con entidades de capital riesgo en empresas de mayor cifra de ventas y mayor número de empleados.

Respecto a inversores conocidos, destaca Madrid (24,1% de las empresas de la muestra) como la provincia donde se han producido más contactos con inversores conocidos. En Sevilla, ninguna de las empresas señala haber tenido contactos fallidos con este tipo de inversores. Valencia se sitúa en el nivel intermedio con un 13,9%. Si se detecta un sesgo en cuanto a la antigüedad de la empresa, ya que las empresas más jóvenes han tenido significativamente más contactos fallidos con inversores conocidos que las más antiguas. Igualmente, las empresas mayores, en número de empleados y en cifra de ventas, han incurrido en más contactos fallidos con este tipo de inversores.

Respecto a inversores profesionales, Madrid es la provincia que señala más contactos fallidos, en un 11,1% de los casos. Esta situación parece producirse con más frecuencia en empresas más jóvenes que en las más antiguas. Igualmente, parece que el mayor tamaño tanto en número de empleados como en cifra de ventas, afecta positivamente al número de contactos realizados con inversores profesionales.

**Realización de contactos previos con inversores externos: capital riesgo, inversores conocidos e inversores profesionales, que no llegaron a materializarse
(número de empresas)**

INVERSORES ESPECÍFICOS	SI	NO	NS/NC	TOTAL
Inversores externos de capital riesgo	13 (6,5%)	181 (90,5%)	6 (3%)	200
Inversores externos (Conocidos)	24 (12%)	170 (85%)	6 (3%)	200
Inversores profesionales (No conocidos)	10 (5%)	184 (92%)	6 (3%)	200

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

A fin de valorar los motivos que llevaron a que las conversaciones o contactos para conseguir que este tipo de inversores fallaran, se preguntó a las empresas acerca de varias posibilidades.

Como se puede observar en el siguiente cuadro, no se ha podido recabar mucha información a este respecto, por la escasez de respuestas. Y las respuestas están muy atomizadas entre las distintas posibilidades. Si acaso, para la suma de lo que reportan las empresas sobre los tres tipos de inversores, tienen mayor peso las opciones de un rechazo del inversor debido a motivos de estrategia o del rechazo de la empresa a financiar por cuestiones económicas.

Motivos para que los contactos no llegaran a buen término: capital riesgo, inversores conocidos e inversores profesionales
(número de empresas)

	CAPITAL RIESGO	INVERSOR CONOCIDO	INVERSOR PROFESIONAL	TOTAL
Inversor rechazó por cuestiones económicas	1	3	2	6
Inversor rechazó por cuestiones de estrategia	3	5	4	12
Inversor rechazó por cuestiones de relación con directivos	-	-	1	1
Empresario no aceptó condiciones económicas	4	5	3	12
Empresario no aceptó por cuestiones de gestión	-	-	-	-
Otras	2	4	-	6
NS/NC	4	7	2	13
TOTAL	13	22	10	45

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

Uno de los mecanismos de control que más habitualmente imponen los inversores externos a las empresas a financiar es el de que se auditen, para poder disponer de una opinión independiente acerca del estado financiero y patrimonial de las mismas. Si el inversor entra a formar parte del capital de la sociedad, generalmente exige, adicionalmente, tomar parte en las decisiones estratégicas y en los órganos de gestión de la participada.

Por ello, en la encuesta se procedió a preguntar sobre la disposición de las empresas a ceder parte del control y a someterse a auditorías externas.

Actualmente, 76 de las 200 empresas de la muestra realizan auditorías periódicas, 120 no lo realizan y 4 que no saben o no contestan.

Acerca de si estarían dispuestos a hacerlo en el futuro, las respuestas se muestran mucho más favorables que al siguiente elemento de control, en que se les preguntaba si estarían dispuestos a compartir o ceder participación en la gestión de la empresa a los inversores que financiaran a la empresa. Un 54% de las empresas estaría de acuerdo con realizarse una auditoria si ello fuera requerido por el inversor. Sin embargo, solo un 19,5% estaría dispuesto a ceder una participación en la gestión (sillón en el consejo de administración o comités ejecutivos suele ser la opción más habitual).

Se observa, por tanto, una importante reticencia a compartir la gestión de la empresa con aquellos dispuestos a ceder fondos para su financiación, lo que es habitualmente un requisito para inversores externos.

Elementos de control que la empresa estaría dispuesta a aceptar: auditorias, participación en la gestión a cambio de financiación externa (número de empresas)

	SI	NO	NS/NC	TOTAL
Auditoria periódica	67 (54%)	39 (31,4%)	18 (14,5%)	124 (100%)
Participación en la gestión y control	39 (19,5%)	135 (67,5%)	26 (13%)	200 (100%)

Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de Pymes y medios financieros, 2006

5. CONCLUSIONES GENERALES

A partir del trabajo realizado, y para la muestra de empresas en fase de consolidación estudiada, frente a lo analizado en lo relativo a la oferta, se pueden sacar varias conclusiones interesantes.

La primera y más importante es que hay una importante similitud y coincidencia entre las condiciones que ofrecen las entidades que componen la oferta de fondos (los inversores o financiadores) y las necesidades y circunstancias que desean las empresas que componen la demanda de fondos, lo que es un excelente indicio de posibles incrementos de la actividad de financiación en el futuro.

El análisis de la coincidencia entre oferta y demanda se ha realizado distinguiendo entre aspectos formales, económicos, relativos a la conexión entre ambas variables y otros aspectos de interés.

ASPECTOS FORMALES

○ ELABORACIÓN DE PLAN DE NEGOCIO ESCRITO.

Uno de los primeros aspectos que los oferentes de fondos demandan a las empresas que buscan financiación es el de que presenten su proyecto por escrito, que elaboren un plan de negocio detallado sobre el que se pueda valorar y analizar la propuesta. Del total de la muestra, solo un 33,5% había preparado un plan de negocio escrito de manera formal. Este es claramente un punto de mejora en la relación entre oferentes y demandantes de fondos.

Se producen diferencias entre provincias, siendo Madrid y Barcelona las que cuentan con un mayor porcentaje de empresas que si escriben su plan de negocio. Valencia es la que cuenta con un menor porcentaje, tan solo un 22,2%.

También se producen diferencias entre empresas de distintos tamaño. Las que facturan más de 2 millones de euros anuales preparan planes de negocio formales en un 51,1% de los casos. Las que facturan menos de 1 millón de euros solo realizan plan de negocio en un 24,4% de los casos. Las empresas con más de 50 empleados realizan planes escritos en un 56% de los casos, por encima de la media. Las que tienen entre 10 y 20 empleados, en un 26,9% de los casos.

○ EQUIPO HUMANO EXPERIMENTADO Y PROFESIONAL

Para valorar el grado de preparación y experiencia de los directivos que toman decisiones, factor que tiene un peso importante en las decisiones de los potenciales inversores, se preguntó a las empresas de la muestra por el número de años de experiencia profesional que, de forma combinada, sumaban los ejecutivos de primer nivel.

En un 60% de los casos, se concentraban en el tramo entre 10 y 30 años de experiencia profesional combinada, que es la opción más habitual en todas las provincias analizadas. También es la opción más frecuente para todos los tramos de antigüedad de la empresa y para todos los tamaños de empresa, medido en cifra de ventas o de número de empleados.

La cifra, analizada de forma absoluta, parece suficientemente representativa de un grado de experiencia importante y, por tanto, favorecer las operaciones de financiación en las que el oferente de fondos desea poner su dinero en manos de un equipo directivo experimentado.

○ MECANISMOS DE CONTROL DE LA INVERSIÓN

Uno de los mecanismos de control que más habitualmente imponen los inversores externos a las empresas a financiar es el de que se auditen, para poder disponer de una opinión independiente acerca del estado financiero y patrimonial de las mismas.

Si el inversor entra a formar parte del capital de la sociedad, generalmente exige, adicionalmente, tomar parte en las decisiones estratégicas y en los órganos de gestión de la participada.

Por ello, en la encuesta se procedió a preguntar sobre la disposición de las empresas a ceder parte del control y a someterse a auditorias externas.

Actualmente, 76 de las 200 empresas de la muestra realizan auditorias periódicas, 120 no lo realizan y 4 que no saben o no contestan.

Acerca de si estarían dispuestos a hacerlo en el futuro, un 54% indicaron estar dispuestas a auditarse si lo requiere la entidad financiadora. Siendo una cifra importante, muestra todavía un importante porcentaje de la población analizada que no desea ese tipo de seguimiento, lo cual podría dificultar la entrada de inversores externos.

En lo relativo a otros medios de control de la participada, a si estarían dispuestos a compartir o ceder participación en la gestión de la empresa a los inversores que financiaran a la empresa, sólo un 19,5% estaría dispuesto a ceder una participación en la gestión (un puesto en el consejo de administración o en los comités ejecutivos suele ser la opción más habitual).

Se observa, por tanto, una importante reticencia a compartir la gestión de la empresa con aquellas entidades dispuestas a ceder fondos para su financiación, lo que es habitualmente un requisito para inversores externos y por tanto podría suponer un freno a la conexión entre oferta y demanda y el cierre de operaciones.

○ PLAZO DE DEVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN

En el análisis que se realizó de la oferta de fondos, se vio que un elemento importante de conexión entre la oferta y la demanda de fondos es el relativo a la adecuación de los plazos de cesión y toma de fondos. Si bien los inversores más profesionales, como son las entidades de capital riesgo, dejan los plazos abiertos en

función del estudio del proyecto, se observa que los inversores ángeles suelen marcarlo entre 3 y 5 años.

Se observa por el análisis de la muestra que un 50% de las empresas, aproximadamente, piensan que podrán devolver los fondos en un plazo máximo de 5 años, lo que es consistente con lo observado en la oferta.

Un 10,5% de la muestra indica necesitar más de 10 años para devolver los fondos solicitados. Este último plazo parece excesivo incluso para entidades de capital riesgo, sobre todo por las limitaciones a un máximo de 10 años que se impone habitualmente a los fondos de capital riesgo.

Destaca que en la provincia de Barcelona, un 46,3% de las empresas esperan devolver los fondos en un plazo entre 3 y 5 años. En ese mismo plazo, que es el más frecuente con un 41% de la muestra total, las empresas valencianas se encontrarían en un 44,4% de los casos. En todas las provincias, éste es el plazo más demandado.

Las empresas de Madrid, con un 18,5% de los casos, y las de Valencia con un 16,7% son las que más demandan fondos a plazos superiores a 10 años.

Mientras que en los plazos hay una importante concentración en el tramo entre 3 y 5 años (41% del total), para el total de empresas, a nivel de facturación se observa que las empresas que menos venden, de menos de 1 millón de euros de facturación (y por tanto más pequeñas, bajo ese criterio) tienen mayor concentración en plazos más largos que las empresas que más facturan. Este hallazgo parece consistente con el hecho de que al facturar menos cantidad también su generación de flujos de caja para la devolución de la financiación es menor.

○ INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN

Acerca de los instrumentos de financiación que más podrían interesar a las empresas de la muestra, para cubrir sus necesidades de cara a su consolidación, están bastante dispersos y son poco favorecedores de las formas de financiación que

se analizan en este trabajo, puesto que están más vinculados a las actividades tradicionales de intermediación financiera a través de entidades bancarias.

Los préstamos a tipo fijo y las líneas de crédito parecen atraer el interés mayor. A continuación los préstamos a tipo variable, la línea de descuento comercial y el capital social. Los préstamos participativos (a interés variable en función de resultados) y el leasing no parecen atraer el interés de las empresas de la muestra.

Los préstamos a tipo fijo son la opción preferida de las empresas de todos los volúmenes de facturación. En las empresas mayores, la segunda opción más citada son las líneas de crédito bancario. Las empresas con menos facturación, sin embargo, citan con más frecuencia los préstamos a tipo de interés variable, la ampliación de capital social y a continuación la línea de crédito bancaria y la línea de descuento comercial.

Este punto, el relativo a la formalización de la financiación, parece por tanto uno de los aspectos a considerar por parte de las entidades participantes en este tipo de operaciones de financiación.

ASPECTOS ECONÓMICOS

○ IMPORTE DE LA INVERSIÓN

Un aspecto importante para valorar la conexión entre oferta y demanda de fondos, y valorar la adecuación entre ambas, es conocer cuáles son los importes que se desea tomar prestado o ceder prestado.

Se ha detectado una amplia variedad en cuanto a la cantidad a invertir, por el lado de la oferta, dependiendo tanto de la situación de la empresa a financiar como del tamaño de la entidad de financiación. Las entidades vinculadas a Entidades Financieras (la Caixa capital crecimiento y FCR Banesto, por ejemplo) buscan proyectos de un mínimo de inversión de 500.000 euros, llegando hasta 3 millones

de euros. Se suele también fijar topes máximos. En las entidades de inversión tipo inversores ángeles, los importes son significativamente menores, citándose cifras entre 25.000 y 1.000.000, aunque dejando abierta la posibilidad de coinversiones que permitieran superar esa cifra.

Desde el lado de la demanda, a través del estudio realizado, se observa que las empresas de la muestra requieren cantidades relativamente pequeñas para invertir.

El tramo más importante es el de las empresas que desean invertir entre 90.000 y 180.000 euros, con un 61% de las empresas por debajo de 600.000 euros.

Se observa que las empresas con mayor volumen de facturación tienen un rango más amplio en cuanto a las cifras que desean invertir, manteniendo un 11% de las mismas, la intención de invertir más de 3 millones de euros. Las empresas que menos facturan, por el contrario, se concentran en las inversiones de menos de 180.000 euros y ninguna de las encuestadas, en este nivel de facturación, mostró interés en invertir más de 1,2 millones de euros.

Por otro lado, las empresas con menor tamaño, bajo el criterio de número de empleados, son también las que esperan invertir menores cantidades en los próximos 3 años. Las empresas entre 51 y 200 empleados desean invertir más de 3 millones de euros en un 20% de los casos. Se produce por tanto una correlación entre tamaño de empresa, por número de empleados, y tamaño de inversión.

○ ENTREGA ESCALONADA DE FONDOS

Un requisito que es impuesto con frecuencia por las entidades financieras, en el ámbito de la financiación a emprendedores, es el de entregar los fondos de forma escalonada, a medida que se vayan cumpliendo ciertos hitos o compromisos.

Se procedió a preguntar a las empresas de la muestra si estarían dispuestas a recibir dinero de manera escalonada y la respuesta es mayoritariamente positiva, con un 79,5% de las empresas que estarían dispuestas a ello. Madrid y Valencia son las

provincias donde más aceptación tiene esta opción y Vizcaya y Barcelona las que menos. Las empresas jóvenes lo aceptan más que las más establecidas.

Igualmente, la aceptación de recibir fondos de manera escalonada parece tener mejor acogida entre las empresas que facturan más. Un 86,7% de las que facturan más de 2 millones de euros lo aceptarían frente a un 73,2% de las que facturan menos de 1 millón de euros.

En cuanto al número de empleados, la mayor aceptación se produce entre las empresas que tienen entre 21 y 50 empleados, con un 85,7%. Las que tienen más empleados lo aceptarían solo en un 72% de los casos.

Éste es, por tanto, un elemento de coincidencia de oferta y demanda.

○ DESTINO DE LOS FONDOS CAPTADOS

Se analizó, en la muestra, el destino que los empresarios quieren dar a los fondos conseguidos.

Los datos obtenidos muestran la importancia de la compra de maquinaria y equipo no informático en los deseos de inversión de las empresas, seguido por la compra de locales o fábrica, contratación de empleados para el proyecto de inversión, investigación y desarrollo y adquisición de software y equipos informáticos o de telecomunicaciones.

Por provincias, es Barcelona la que muestra mayor incidencia en la compra de maquinaria y equipos informáticos, con un 50,7% de las empresas que lo citan como primera opción. Madrid, sin embargo es la provincia donde este destino tiene menos éxito, con solo un 20,4%. Las empresas madrileñas citan, como destino preferido para la financiación, la compra de locales o fábrica.

Las empresas sevillanas concentran mucho sus destinos preferidos en primer lugar, con un 41,7% que desearía invertir en compra de maquinaria y equipos no informáticos y un 33,3% de las empresas que desearían adquirir locales o fábricas.

Relativo al tamaño de las empresas, se observa que, para todos los niveles de facturación, se mantiene la preferencia por la compra de maquinaria y equipos no informáticos como primera opción siendo la compra de locales o fábrica el segundo destino preferido también en primera opción. Lo mismo se constata respecto al número de empleados: el destino preferido mayoritariamente es la compra de equipo y maquinaria no informático y en segundo lugar la compra de locales o fábrica, para las empresas de todos los tramos en cuanto a número de empleados. En las empresas con más empleados, sin embargo, se observa una mayor dispersión por las distintas líneas de destino de los fondos.

○ USO ACTUAL Y FUTURO DE FUENTES DE FINANCIACIÓN

Se analizó la incidencia actual y deseo de utilizarlas en el futuro, de las formas de financiación especializadas en Pymes en las empresas de la muestra.

Se estudió, en concreto, el uso que hasta la fecha han hecho las empresas de las formas de financiación que se estudian en este trabajo de forma detallada: capital riesgo, inversores profesionales e inversores conocidos (estos dos últimos se encuadran dentro de la calificación de inversores ángeles).

Sobre una población de 200 empresas, tan solo un 7% ha sido financiado por inversores de capital riesgo o por inversores profesionales (no conocidos). Un 11% ha recibido financiación de inversores profesionales conocidos previamente (amigos, familiares y conocidos).

A nivel geográfico, la incidencia mayor de inversión de capital riesgo se produce en Madrid, con 6 empresas, seguida por Barcelona con 4, Vizcaya con 2 y finalmente Sevilla y Valencia con una operación cada una. Suman así el total de 14 empresas financiadas a través de capital riesgo. De éstas 14 empresas, 10 se concentran en

una antigüedad superior a 6 años y sólo 4 tenían 6 años o menos. Parece algo incongruente que, de éstas 14 empresas, 5 señalaran no tener planes de negocio escritos, cuando es un requisito fundamental solicitado habitualmente por las empresas de capital riesgo.

En cuanto a la aportación de fondos por inversores profesionales, a nivel geográfico, de nuevo Madrid muestra la mayor incidencia con 7 empresas de un total de 14 que recibieron este tipo de financiación. A continuación aparece Valencia con 3 casos, Sevilla con 2 y Vizcaya y Barcelona con 1. De las 14 empresas que recibieron este tipo de fondos, 8 tenían una antigüedad de 6 años o menos y 6 tenían una antigüedad de más de 6 años. De nuevo, la muestra consultada arroja un resultado curioso, pues 8 de las 14 empresas decían no tener escrito ningún plan de negocio.

Por último, en lo relativo a la aportación por inversores conocidos, del total de 22 casos, 9 (41%) se producen en Madrid, seguida de 4 en Sevilla y Valencia, 3 en Sevilla y 2 en Vizcaya. En 13 (59%) de los 22 casos, las empresas tenían una antigüedad de 6 años o menos y las restantes 9 tenían más de 6 años. En este caso, la mitad de las empresas, 11 en total, indican tener un plan de negocio escrito.

Una vez explorada su situación respecto a las formas de financiación con que cuentan de forma actual, se preguntó a las empresas de la muestra acerca de su disposición a recibir financiación de las fórmulas estudiadas, de cara al futuro.

El estudio de la muestra indica que aumenta sustancialmente el interés de utilizar las formas de financiación especializadas frente a la utilización que se hace de ellas actualmente, lo que de nuevo marca una proyección potencial interesante de la actividad.

Se observa que un 27,5% de las empresas de la muestra estarían dispuestas a recibir financiación vía capital riesgo, un 32% estarían dispuestas a recibirlo de inversores conocidos y un 28% de inversores no conocidos.

El factor de inversor conocido parece tener peso a la hora de elegir las contrapartidas con las que financiar las operaciones de la empresa.

De las 55 empresas (27,5% de la muestra) que indicaron estar dispuestas a recibir financiación vía capital riesgo, 24 son de Madrid, 17 de Barcelona, 5 de Sevilla y Vizcaya y 4 de Valencia. Esto implica que un 44,4% de las empresas entrevistadas de Madrid desean recibir este tipo de financiación, siendo la proporción mayor entre todas las provincias. La siguiente provincia sería Vizcaya donde un 26,3% de las empresas desean recibir financiación de capital riesgo, seguida de Barcelona con un 25,4%, Sevilla con un 20,8% y, muy alejada del resto, Valencia con tan solo un 11%.

De las 55 empresas que desean financiarse a través de capital riesgo, 35 (63,6%) tienen una antigüedad superior a 55 años y 20 (36,4%) de 6 años o inferior.

El reparto de las 55 empresas dispuestas a recibir capital riesgo es bastante simétrico, entre los distintos tramos de cifra de facturación.

Y de estas 55 empresas, casi la mitad, 27 (49,1%) preparan de forma habitual un plan de negocios escrito.

La distribución por número de empleados muestra que el mayor número se concentra en el tramo entre 10 y 20 empleados, es decir, las empresas con menor número de empleados.

○ FORMAS DESEADAS DE MATERIALIZACIÓN DE LAS INVERSIONES

A las empresas que respondieron que estaban interesadas en recibir financiación de entidades de capital riesgo o inversores ángeles, se les preguntó por las formas en que desearían que se materializara la aportación de fondos.

Los resultados revelan que las empresas siguen prefiriendo las formas de financiación tradicionales bancarias, luego posiblemente no están sopesando los

requisitos de garantía y no asunción de riesgos que caracteriza a la financiación tradicional.

Se observa en la muestra el gran peso de los préstamos, créditos, leasing y factoring a partir de entidades financieras, entre las formas de financiación deseadas. Un total de 33 (45,4%) de las empresas de la muestra que respondieron esta pregunta optaron por este tipo de financiación, como primera opción. También es la más votada como segunda opción.

Las empresas, si optan por ampliación de capital, se decantan más por los socios actuales (9 empresas, que suponen un 13,6%) que por incorporar socios nuevos. Solo 3 empresas (4,5%) estarían dispuestas, como primera opción, a recibir capital de una entidad de capital riesgo, capital de un inversor conocido, préstamos de un inversor conocido y solo 2 (3%) estarían dispuestas a recibir capital de un inversor profesional no conocido.

En segunda opción, se observa más cercanía a las formas de financiación estudiadas en este trabajo. Baja el peso de los instrumentos de financiación tradicional al 35,3% y aumenta sustancialmente el interés en la entrada en el capital de una entidad de capital riesgo o de préstamos de inversores conocidos. La fórmula de financiación a través de un inversor desconocido (tanto a través de capital como préstamo) no parece atraer más que interés marginal.

En la tercera opción se observa un aumento importante de las opciones de financiación a través de préstamos de entidades de capital riesgo o inversores conocidos. También tiene un peso significativo la opción de recibir capital de un inversor de capital riesgo y de recibir capital o préstamos de un inversor profesional.

○ EMPRESAS INNOVADORAS Y TECNOLÓGICAS

Con frecuencia se asocia a los inversores de capital riesgo e inversores ángeles con las empresas innovadoras. Por ese motivo se utilizó la encuesta para conocer el grado de profundidad en cuanto a la existencia de patentes y tecnología propia en la muestra, a nivel actual y previsto en los próximos años. El análisis realizado señala que solo un 25% de las empresas de la muestra disponen actualmente de una patente o tecnología propia.

A nivel de provincias, Sevilla con un 33,3% de sus empresas seguida de Barcelona con un 31,3% son las que muestran mayor peso del uso de patentes y tecnología propia. Valencia con un 11,1% es la que muestra menor peso.

A nivel de la antigüedad de la empresa, no se perciben diferencias importantes entre en el peso de quien sí tiene o no tiene tecnología actualmente.

No obstante, si se percibe un cierto sesgo a favor de las empresas con mayor tamaño, bien medido en número de empleados como en cifra de ventas.

Igualmente, hay un claro sesgo de las empresas que tienen patente o tecnología actual a favor de la preparación de plan de negocio escrito.

Respecto a la intención de tener o desarrollar una patente o tecnología propia en los próximos 5 años, la respuesta afirmativa fue algo inferior, con un total de solamente 38 empresas, un 19% de la muestra, que prevé disponer de patente o tecnología propia en los próximos 5 años.

A nivel geográfico, se observa que la provincia de Barcelona destaca con un 32% de sus empresas con intención de tener patentes o tecnología propia en el futuro, frente a solo un 2,8% de las empresas de Valencia.

No se aprecia una diferencia importante entre las empresas que si esperan tener patentes o tecnología en el futuro en relación con su antigüedad. Como ya ocurriera

con las que disponen actualmente de patentes o tecnología, se observa un sesgo hacia las empresas de mayor tamaño tanto en número de empleados como en cifra de ventas, respecto a su intención de disponer de este tipo de activos.

○ TENDENCIA CRECIENTE DE LOS INGRESOS

Una de las condiciones que con frecuencia son demandadas por los inversores o financiadores es que las empresas estén en tendencia de crecimiento de ingresos por ventas. Se preguntó a las empresas de la muestra por su situación a este respecto, con una máxima respuesta afirmativa que alcanza a un 83% de la muestra, con 166 empresas.

En este aspecto, destacan las empresas sevillanas que dicen tener tendencia creciente en sus ingresos en un 95,8% de los casos, seguida del 85,1% de las empresas de Barcelona, el 83,3% de las de Valencia y el 81,5% de las de Madrid, lo que contrasta con el 63,2% de las de Vizcaya.

Esta situación afecta de forma muy similar a las empresas de todos los tramos de antigüedad. El porcentaje de las que disfrutan de ventas crecientes es similar en empresas de 6 años o menos y de más de 6 años de antigüedad.

Respecto al tamaño de las empresas de la muestra y su repercusión sobre la tendencia creciente o no de sus ingresos por ventas, se produce una distribución bastante homogénea entre los distintos niveles de empleo y de facturación, con un cierto peso mayor del nivel intermedio, es decir, de las empresas entre 1,1 y 2 millones de euros de facturación.

Se puede decir, por tanto, que un 83% de la muestra analizada podría estar compuesto por empresas de las llamadas “gacela”.

ASPECTOS DE CONEXIÓN ENTRE OFERTA Y DEMANDA

○ PROCEDIMIENTO PARA ENTRAR EN CONTACTO CON EL INVERSOR

Se planteó a las empresas de la muestra una pregunta para conocer de qué manera querrían entrar en contacto con sus potenciales inversores futuros, siendo de capital riesgo o inversor profesional no conocido previamente (inversor ángel).

La pregunta se realizó solamente a las empresas que dijeron estar interesadas en financiación de capital riesgo o inversores ángeles no conocidos.

Un total de 66 empresas de la muestra respondieron la pregunta, de las que 33 (50%) señalaron estar interesadas en conocer a sus posibles financiadores externos a partir de reuniones específicas organizadas a tal efecto. Un 64,3% de las empresas de la provincia de Madrid que contestaron esta pregunta indicaron que la opción de reuniones específicas era la que más les interesaba. Entre las empresas de Barcelona, un 54,5% indicaron también ésta opción como la más interesante, así como un 40% de las empresas de Valencia y un 16,7% de las de Sevilla. En Sevilla y en Vizcaya la opción preferida, en un 50% y un 40% de los casos, respectivamente, es conocer al potencial financiador en una Feria o Congreso de su sector.

La opción de asistir y conocerse en reuniones específicas organizadas al efecto es también la opción preferida en las empresas de los dos tramos de antigüedad (6 años o menos y más de 6 años). El 46,3% de las empresas de más de 6 años de antigüedad que respondieron la pregunta decían estar interesadas en la fórmula de reuniones específicas de presentación, frente a un 56% de las empresas de 6 años o menos de antigüedad.

Se observa en la muestra que, cuanto mayor es la empresa en términos de cifra de ventas y de número de empleados, menor es la concentración en la opción de solicitar reuniones específicas de presentación y las preferencias se distribuyen más

entre otras opciones como Ferias y Congresos del sector, reuniones de emprendedores y Asociaciones del sector.

○ **DISPONIBILIDAD PARA ASISTIR A REUNIONES ESPECÍFICAS DE PRESENTACIÓN**

A las 66 empresas que indicaron estar interesadas en conocer a inversores externos, se les preguntó si estarían dispuestas a asistir a reuniones específicas de presentación a los inversores. La respuesta es masivamente positiva con un 75,8% de las empresas respondiendo afirmativamente. De nuevo destaca Madrid, con un 85,7% de sus empresas apoyando esta forma de contacto, seguida de un 83,3% en Sevilla, un 68,2% en Barcelona y un 60% tanto Valencia como Vizcaya.

En relación con la antigüedad de las empresas, la respuesta es muy similar en los tramos analizados, no detectándose variación significativa.

En relación con el tamaño de la empresa, medida tanto por el número de empleados como con la cifra de ventas, se observa también mucha homogeneidad en la respuesta a la pregunta sobre la disposición para asistir a reuniones específicas.

OTROS ASPECTOS ESTUDIADOS

○ **CONTACTOS PREVIOS CON INVERSORES PROFESIONALES. MOTIVOS PARA LA NO CONEXIÓN.**

Dado que ya se había preguntado cuántas de las empresas utilizan actualmente las fuentes de financiación de inversores especializados en Pymes, se quiso explorar también cuántas de ellas habían tenido contactos con este tipo de inversores, sin que llegaran a materializarse en operaciones cerradas. Posteriormente se les preguntó acerca de los motivos por lo que falló el contacto.

De nuevo parece muy escaso el grado de penetración de las opciones que ofrece capital riesgo e inversores profesionales en las empresas españolas en

consolidación, representadas en la muestra. Tan solo un 6,5% de las 200 empresas de la muestra tuvo contacto con inversores de capital riesgo, un 5% con inversores profesionales y un 12% con inversores conocidos.

Barcelona, con un 9% de sus empresas, seguida de Sevilla con un 8,3% son las provincias donde más intentos fallidos se han producido en capital riesgo. En Madrid destaca un bajísimo 3,7% de las empresas de la muestra. Igualmente, se detecta un sesgo respecto al tamaño de las empresas, en el sentido de que se han producido más contactos con entidades de capital riesgo en empresas de mayor cifra de ventas y mayor número de empleados.

Respecto a inversores conocidos, destaca Madrid (24,1% de las empresas de la muestra) como la provincia donde se han producido más contactos con inversores conocidos. En Sevilla, ninguna de las empresas señala haber tenido contactos fallidos con este tipo de inversores. Valencia se sitúa en el nivel intermedio con un 13,9%. Si se detecta un sesgo en cuanto a la antigüedad de la empresa, ya que las empresas más jóvenes han tenido significativamente más contactos fallidos con inversores conocidos que las más antiguas. Igualmente, las empresas mayores, en número de empleados y en cifra de ventas, han incurrido en más contactos fallidos con este tipo de inversores.

Respecto a inversores profesionales, Madrid es la provincia que señala más contactos fallidos, en un 11,1% de los casos. Esta situación parece producirse con más frecuencia en empresas más jóvenes que en las más antiguas. Igualmente, parece que el mayor tamaño tanto en número de empleados como en cifra de ventas, afecta positivamente al número de contactos realizados con inversores profesionales.

○ MOTIVOS PARA EL FALLO DE LA CONEXIÓN ENTRE OFERTA Y DEMANDA

A fin de valorar los motivos que llevaron a que las conversaciones o contactos para conseguir que este tipo de inversores fallaran, se preguntó a las empresas acerca de varias posibilidades.

Se ha producido una escasísima recepción de respuestas a esta pregunta. Y las respuestas están muy atomizadas entre las distintas posibilidades. Se percibe un mayor peso en las opciones de un rechazo del inversor debido a motivos relacionados con su estrategia inversora y del rechazo por parte de la empresa a financiar por cuestiones económicas.

BIBLIOGRAFÍA

- Admati, A. y Pfleiderer, P. “*Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists*”. *Journal of Finance*, 49 (2), pp. 371-402. 1994.
- Allen, F. y Song, W-L. “*Venture Capital and Corporate Governance*”; Wharton Financial Institutions Service. 03-05. 2003.
- Baygan, G. “A comparison of Venture Capital policies and programs in selected OECD countries”. Industry Division--Directorate for Science, Technology and Industry, OECD, Noviembre 2002.
- Calvo, A.; Rodríguez Sáiz, L.; Parejo, J. A.; y Cuervo, A. “Manual de Sistema Financiero Español”. Ariel Economía. Edición 18ª. 2005.
- CMBOR “Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe”. EVCA publication, 2002.
- Coveney, P. y Moore, K. “Business angels: securing start up finance”. Jon Wiley and Sons. Chichester. 1998.
- Cumming, D. J. “The Determinants of Venture Capital Portfolio Size: Empirical Evidence”. University of Alberta, mimeo.2001.
- Deloitte “Venture capital goes global”. Informe de la firma Deloitte.2006.
- ESAN.es. Página web de ESBAN
- Fried, V.H. y Hisrich, R.D., “Towards a Model of Venture Capital Investment Decision Making”. *Financial Management*, 23 (3), pp. 28-37.1994.
- Gilson, R.J. “Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience”. Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, working Paper 248. 2002.
- Gladstone, D., “Venture Capital Investing”. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.1988.
- Gompers, P.A. “Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital”. *Journal of Finance*. Volume 1, nº 5. 1995.
- Gompers, P.A. “Grandstanding in the Venture Capital Industry”. *Journal of Financial Economics*, 42 (1), pp. 133-156.1996.
- Gompers, P.A. “Venture capital growing pains: Should the market diet?”. *Journal of Banking and Finance* 22 (1998) 1089-1104.1998.
- Gompers, P.A. y Lerner, J., “The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements “. *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, October, 1996.
- Gompers, P.A. y Lerner, J., “What Drives Venture Capital Fundraising?”. *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*. 1998, pp. 149 – 192.
- Gompers, P.A. y Lerner, J., “Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions”. *Journal of Finance*, 53 (6), pp. 2161-2183.1998 b.

- Gompers, P.A. y Lerner, J., “An analysis of compensation in the U.S. venture capital Partnership”. *Journal of Financial Economics* 51 (1999) 3 ð 44
- Gompers, P.A. y Lerner, J., “The Venture Capital Revolution”. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 145-168.2001 a.
- Gompers, P.A. y Lerner, J., “The Money of Invention”. Harvard Business School Press. Boston, Massachusetts. 2001 b.
- Gompers, P.A. y Lerner, J. “Short-Term America Revisited? Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation” *Innovation Policy and the Economy*, Volume 3, 2002.
- Gompers, P.; Kovner, A.; Lerner, J. y Scharfstein, D. “Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets” NBER Working Paper No. 11385. 2005.
- Hindle, K. y Rushworth, S. “ The demography of investor heaven : A Synthesis of International Research on the Characteristics, Attitudes, and Investment Behaviour of Business Angels “. 1999.
- Jeng, L.A. y Wells, P.C. “The determinants of venture capital funding: Evidence across countries”. *Journal of Corporate Finance*, 6, pgs. 241-289. 2000.
- Kelly, P., “Lectures during the course of finance for start-ups.” 2003.
- Kenney, M. y Dossani, R. “Providing Financing for Technology-based SMEs”. UNCTAD. 2002.
- Kortum, S. y Lerner, J. “Does Venture Capital Spur Innovation?”. NBER Working Paper No. W6846. 1998.
- Kortum, S. y Lerner, J. “Assessing the contribution of venture capital to innovation”. *Rand Journal of Economics*, Vol. 31, Nº 4, pp- 674-692.2000.
- LaPorta, López de Silanes, Shleifer y Vishny “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 106(6):1113-155. 1998.
- Manigart, S.; Lockett, A.; Meuleman, M.; Wright,M.; Landström,H.; Bruining,H.; Desbrières, P. y Hommel, U. “Why do venture capital companies syndicate”. Universidad de Gante. Working paper , 2004/226
- Martí Pellón, J., “El Capital Inversión en España, 2000. Capital Riesgo y Capital Desarrollo”. Editorial Civitas, Madrid. 2001.
- Martí Pellón, J. “La paradoja europea en la financiación de la innovación”. *Economía Industrial*, número 322, pp.77-90. 1998.
- Martí Pellón, J., “Oferta y Demanda de Capital Riesgo. 2001”. Editorial Civitas, Madrid. 2002.
- Martí Pellón, J. y Balboa, M. “Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe”. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), Working Paper AD nº 15. 2001.

- Martí Pellón, J. y Balboa, M. "Impacto de la demanda y la liquidez sobre la captación de nuevos fondos de capital riesgo en Europa" *Revista Española de Financiación y Contabilidad* Volumen 32 nº 122, 2004, (Jul-Sept., 2004), pp. 773-805
- Martí Pellón, J. y Balboa, M. "A framework for self regulation in venture capital and private equity: evidence in European markets". *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, segundo trimestre 2006.
- Martí Pellón, J. y Balboa, M. "How do spanish private equity managers signal their quality?" *Revista de economía financiera*, número 6, agosto 2005.
- Martí Pellón, J. y Alemany, L. "Impacto económico y social del capital riesgo en España: período 1991-2002". Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo-ASCRI. Informe publicado.2005 a.
- Martí Pellón, J. y Alemany, L. "Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms". EFA 2005, Moscow Meeting paper. 2005 b.
- Megginson, W. L. "Towards a Global Model of Venture Capital?". *Journal of Applied Corporate Finance*, fall 2002.
- Norton, E. "Venture Capital as an Alternative Means to Allocate Capital: an Agency-Theoretic View". *Entrepreneurship Theory and Practice*, winter, pp. 19-29.1995.
- OCDE "Venture capital and Innovation". GD (96) 168. 1996.
- OCDE "Government venture capital for technology-based firms". OCDE/GD (97)201. 1997.
- OCDE "Report on research and development ". OCDE. 2002.
- O'Shea, M. y Stevens, C. "Governments as Venture Capitalists". *The OECD and Value Added in four countries*". *Journal of Business Venturing*, 11 (6), pp. 439-469.1998.
- Rasila, T. "Venture-to-capital- A new framework for growth venturing and professional ownership". Tampere University of Technology. Publication 498, 2004.
- Schertler, A. "Path Dependencies in Venture Capital Markets". Kiel Institute for World Economics, Kiel Working Paper nº 1120.2002.
- Schmidt, K. M. "Convertible Securities and Venture Capital Finance". *Journal of Finance*, 58 (3), pp. 1139-1166.2002.
- Schmidt, D. y Wahrenburg, M. "Contractual Relations between European VC-Funds and Investors: The Impact of Reputation and Bargaining Power on Contractual Design". Center for Financial Studies, Working Paper nº 15. 2003.
- Smith, D. G. "Venture Capital Contracting in the Information Age". *The Journal of Small & Emerging Business Law*, 2 (1), pp. 133-176.1998.
- Wright, M.; Pruthi, S. y Lockett, A. "International venture capital research: From cross-country comparisons to crossing borders". *International Journal of Management Reviews*. Volume 7, Issue 3, pp. 135-165. 2005.