



Medios de Financiación

Ángel Almoguera Díaz-Prieto
Profesor de Contabilidad y Finanzas

MBA- Edición 2006

ÍNDICE:

1. INTRODUCCIÓN.	3
2. RECURSOS PROPIOS.	5
3. RECURSOS AJENOS.	10
3.1. Créditos de Financiación.	10
3.1.1. Créditos.	11
3.1.2. Préstamos.	23
3.1.3. Descuento de Papel Comercial.	32
3.1.4. Obligaciones, Bonos, Pagarés, Letras, Cédulas.	42
3.1.5. Factoring.	42
3.1.6. Leasing.	50
3.1.7. Renting.	57
3.2. Créditos de Funcionamiento.	67
4. RECURSOS HÍBRIDOS.	69
4.1. Obligaciones convertibles.	69
4.2. Obligaciones canjeables.	70
4.3. Obligaciones con "warrant".	70
4.4. Obligaciones subordinadas. Deuda subordinada.	71
4.5. Acciones sin voto.	71
4.6. Obligaciones (deuda) perpetuas.	72
4.7. Acciones rescatables.	72
5. FINANCIACIÓN INTERNA.	74
5.1. Las Enajenaciones.	74
5.2. Autofinanciación.	74
5.2.1. La Amortización.	78
5.2.2. Las Provisiones.	81
6. FINANCIACIÓN EXTERNA.	83
6.1. Financiación Propia.	83
6.2. Financiación Ajena.	85
7. VÍAS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES.	86
7.1. Ayudas Estatales, Autonómicas y de la Unión Europea.	87
7.2. Sociedades de Garantía Recíproca.	89
7.3. El Capital Riesgo.	102
7.4. La Titulación como Fórmula Alternativa de Financiación para Pymes.	119
BIBLIOGRAFÍA.	135

1. INTRODUCCIÓN.

La financiación constituye uno de los aspectos más relevantes de la problemática empresarial. Podemos definir como financiación el conjunto de medios o recursos financieros aplicados y puestos al servicio del cumplimiento del objeto social o conjunto de actividades, que dan contenido y justifican la existencia de la empresa.

Una visión práctica de lo que es un Balance de Situación la podemos tener si consideramos

- Activo = Aplicación / uso / materialización de los recursos financieros.
- Pasivo = Fuentes de financiación. Recursos obtenidos.

Es decir,

- Activo = Fondos Aplicados
- Pasivo = Fondos Obtenidos

Si queremos saber, de quienes, cómo, y en qué cantidad se han obtenido los fondos (financiación), deberemos analizar el Pasivo. Si nuestro interés está centrado en conocer como se han empleados dichos fondos, deberemos analizar el Activo.

Por tanto el Pasivo está identificado con la financiación de la Empresa.

Obviamente, cuando nos referimos a medios o recursos financieros, no solo debemos tener en cuenta el dinero aportado a la Sociedad, puesto que dentro de dicha calificación hay que considerar incluidos también los créditos concedidos a la empresa, es decir los débitos contraídos por ella.

En este capítulo vamos a estudiar los diferentes aspectos relacionados con las fuentes de financiación, desde un punto de vista general, pasando después a estudiar las diferentes posibilidades de financiación que el mercado español ofrece a las Pymes.

La financiación se suele clasificar, según las diferentes fuentes, en:

- Recursos Propios
- Recursos ajenos.

Más recientemente, ésta clasificación tradicional se completa con una tercera categoría denominada:

- Recursos híbridos.

Otra clasificación, que ofrece el atractivo de mostrar un enfoque más práctico, es la de:

- Financiación interna
- Financiación externa.

A ambas clasificaciones nos vamos a referir a continuación así como también a sus diferentes componentes.

2. RECURSOS PROPIOS.

Al referirnos al Balance de Situación, decíamos que uno de los componentes del Pasivo, es el Patrimonio Neto, también denominado Pasivo no Exigible o Recursos Propios.

Los Recursos Propios reflejan la autentica propiedad o participación de los titulares del negocio (accionistas en las sociedades).

Inicialmente, es decir, cuando la empresa empieza sus actividades, los Recursos Propios están representados por la aportación de los accionistas en forma de Capital Social. A medida que la empresa avanza en el tiempo y cuando ésta es la decisión de los accionistas, los Recursos Propios se verán incrementados con la parte de los beneficios no repartidos, con aquella parte de los beneficios que la empresa retiene por voluntad de los accionistas.

Los Recursos Propios podemos definirlos como la parte de la financiación básica destinada a la cobertura de los riesgos derivados de la gestión. Por ello también se les denomina Capital Riesgo.

Con el fin de poder identificar aquellas cuentas del Balance relacionadas con los Recursos Propios, y si el saldo de las mismas aumenta o disminuye la cuantía de los Recursos Propios, detallamos las más importantes, de acuerdo con la clasificación de la A.E.C.A. (Asociación Española de Contabilidad y Administración).

RECURSOS PROPIOS

CAPITAL SOCIAL (+)
 ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS (-)
 RESERVAS (+)
 PRIMA DE EMISIÓN DE ACCIONES (+)
 REMANENTE (+)
 SALDO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS :
 Saldo acreedor : (+)
 Saldo deudor : (-)
 ACCIONES PROPIAS (-)
 DIVIDENDOS A CUENTA (-)
 APORTACIÓN DE SOCIOS PARA COMPENSACIÓN DE PÉRDIDAS (+)
 PERDIDAS DE EJERCICIOS ANTERIORES(-)
 SUBVENCIONES DE SOCIOS (+)
 GASTOS DE CONSTITUCIÓN Y OTROS (-)

Capital Social (Cuenta de pasivo)

Es el conjunto de los bienes, en forma de efectivo o no, que los propietarios o socios de una sociedad ponen a disposición de la misma de modo permanente en forma de aportaciones, y que suele estar representado por acciones o participaciones.

Accionistas por desembolsos (Cuenta de activo)

Es la parte, que del total comprometido por los accionistas de aportar a la sociedad, está todavía pendiente de entrega. Cabe diferenciar, dentro de tal denominación, según la situación legal en qué se encuentre dicha aportación pendiente, las cuentas de:

- Accionistas por desembolsos exigidos, y
- Accionistas por desembolsos no exigidos.

Reservas (Cuentas de pasivo)

Se trata, en la mayoría de los casos, de cuentas que recogen beneficios no repartidos.

Entre las más importantes cabe destacar:

- Reserva Legal
- Reserva Voluntaria
- Reserva especial por acciones propias
- Reserva de revalorización.
- Etc.

La Reserva de revalorización no procede de beneficios no repartidos, puesto que su origen está en el contravalor o contrapartida correspondiente al posible incremento neto de las cuentas de Activo y los Fondos de amortización acumulados, como consecuencia de la aplicación de alguna de las denominadas "Leyes de Regularización de Balances". La última revalorización autorizada es la recogida en el Real Decreto-Ley 7/1.996, de 7 de junio sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (B.O.E. del 8 de junio de 1.996), en su artículo 5.

Prima de emisión de acciones (Cuenta de pasivo)

Recoge el importe procedente de las emisiones de acciones con prima, es decir, por encima de su valor nominal. En tanto que el valor nominal de la emisión está recogido en la cuenta de Capital Social, la diferencia entre el valor de emisión y el valor nominal, es decir precisamente la prima, está recogido en la cuenta de Prima de emisión.

Remanente (Cuenta de pasivo)

Su saldo corresponde con la parte del beneficio de la empresa, que no se ha destinado a dividendo, pero que tampoco se ha aplicado a dotar las Reservas. Se trata por tanto, de una cuenta de carácter residual.

Saldo de pérdidas y ganancias (Cuenta que figura en el pasivo)

Normalmente se refiere al resultado económico de la empresa en el ejercicio. Si ha sido positivo, es decir si ha habido beneficio, su saldo es deudor y figura en el Pasivo sumando. Cuando el resultado ha sido de pérdida, el saldo es deudor pero figura también en el pasivo con signo negativo.

Acciones propias (Cuenta de activo)

Corresponde a la conocida como "Autocartera", y el saldo debe ser igual al coste efectivo desembolsado por la empresa en la adquisición de sus propias acciones.

Dividendos a cuenta (Cuenta de activo)

Las cantidades que la sociedad, a cuenta de los beneficios o con cargo a reservas, ha abonado a los accionistas con carácter provisional, deben estar recogidas en esta cuenta.

Aportación de socios para compensación de pérdidas (Cuenta de pasivo)

Es una variedad de la compensación de pérdidas acumuladas por la empresa, sin que se tenga, para dicho saneamiento de pérdidas, que acudir a la reducción del Capital Social. Es una forma de sanear las pérdidas sin modificar el Capital Social. Su saldo debe corresponderse con la aportación efectiva realizada por los accionistas con tal finalidad.

Pérdidas de ejercicios anteriores (Cuenta de pasivo)

Figura en el pasivo, pero con signo menos, reduciendo por ello el total de los Recursos Propios. Su denominación nos evita explicación adicional.

Subvenciones de socios (Cuenta de pasivo)

Cuenta poco frecuente. Es una aportación de los accionistas, normalmente a fondo perdido, y con finalidad distinta a la aportación para Capital Social.

Gastos de constitución y otros (Cuentas de activo)

Se trata de partidas que cabe incluir bajo la denominación genérica que el Plan General de Contabilidad agrupa como "Gastos a distribuir en varios ejercicios". Son gastos que en virtud del principio de periodificación, no procede su imputación a un solo ejercicio, y por ello, en tanto no se termine de transferir la totalidad del gasto a las cuentas de Pérdidas y Ganancias de varios ejercicios, figurarán en el Balance dentro del Activo, como un Activo que podemos calificar como ficticio. Su saldo reduce el valor total de los Recursos Propios.

3. RECURSOS AJENOS.

Están constituidos por el conjunto de las deudas contraídas por la empresa. Representan las diferentes obligaciones asumidas por la empresa con el fin de, complementando los recursos financieros aportados por los Recursos Propios, poder hacer frente a las necesidades derivadas de la actividad que constituye el objeto social.

Simplificando los diferentes componentes de este bloque del Pasivo, podemos agruparlos en:

- Créditos de financiación, y
- Créditos de funcionamiento.

3.1. Créditos de Financiación.

También denominados Recursos a Coste Explícito (RCE). Son aquellos medios financieros procedentes normalmente de entidades de crédito, como son Cajas de Ahorro y Bancos, por cuya utilización temporal es necesario satisfacer unos intereses y comisiones pactados. Las modalidades más usuales.

CRÉDITOS DE FINANCIACIÓN

CRÉDITOS *

PRÉSTAMOS *

DESCUENTO DE PAPEL COMERCIAL

OBLIGACIONES

BONOS

PAGARÉS

LETRAS

CÉDULAS

FACTORING

LEASING

RENTING

ETC.

.....

A corto plazo y a largo plazo, en moneda nacional y en divisas, a interés fijo y a interés variable, etc.

3.1.1. Créditos.

Conceptualmente, una póliza de crédito es un contrato por el cual una entidad financiera se obliga, dentro del límite pactado y mediante una comisión que recibe del cliente, a poner a disposición de éste, y a medida de sus requerimientos, sumas de dinero o a realizar otras prestaciones que permitan obtenerlo al cliente.

Las cuentas de crédito se instrumentan en cuentas corrientes, en las que la empresa puede operar de igual forma que en una cuenta corriente y que tienen la particularidad

de que el saldo inicial es el límite de la póliza firmada. Durante su plazo de vigencia, en ella se podrán domiciliar todo tipo de pagos y abonos, de modo que el saldo variará en función de estos movimientos. Podrá incluso tener saldos positivos que se remunerarán a un interés pactado previamente.

En la póliza de crédito ha de indicarse específicamente el tipo de interés nominal de la operación, las fechas de liquidación de cada período y el número de períodos de liquidación. También habrá que hacer constar la TAE de la operación, calculada según las normas del Banco de España.

Las liquidaciones de intereses suelen establecerse con periodicidad trimestral, aplicando el interés nominal sobre el saldo medio dispuesto en cada período. También se ha de tener en cuenta el saldo medio no dispuesto, porque sobre él se aplicará la comisión por disponibilidad.

Llegada la fecha de vencimiento del crédito, éste ha de ser saldado totalmente por el acreditado, teniendo que abonar el saldo deudor que resulte en la última liquidación. Una de las características diferenciadoras de la póliza de crédito es que la cantidad a adeudar no se conoce de antemano, sino que sólo se conocerá en la fecha de su vencimiento y una vez calculado el saldo deudor final.

La principal característica, y al mismo tiempo ventaja, de la póliza de crédito es que sólo devenga intereses por las cuantías efectivamente dispuestas más una comisión por las cantidades no dispuestas en cada liquidación, y no por la totalidad del crédito concedido, como sucede en los préstamos. Otras características a destacar en las pólizas de crédito son:

- Su flexibilidad, al amoldarse perfectamente a las necesidades de financiación de la empresa a lo largo de todo su ciclo productivo. La empresa retira dinero o realiza imposiciones según su disponibilidad de efectivo en cada momento.

- Es un instrumento financiero a corto plazo, cuyo período de vencimiento suele ser anual o inferior al año, si bien existe la posibilidad de renovación o renegociación a su vencimiento.
- Se afecta, hasta el buen fin de la operación, una serie de garantías, que pueden ser personales o reales.
- La importancia de la valoración que la entidad financiera va a realizar de la empresa, de la que dependerá, en gran medida, la concesión o no del crédito.
- Es un contrato bilateral, que genera obligaciones para ambas partes. La entidad financiera estará obligada a poner a disposición del prestatario una cierta cantidad de dinero, en el momento y forma que previamente se hubiera pactado. Por su parte, el prestatario estará obligado a devolver las sumas de dinero efectivamente dispuestas y a abonar los intereses devengados, así como las comisiones, gastos e impuestos que se deriven de la operación.

Por lo que respecta al plazo, como se ha señalado previamente se trata de operaciones que, por su finalidad, están diseñadas para muy corto plazo. Esto no significa, sin embargo, que la empresa no pueda solicitar la renovación de las condiciones aprobadas en la póliza, que si la situación de la empresa no ha variado sustancialmente, normalmente le será concedida, si bien el límite aprobado será inferior.

En cuanto a los excedidos en cuenta, es preciso señalar que la entidad financiera no está obligada a admitir disposiciones o adeudos que excedan del límite del crédito vigente en cada momento, siendo éste motivo suficiente de cancelación del crédito. Los excedidos se considerarán operaciones de crédito a todos los efectos, devengando una comisión sobre el saldo máximo contable del exceso de cada período de liquidación mínimo, liquidable con cada liquidación de intereses.

Por último, y por lo que a las garantías que el acreditado ofrece a la entidad financiera, ésta va a exigir del acreditado el aseguramiento de sus bienes, especialmente de aquellos que constituyen el objeto de su actividad en relación con la finalidad de la operación,

tanto en la cuantía del seguro y riesgo a cubrir, como en lo que a la compañía aseguradora se refiere, así como a satisfacer puntualmente las primas correspondientes.

Modalidades de crédito

Podemos clasificar las distintas modalidades en las que una póliza de crédito se puede presentar, siguiendo varios criterios:

1. En función del plazo:

- A largo plazo: cuando el vencimiento se halla comprendido entre tres y cinco años (pólizas de crédito con renovación tácita y vencimiento a los tres o cinco años de su formalización).
- A medio plazo: con vencimientos entre uno y tres años.
- A corto plazo: cuando su vencimiento es inferior al año (distinguimos dentro de esta categoría las pólizas de campaña, con vencimiento a los seis meses).

2. Según la institución financiera que lo concede:

- Crédito privado: concedido por la banca privada
- Crédito oficial: concedido por entidades oficiales de crédito

3. Según el tipo de garantía:

- Créditos con garantía real
- Créditos con garantía personal

Normativa

Pese a haberse convertido en la modalidad de financiación bancaria más utilizada en la práctica mercantil actual, no existe en el ordenamiento positivo español un concepto legal de apertura de crédito bancario.

La póliza de crédito, al ser un contrato mercantil, está sometida al Código de Comercio. No obstante, si algún aspecto específico careciese de normativa, sería de aplicación el Código Civil.

Para tener validez legal, la póliza de crédito ha de ser intervenida por un corredor de comercio una vez haya sido firmada por las partes contratantes así como por los garantes, si los hubiera. El corredor de comercio tendrá que dar fe de la veracidad de dichas firmas.

De forma obligatoria, siguiendo la Circular N° 8/1990, de 7 de septiembre y su posterior modificación en la Circular N° 3/1996 de 27 de febrero, las pólizas de crédito han de contener la siguiente información:

- El tipo de interés nominal que se utilizará para la liquidación de intereses.
- La periodicidad con la que se producirá el devengo de intereses, las fechas de devengo y liquidación de los mismos, así como la fórmula o métodos utilizados para obtener los datos necesarios para el cálculo de dicho importe.
- Las comisiones que sean de aplicación.
- Los derechos que contractualmente correspondan a las partes.
- Los derechos del cliente en cuanto al posible reembolso anticipado de la operación.
- Los demás derechos que deban incluirse de acuerdo con la normativa específica de cada entidad de crédito.
- En cuanto a los gastos repercutibles, cuando su cuantía no pueda determinarse en el momento de la firma del contrato, figurará al menos su concepto.

La Circular N° 8/1990 del Banco de España, establece que las entidades de crédito están obligadas a entregar al cliente el documento contractual de estas operaciones en el que deberá recogerse:

- El tipo de interés nominal utilizado para la liquidación de intereses.

- La periodicidad de devengo de intereses y la fórmula o métodos utilizados para tal liquidación.
- Las comisiones.
- Las normas con respecto a las fechas de valoración.
- El coste efectivo de la operación (TAE).

Funcionamiento operativo del crédito

El análisis del funcionamiento operativo de una póliza de crédito nos lleva a distinguir dos fases distintas: una primera, en la que la entidad financiera analiza la concesión o no de la póliza, y una segunda, correspondiente al período de vida del crédito.

La fase de concesión de una póliza de crédito, se configura con las siguientes etapas:

1. Solicitud del cliente a la entidad financiera.
2. Aportación de datos del solicitante a la entidad financiera. Para las empresas suele solicitarse, además de documentación demostrativa de la constitución de la empresa, los balances de la empresa de los últimos años y la posible existencia de empresas asociadas.
3. Estudio de la operación por parte de la entidad financiera. En dicho estudio se tienen en cuenta, entre otros factores, la personalidad del solicitante, el importe del crédito, la duración y plazos de amortización, el destino del crédito y las garantías que se aportan.
4. Concesión o denegación de la operación.
5. Formalización de la operación. La formalización se hará por escrito mediante una póliza de crédito, instrumentándose en una cuenta corriente de crédito.

Una vez formalizada la póliza, la vida del crédito concedido por la entidad financiera es el período de tiempo durante el que podemos utilizar los fondos, el cual suele ser

limitado, desde unos meses a varios años, tal y como especificamos en el epígrafe correspondiente a las modalidades de crédito:

1. La entidad bancaria pone a disposición del acreditado cierta cantidad de dinero en una cuenta de crédito de la que podrá disponer, hasta un cierto límite establecido en la póliza. En dicha cuenta se habrán adeudado los gastos iniciales (comisión de apertura, corretaje, informes y otros gastos).
2. Al igual que en una cuenta corriente, periódicamente se realizan liquidaciones de intereses y gastos. Estas liquidaciones, en la mayoría de los casos tienen frecuencia trimestral o mensual.
3. En el momento de vencimiento, el acreditado reintegrará el importe del crédito y los intereses y gastos correspondientes al último período de vida del crédito. En caso de que en el momento de vencimiento tengamos saldo dispuesto, deberemos cubrir inmediatamente dicho saldo, bien mediante la renovación de la póliza, utilizando fondos propios o refinanciando el saldo dispuesto mediante un préstamo.

Para el cálculo del saldo de las cuentas de crédito, el método más frecuentemente utilizado es el hamburgués, cuya mecánica se resume a continuación:

1. Se anotan y ordenan los movimientos en cuenta, ya sean deudores o acreedores, según la fecha valor y se va obteniendo el saldo.
2. Para calcular los días de permanencia de cada saldo, se cuentan los días naturales entre la fecha valor del primer movimiento y la fecha valor del segundo movimiento, incluyendo éste y así sucesivamente.
3. Los números comerciales, tanto deudores como acreedores, se obtienen multiplicando el saldo por el número de días que permanece dicho saldo. Los días por los que hay que multiplicar el último saldo son los comprendidos entre la fecha valor del último movimiento y la fecha de liquidación.

La fórmula para obtener el saldo final será la siguiente:

$$sp = sn + m + \frac{\sum_1^n sr \times nr - \sum_1^n sr' \times nr'}{D}$$

donde:

Sp	Saldo final del período de liquidación.
Sr	Saldo parcial deudor.
Sr'	Saldo parcial del acreedor.
Nr	Días que permanece cada saldo parcial deudor.
Nr'	Días que permanece cada saldo parcial acreedor
sn + m	Saldo igual a la suma de los movimientos en cuenta deudores menos la suma de los movimientos acreedores.
D	Divisor fijo (360/i)
I	Tipo de interés.

Coste del crédito

Los gastos derivados del crédito se pueden agrupar en los siguientes:

- Propios de la formalización y apertura:
 - Comisión de apertura y estudio.* Se devenga en el momento de la formalización, cargándose automáticamente en la cuenta. Se calcula sobre el límite del crédito y es liquidable y pagadera una sola vez, en el momento de formalizarse la operación. Las entidades financieras tienen libertad para fijar el importe de dicha comisión, aunque solamente la pueden cobrar una vez por apertura de crédito. En caso de renovación del mismo, la práctica habitual es no volver a exigirla.

- *Fedatario público.* Al ser la póliza de crédito un contrato mercantil, ha de ser intervenida por un fedatario mercantil para obtener las garantías de realización de la operación.

2. Propios de la operativa:

- *Comisión sobre el saldo medio no dispuesto.* Esta comisión se devenga en función del saldo puesto a nuestra disposición y no utilizado. Su devengo es diario, liquidándose trimestralmente.
- *Comisión por apunte.* Puede existir o no, y es una cantidad fija por apunte. Normalmente cuando existe, hay un número de apuntes exentos, estándolo siempre los que corresponden al funcionamiento interno de la cuenta.
- *Comisión por la reclamación de excedidos.* Su importe suele ser variable, con un mínimo. Se devenga sobre el saldo excedido en fecha operación, liquidándose trimestralmente.
- *Comisión por cancelación anticipada.* Calculada sobre el límite a cancelar por el período que medie entre la fecha de cancelación y el vencimiento pactado en la cancelación anticipada, total o parcial, solicitada por el acreditado.

En las operaciones de crédito bancario, nos encontramos con cuatro tipos de interés:

1. *Interés deudor.* Es el que nos cobrará la entidad por el saldo dispuesto de la cuenta. A este respecto, debemos tener en cuenta que en estas operaciones el saldo no dispuesto no devenga intereses.
2. *Interés acreedor.* Si, como fruto de la operativa, nos encontramos con saldos acreedores, éstos podrán ir remunerados a un interés previamente pactado, que podrá ser fijo o variable.
3. *Interés de excedido.* Es el interés que devengarán los saldos que superen el límite de la póliza, de tal modo que funciona como un descubierto. Debemos tener en cuenta que el Banco de España regula el coste máximo de los descubiertos para las

personas físicas o particulares, pero no para las empresas; en el caso de éstas, el tipo de interés del descubierto es libre.

4. *Interés de demora.* Es el interés que devengará el saldo dispuesto en el momento de finalización del plazo de vigencia previamente pactado. Este se devenga cuando, llegada la fecha de vencimiento de la póliza, ésta se encuentra dispuesta en una determinada cantidad. Normalmente, suele coincidir con el interés de excedido.

Para el cálculo del coste efectivo de una póliza de crédito se deben tener en cuenta todas las variables enumeradas, como son el tipo de interés, la frecuencia de liquidación, comisiones y otra relacionada con las disposiciones que se hagan del crédito. Por otra parte, al tratarse de un instrumento a muy corto plazo, las comisiones iniciales tendrán una especial incidencia sobre el coste final de la operación.

El cálculo del coste real de una póliza de crédito se halla según la siguiente fórmula:

$$TAE = \left[\left(1 + \frac{i}{n} \right)^n \right] + (C_1 \times N) + [(1 - SLMD) \times C_{SLMD} \times n] + (C_R \times N_R)$$

donde:

- i Tipo de interés nominal.
- n Número de liquidaciones en el período.
- C1 Comisión de apertura y estudio.
- N Duración de la póliza en el año.
- SLMD Saldo medio dispuesto en el período de liquidación. Media del saldo medio dispuesto a lo largo de toda la vida de la póliza, expresado en tanto por cien sobre el límite de la póliza.
- CSLMD Comisión por saldo medio no dispuesto.
- n Número de liquidaciones anuales.
- CR Comisión de renovación.
- NR Número de renovaciones anuales.

Valoración del crédito: ventajas e inconvenientes

Las ventajas de la póliza de crédito frente a otros instrumentos financieros bancarios son:

- *La flexibilidad*, ya que el cliente puede disponer libremente de las cantidades monetarias hasta el límite predeterminado. Además, puesto que la póliza de crédito admite tanto disposiciones como imposiciones, realmente se paga la financiación que se necesita en cada momento.
- *Su bajo coste*, puesto que sólo se pagan intereses sobre la parte dispuesta del crédito. Bien gestionada, es el producto de financiación de circulante más barato del mercado. No obstante, en aquellos casos en los que se sobrepase el límite del crédito, la entidad cobrará una comisión de exceso o excedido, que se establece en un porcentaje, siendo su base de cálculo el mayor excedido que se ha producido por fecha de operación o contable en el período de liquidación.
- *Su sencilla utilización*, ya que operativamente funciona igual que una cuenta corriente, por lo que la realización de disposiciones es tan simple como la realización de un reintegro o la firma de un cheque o pagaré, sin tener que realizar gestión añadida alguna.

Por lo que respecta a los inconvenientes:

- *La discrecionalidad de las disposiciones* y la no obligación de realizar imposición alguna durante su período de vigencia hace que las entidades exijan un nivel de garantías muy superior al necesario para negociar una póliza de descuento de efectos del mismo importe.
- Es un instrumento que se ha de *utilizar adecuadamente*. Su razón y máxima utilidad se encuentra cuando lo utilizamos para cubrir desfases de tesorería, siendo poco eficiente su utilización cuando se trata de una financiación a un mayor plazo.
- Algunas entidades vinculan dichas pólizas a una cuenta corriente estándar, siendo la propia entidad la que se encarga de realizar traspasos de la cuenta

corriente a la póliza y al contrario. Esta forma de trabajar no dota a la empresa de todas las *ventajas del instrumento*. Cuando esto sucede, es probable que tengamos simultáneamente la cuenta corriente acreedora y la póliza dispuesta, por lo que estamos pagando intereses por una financiación que en dicho momento no precisamos. Esta forma de trabajar es completamente negociable y debemos exigir poder disponer de nuestra póliza sin ningún tipo de intermediarios.

Importancia relativa en el marco de financiación de las Pymes

A efectos de orientar la política financiera de la empresa, el coste efectivo de una póliza de crédito ha de compararse con el de otras fuentes de financiación (bancarias y no bancarias), teniendo en cuenta la flexibilidad que ofrecen las pólizas de crédito frente a otras fuentes de financiación, por lo que una pequeña diferencia en costes de financiación no debería llevar a su sustitución por otra alternativa más barata pero más rígida.

La utilidad principal de las pólizas de crédito, dadas sus características, es la financiación del ciclo de explotación o situaciones de desequilibrio de tesorería en el corto plazo. Este tipo de instrumento es muy útil para empresas y comercios, pues en estas actividades los flujos de cobros y pagos no suelen estar totalmente coordinados, de modo que se producen momentos de falta de liquidez, aspecto que con este instrumento se puede superar sin problemas.

Puesto que existe una comisión por el saldo facilitado y no dispuesto, la empresa tiene la facultad de actuar considerablemente sobre el coste de la financiación, mediante unas previsiones suficientemente consistentes de sus necesidades de financiación previa al momento de negociación de la póliza de crédito, de modo que no se encuentre posteriormente con costes de sobrefinanciación o de excedidos en cuenta.

En general, los créditos bancarios a corto plazo suelen concederse para financiar operaciones concretas del ciclo de explotación, como pueden ser incrementos

temporales (de carácter accidental) del activo circulante (inventarios, cuentas a cobrar, etc.), los cuales son devueltos una vez que éstos recuperan su nivel normal. En este tipo de créditos las entidades financieras corren un riesgo mayor que en el descuento de efectos comerciales, por lo que, con frecuencia, cuando se trata de empresas no demasiado solventes, la entidad financiera exigirá unas garantías complementarias. La garantía puede ser de tipo personal (aval) o de tipo real, como mercancías o stocks, valores mobiliarios, etc. Los bienes afectados a la garantía del crédito deberán caracterizarse por la estabilidad de su valor en el mercado.

3.1.2. Préstamos.

Una operación de préstamo bancario se define como la entrega por parte de la entidad financiera de una cantidad fija de dinero, a disponer en un único momento por parte del prestatario, con la obligación por parte del mismo de atender al pago periódico tanto de los intereses como del principal, según el cuadro de amortización acordado.

El préstamo bancario suele documentarse en una póliza y se instrumenta en una cuenta en la que sólo se recogerán movimientos de pago, tanto de intereses como de devolución del principal.

En todo contrato de póliza de préstamo se recogen un conjunto de cláusulas establecidas de antemano por la entidad financiera. Algunas de las más empleadas en este tipo de pólizas se presentan a continuación, teniendo siempre presente que las entidades financieras pueden incluir libremente, siempre que se ajusten a derecho, las cláusulas que consideren más convenientes.

- Cláusulas que atienden a la amortización del principal del préstamo.
- Cláusulas resolutorias.
- Cláusulas compensatorias de deudas.
- Cláusulas que atienden a los intereses.

- Cláusulas referidas al período de liquidación.
- Cláusulas sobre los intereses de demora.
- Cláusulas sobre comisiones.
- Cláusulas sobre gastos e impuestos.
- Cláusulas de especificación del cálculo del TAE.
- Cláusula sobre cuenta operativa.
- Cláusulas referentes a las garantías aportadas:
 - ✓ Cláusula de afianzamiento.
 - ✓ Cláusula de requerimiento de garantías.
 - ✓ Cláusula de aseguramiento.
- Cláusula referida a notificaciones y cambio de domicilio de titular o fiadores.
- Cláusulas referidas al procedimiento ejecutivo en caso de incumplimiento de las obligaciones por parte del prestatario.
- Cláusula referida a operaciones especiales.
- Cláusulas de cesión

Diferencias entre préstamo y crédito bancario

Las diferencias fundamentales entre el préstamo y el crédito bancario son las siguientes:

1. En el crédito bancario existe un límite de disposición de dinero en cuenta durante un período de tiempo. El acreditado tiene a su disposición fondos hasta el límite de crédito concedido, que utilizará en su totalidad o no, dependiendo de sus necesidades en cada momento. En el préstamo se entrega desde el primer momento una cantidad fija de dinero a devolver en una fecha también fijada de antemano.

2. En el crédito, el devengo de intereses se realiza sólo sobre las cantidades realmente dispuestas, generalmente cada tres meses, más una comisión por disponibilidad. En el préstamo, la liquidación de intereses se realiza sobre la totalidad de la cantidad pendiente de amortizar en cada momento.
3. El crédito se puede renovar a su vencimiento, pudiendo tener una continuidad en el tiempo, mientras que el préstamo, llegada la fecha acordada, vence y el prestatario estará obligado a devolver el principal del préstamo más los intereses. Se puede concertar un nuevo préstamo pero sin ninguna relación con el anterior.
4. Tanto el préstamo como el crédito se instrumentan en cuentas, pero mientras que la cuenta de crédito puede mantener saldos deudores y acreedores, la cuenta de préstamo solo admite imposiciones, pago de intereses y amortización del principal.
5. Respecto a su finalidad, el crédito se utiliza fundamentalmente para atender las necesidades variables de fondos del ciclo productivo o de tesorería, mientras que el préstamo se utilizará sobre todo para compras de inmovilizado, necesidades fijas de capital, inversiones a largo plazo o permanentes.
6. El contrato de crédito implica obligaciones para las dos partes contratantes, es decir, la entidad financiera y el acreditado. Sin embargo, el contrato de préstamo únicamente genera obligaciones para el prestatario, que deberá devolver la cantidad prestada, pagar los intereses, etc.
7. La amortización del préstamo se realiza según un cuadro de amortización incluido en el contrato, mientras que la amortización del crédito se puede llevar a cabo a través de sucesivas devoluciones, realizadas en el momento o cuantía que decida el acreditado, hasta amortizar el total dispuesto.
8. El coste de préstamos y créditos y forma de amortizar también difieren en gran medida.

Diferencias entre préstamo y crédito bancario

Préstamo	Crédito
<ul style="list-style-type: none"> • Contrato real que se perfecciona con la entrega del dinero. 	<ul style="list-style-type: none"> • Contrato consensual, se perfecciona con el consentimiento.
<ul style="list-style-type: none"> • Contrato unilateral, sólo produce obligaciones para el prestatario (devolver el capital, abonar los intereses, etc). 	<ul style="list-style-type: none"> • Contrato bilateral, genera obligaciones para ambas partes.
<ul style="list-style-type: none"> • La entidad financiera entrega al prestatario una cantidad de dinero. 	<ul style="list-style-type: none"> • La entidad financiera se compromete a poner a disposición del acreditado dinero hasta un límite pactado y durante un período de tiempo prefijado.
<ul style="list-style-type: none"> • El prestatario se obliga a restituir la suma prestada, más los intereses, al finalizar el plazo establecido. 	<ul style="list-style-type: none"> • El acreditado puede disponer de los fondos dentro del plazo y límites fijados, realizando disposiciones totales o parciales que se irán reflejando en la cuenta de crédito.
<ul style="list-style-type: none"> • El prestatario solo reduce su deuda con las amortizaciones en los plazos fijados. Estas amortizaciones son devoluciones parciales de la suma prestada y sólo se amortiza totalmente al cancelar el préstamo. 	<ul style="list-style-type: none"> • El acreditado puede hacer devoluciones, totales o parciales, de las cantidades dispuestas, que se irán reflejando en la cuenta de crédito, pudiendo incluso superar el volumen de los ingresos al de las disposiciones.
<ul style="list-style-type: none"> • Los intereses se abonan por la totalidad del capital pendiente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Los intereses se abonan en función del capital dispuesto.
<ul style="list-style-type: none"> • Las amortizaciones, que se ajustan al cuadro de amortización incluido en la póliza o escritura, suponen una devolución parcial del capital recibido. 	<ul style="list-style-type: none"> • El capital dispuesto deberá devolverse al vencimiento o en las bajas o reducciones de límite estipuladas.

Modalidades del préstamo

Los distintos tipos de préstamos bancarios pueden agruparse de acuerdo con cinco criterios distintos:

- Según el plazo de amortización:
 - A corto plazo, generalmente por un plazo inferior a un año.
 - A medio plazo, entre uno y tres años.
 - A largo plazo, los que superan los tres años.
- Según la garantía exigida por la entidad de crédito en la operación:

- Con garantía personal: en los que tan solo se exige la solvencia personal del prestatario u otros posibles avalistas.
- Con garantía real: en los que el deudor aporta al buen fin de la operación crediticia bienes muebles o inmuebles, que permanecerán afectos hasta la total cancelación de la deuda.
- Según instrumentación del crédito, siendo los instrumentos más utilizados los siguientes:
 - Póliza: se precisa la intervención de un fedatario público.
 - Escritura pública: se precisa la intervención de notario.
 - Efectos financieros: a través de una letra de cambio.
- Según el sistema de amortización, siendo en este caso las modalidades más usuales las siguientes:
 - Con liquidación de intereses y amortización al vencimiento.
 - Con reembolso de capital único y pagos periódicos de intereses.
 - Con cuotas de amortización e intereses constantes (sistema francés).
 - Con cuotas de capital e intereses variables en progresión geométrica.
 - Con cuotas de amortización e intereses constantes, con interés anticipado.
- Según tipo de interés pactado:
 - A tipo de interés fijo durante toda la vida del préstamo;
 - A tipo de interés variable, referenciado generalmente de forma automática a un determinado índice objetivo y público.
- Según el beneficiario:
 - Préstamos privados: concedidos a entidades privadas;
 - Préstamos públicos: concedidos al Estado, comunidades autónomas o cualquier otro tipo de entidades públicas.

Funcionamiento operativo del préstamo

Al igual que en el caso de los créditos, el análisis del funcionamiento operativo de un préstamo nos lleva a distinguir dos fases distintas: una primera, en la que la entidad financiera analiza la concesión o no del préstamo, y una segunda, correspondiente al período de vida del préstamo.

Las fases de concesión de una póliza de préstamo son, en forma esquemática, las siguientes:

1. Solicitud del préstamo a la entidad financiera.
2. Estudio de la operación por parte de la entidad. Las entidades financieras suelen realizar un estudio y análisis de solvencia del solicitante del préstamo con el fin de determinar su capacidad de pago.
3. Aportación de los datos solicitados por la entidad. Para realizar dicho estudio necesitan una serie de información que le ha de ser facilitada por el solicitante, teniendo que ser ésta lo más extensa y veraz posible. Si la documentación presentada no es correcta o está falseada, la entidad podrá resolver unilateralmente la operación de préstamo cancelándola y exigiendo su reembolso.
4. Aprobación o denegación de la concesión de préstamo. Del examen que realice la entidad resultará la denegación o concesión del préstamo y, en este último caso, su cuantía y condiciones de la operación.
5. Formalización de la operación mediante una póliza de préstamo.

Una etapa posterior corresponde a la vida del préstamo concedido por la entidad financiera. Esta fase corresponde el período de tiempo durante el que el préstamo estará vigente, el cual suele ser limitado, desde unos meses a varios años, tal y como se ha especificado en el epígrafe correspondiente a las modalidades de préstamo.

1. En el momento de firma de la póliza de préstamo, la entidad bancaria entrega al beneficiario la cantidad de dinero acordado, estableciéndose la forma en que habrán de restituirse el capital y abonar los intereses remuneratorios, generalmente en unos vencimientos que aparecen en el cuadro de amortización que acompaña al contrato.
2. El beneficiario irá liquidando puntualmente el pago de capital e intereses, según el calendario acordado, a lo largo de la vida del préstamo.
3. De no haber una amortización anticipada, al final de la vida del préstamo, la entidad financiera habrá adeudado todas las cuotas al beneficiario del préstamo y procederá a la cancelación de la póliza de préstamo abierta. Si hubiese amortización anticipada, las cuotas de una parte o todo el préstamo se habrán liquidado previamente al plazo acordado con la entidad financiera en base a la póliza firmada.

Coste del préstamo

El coste de las pólizas de préstamo viene determinado por el tipo de interés más las comisiones, gastos y tasas directamente relacionadas con la operación, que el prestatario está obligado a pagar a la entidad financiera como contraprestación por el préstamo recibido.

El contrato de póliza de préstamo recoge el tipo de interés nominal aplicable al devengo de interés y que supone un aumento del coste financiero. Si el tipo de interés fuera variable por tramos, se tiene que indicar cada uno de los tipos aplicables y el período en que lo son. Si están en función de un tipo de referencia, se ha de reseñar cuál es el tipo de referencia y las normas de revisión.

En la póliza ha de constar la fórmula financiera utilizada para el cálculo de los intereses y los períodos de liquidación. Para efectuar la liquidación se utilizará la fórmula de

interés simple sobre el capital pendiente de amortizar en cada período, devengándose los intereses por días naturales, no por períodos.

La fórmula utilizada cuando el período de liquidación de intereses es completo es la siguiente:

$$I = \frac{C \times i}{n}$$

donde:

- I Intereses devengados.
- C Capital pendiente de préstamo en el período de liquidación.
- i Tipo de interés en tanto por uno.
- n Número de cuotas al año.

Otros gastos y comisiones que suelen aplicar las entidades financieras sobre las pólizas de préstamo son:

- Comisión de cancelación o amortización anticipada.
- Comisión de reclamación de posiciones deudoras vencidas.
- Corretajes de corredores de comercio

Valoración del préstamo: ventajas e inconvenientes

Las principales *ventajas* que representa para la empresa la financiación a través de un préstamo bancario son las siguientes:

- La liquidación de intereses se produce al vencimiento del período acordado.
- No existen timbres para la formalización de este tipo de póliza, lo que supone un ahorro aproximado de un 1% respecto al descuento comercial.

- Los gastos de correo los soporta el librado.

Sin embargo, el préstamo bancario no está exento de *inconvenientes*, entre los que cabe destacar:

- Se trata de una operación de mayor riesgo para la entidad financiera, y por ello más difícil de aprobar, ya que a diferencia del descuento, donde todos los librados más el librador actúan como garantes ante la entidad financiera, en este caso el único garante es el librado, quien responde de la totalidad del préstamo que toma.
- Se precisa un mayor nivel de garantías que en el descuento comercial.
- Los recibos así tratados no son documentos ejecutivos, por lo que en caso de impago las gestiones de recobro son mayores.
- Se trata de una operación que por su propia definición es inflexible, ya que sus características se mantienen constantes desde el momento de su contratación. Este hecho, unido a que sus plazos suelen ser medios o largos, hace que se deban negociar con especial cuidado ya que si la entidad financiera realiza una mala negociación, la sufrirá durante un largo período de tiempo.

Importancia relativa en el marco de financiación de las Pymes

En muchos casos, resulta difícil distinguir entre la financiación bancaria a corto y a largo plazo, ya que es normal que operaciones a largo plazo se instrumenten mediante contratos a corto renovables, debido a las indudables ventajas que esto presenta para las entidades de crédito y para las propias empresas, por los menores riesgos y costes que ello comporta.

El préstamo bancario es uno de los recursos más usuales para la obtención de recursos financieros cuando la empresa pretende financiar la adquisición de bienes duraderos, ya que podemos acomodar la financiación a la duración del bien, permitiéndonos asumir su adquisición con facilidad.

Empresas españolas: deuda bancaria l.p. / recursos ajenos l.p.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Empresas muy pequeñas	0,673	0,7382	0,6925	0,7167	0,6963	0,6904
Empresas pequeñas	0,6592	0,6772	0,6731	0,6667	0,6717	0,6816
Empresas medianas	0,5401	0,5419	0,5408	0,5604	0,5868	0,535
Empresas grandes	0,494	0,4871	0,4189	0,437	0,4388	0,4531

Fuente: Encuesta sobre Estrategia Empresarial

En ocasiones puede ser útil utilizar un préstamo para conseguir recursos financieros destinados a la financiación de nuestros desfases de tesorería. No obstante, en el momento de solicitar un préstamo, la empresa debe tener sus necesidades de capital perfectamente determinadas y el momento justo en el que va a necesitar los fondos.

Normalmente, las entidades bancarias no nos prestarán el 100% del precio del bien que vamos a adquirir, siendo la filosofía que un préstamo es una financiación del capital que nos falta para adquirir el bien y no la financiación del bien en su totalidad.

3.1.3. Descuento de Papel Comercial.

El descuento bancario es una de las operaciones bancarias más típicas, habiéndose convertido en una práctica comercial habitual, como consecuencia de la generalización de la venta a crédito entre las empresas. Gracias a él, las compañías pueden anticipar el importe de sus ventas a crédito no vencidas, previo abono a la entidad financiera de los intereses por la prestación de crédito durante los días que medien entre la fecha de negociación y la fecha de vencimiento de cada efecto.

Se puede definir como una operación de crédito por la que una entidad financiera anticipa el importe de un efecto comercial no vencido a su tenedor, descontando intereses y comisiones.

Su característica principal es que permite al titular disfrutar anticipadamente del importe de las operaciones instrumentadas mediante efectos comerciales. Dentro de estos

efectos comerciales, la letra de cambio es el más utilizado en el descuento bancario, pero no el único. Así, se pueden descontar recibos, pagarés, facturas, etc.

Aunque la relación entre la entidad financiera y el cliente pueda ser ocasional, lo más frecuente es que dicha relación se establezca con carácter continuado, en cuyo caso la entidad estudia previamente a la empresa cliente a través de la documentación que ésta le facilita y entre la que suele encontrarse el balance, la cuenta de explotación, relación de proveedores, etc. Dicho estudio deriva en una clasificación del riesgo comercial que la entidad financiera asigna a la empresa y que se manifiesta en el límite de descuento, o volumen máximo de efectos pendiente de vencimiento que admite a descuento en cada fecha. Este límite puede variar en el tiempo, según la situación económica general y de la empresa cliente, en particular. También puede la entidad financiera exigir determinadas garantías personales al cedente, en el momento de la clasificación, cuando se trata de empresas individuales o empresas con poco capital y de escasa solvencia.

La utilización del descuento se basa en la firma de una póliza de riesgo, en la que se establece:

- El límite máximo de efectos que podemos tener descontados simultáneamente (riesgo vivo).
- El período máximo de anticipo, es decir, el tiempo en días desde la fecha de descuento del efecto hasta su vencimiento, momento en el que lo ha de pagar el librado.
- El tipo de interés. Normalmente en este instrumento se utiliza un tipo de interés variable. En la póliza se fija tanto el período de revisión de intereses, habitualmente trimestral, como el índice de referencia y diferencial a utilizar.
- Días mínimos, es decir, período mínimo de antelación a su vencimiento con que se han de presentar los efectos al descuento.
- Comisiones y gastos a los que está sujeto cada uno de los efectos presentados al descuento.

Es preciso destacar que, en caso de impago de los efectos, la entidad financiera no se dirigirá contra el librado de los mismos, sino contra el librador que los descontó ante ella, cargando en su cuenta el importe del efecto junto a los gastos correspondientes en los que haya incurrido.

Las operaciones de financiación a través de descuento comercial vienen caracterizadas por una serie de elementos:

- El titular no tiene ninguna obligación de presentar efectos al descuento con periodicidad alguna ni de un importe determinado, sino que una vez firmada la póliza de descuento, presentará efectos al cobro a su discreción, ateniéndose a las limitaciones establecidas en dicha póliza.
- La entidad se reserva el derecho a estudiar uno por uno los efectos presentados al descuento y decidir cuáles descuenta y cuáles no.
- La vigencia de la línea de descuento es indefinida, si bien sus condiciones se suelen renegociar periódicamente.
- El límite máximo de efectos que pueden ser descontados simultáneamente se fija en función de la rotación de las ventas y su distribución entre ventas a crédito y ventas al contado. La entidad financiera puede disminuir el límite de forma discrecional cuando estime que las condiciones económicas del titular así lo aconsejan.

Modalidades de descuento

Entre las modalidades que presenta la operativa del descuento, conviene destacar:

1) Descuento comercial:

1.1) Descuento comercial ordinario: Corresponde al funcionamiento previamente descrito y en él las comisiones y los intereses siguen un entramado en función del plazo hasta el vencimiento.

1.2) Forfait: Operativamente no se diferencia del descuento comercial ordinario, pero existe una variación en lo que respecta a las comisiones y el tipo de interés. Se caracteriza por tener una comisión fija por efecto, con independencia del tipo de efecto y del plazo hasta su vencimiento, así como por tener un único tipo de interés, con independencia del plazo hasta el vencimiento.

1.3) Descuento comercial transitorio: Básicamente se trata de un descuento comercial ordinario, con la salvedad de que carece de la póliza correspondiente y los efectos descontados deben cumplir unos requisitos específicos.

2) Descuento financiero: A diferencia del descuento comercial, donde el documento a descontar nace como consecuencia de una operación comercial, en el descuento financiero el efecto se crea con la finalidad expresa de obtener un crédito bancario.

Este tipo de descuento constituye en realidad un crédito bancario instrumentado en una o varias letras de cambio. En estas letras, el librado será el beneficiario del crédito, el tomador el banco, pudiendo ser librador el propio banco o un fiador (avalista). La letra o letras son descontadas por el banco prestamista, el cual abona los fondos correspondientes en la cuenta del beneficiario, pudiendo éste disponer libremente del dinero. En esta operación es usual la intervención de un fedatario público, por lo que su coste es ligeramente superior al descuento comercial.

Con independencia de la modalidad de descuento a la que nos estemos refiriendo, las operaciones de descuento de efectos comerciales pueden llevarse a cabo:

- A través del descuento simple, es decir, para un número limitado de efectos.
- A través de una línea de descuento, por la que la entidad financiera descuenta todos los efectos presentados por la empresa (siempre que cumplan los requisitos establecidos en la póliza), hasta un límite fijado y durante un período de tiempo. Las entidades financieras se protegen del riesgo a través de la imposición de una serie de requisitos, como son el establecimiento de un máximo renegociable o la exigencia de un depósito de

retención. Según van venciendo los efectos descontados, la entidad financiera admite nuevas remesas de efectos para descontar hasta el límite fijado.

Funcionamiento operativo del descuento

En toda operación de descuento bancario van a participar los siguientes elementos:

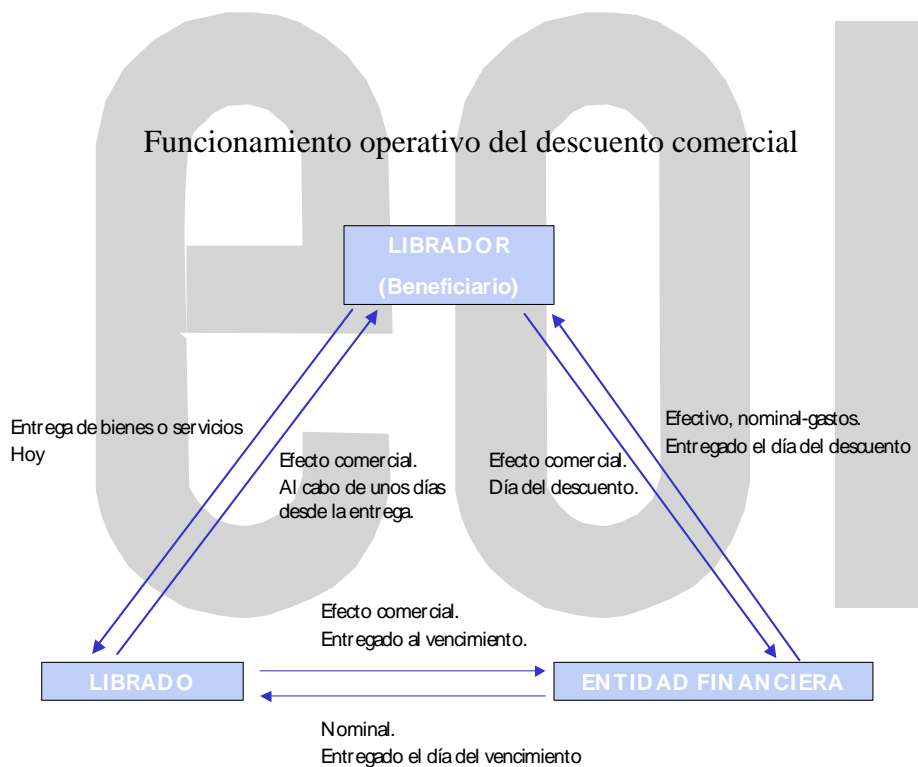
- El librador, o beneficiario, que es quien recibe un efecto comercial firmado en concepto de pago por la entrega de bienes o servicios realizada. Es la persona que gira el efecto.
- El librado, que es quien firma el efecto comercial y se encuentra obligado a cancelarlo al vencimiento. Es la persona contra la que se gira el efecto y que había contraído la deuda.
- El tenedor es la persona que está en posesión del efecto.
- El cedente, figura que se origina cuando el librador del efecto “cede” la posesión del efecto a un tenedor.

En la operativa del descuento bancario, una vez que la empresa (librador) ha generado los documentos de cobro pertinentes contra sus clientes (librados), procede a su presentación ante la entidad financiera para su descuento, habitualmente agrupados en lo que se denomina “remesa”. El librador o cedente libra los efectos comerciales ante la entidad financiera, que procede a la liquidación de los intereses y gastos generados por cada uno de los efectos descontados, abonando al librador el efectivo (nominal del efecto menos comisiones y gastos generados) resultante de cada efecto en la cuenta determinada para ello.

Según van venciendo los efectos que integran la remesa, el riesgo vivo que se mantiene con la entidad se aminora, de modo que la empresa puede ir presentando nuevas remesas hasta llegar al límite de riesgo vivo contratado.

En caso de impago de alguno de los efectos descontados, la entidad financiera procedería a devolverlo al librador, cargando en su cuenta el nominal del efecto más una comisión por devolución.

El siguiente esquema muestra la circulación de los efectos y el crédito como contrapartida, así como la operación de cobro que, en el momento del vencimiento, permitirá liquidar la deuda.



Vemos, pues, que la operativa del descuento comercial se convierte en un ciclo de operaciones que se van realizando a lo largo del tiempo.

Coste del descuento

El coste del descuento de efectos comerciales es bastante elevado, comparado con otros instrumentos financieros, debido tanto a las comisiones como a los tipos de descuento aplicados, tanto más elevados cuanto menor es el tiempo de descuento.

Dicho coste, viene determinado por una serie de gastos que a continuación se detallan:

1. Fedatario público: 0,3% del límite fijado en la línea de descuento. Esta comisión se satisface en el momento de contratación de la póliza de descuento.
2. Intereses: El interés aplicado por la entidad financiera al descuento de letras es libre y está compuesto del tipo de interés preferencial más una prima en función del nivel de riesgo de cada empresa. Este tipo de interés también suele variar en función del plazo de vencimiento de la letra.
3. Propios de la operativa:
 - Comisión de negociación o descuento de efectivo: dependerá de si los efectos están o no domiciliados y aceptados. De acuerdo con la circular 8/1990 del Banco de España, un efecto estará domiciliado si contiene la indicación de que su pago ha de realizarse con cargo a una cuenta abierta en una entidad bancaria.
 - Correo.
 - Timbres, Actos Jurídicos Documentados: viene determinado por las tarifas dispuestas por el Ministerio de Economía y Hacienda. Este impuesto, que suele aproximarse al 1%, se devenga en el momento de realizar el descuento de los efectos, actuando la entidad financiera como entidad liquidadora y recaudadora por cuenta de la Hacienda Pública.
4. Al vencimiento:
 - Si los librados pagan los efectos, no se percibirá ninguna otra comisión.

- Si algún efecto viene devuelto, la entidad financiera cargará en la cuenta de la empresa cedente el nominal de dicho efecto, así como una comisión variable sobre el importe del efecto.
- Comisión de reclamación, cuando un librado informa al librador, previamente al vencimiento, que no podrá atender el pago de un determinado efecto, procediendo el librador a reclamárselo a la entidad financiera para que no se produzca la devolución.

Para calcular el coste efectivo neto del descuento de efectos comerciales, se tienen en cuenta los siguientes elementos:

- El tipo de descuento anual, en tanto por ciento
- La fecha de vencimiento del efecto
- La fecha de abono del efectivo
- La comisión por negociación
- El timbre y otros gastos
- Las retenciones (consistentes en mantener un saldo en la cuenta de depósito igual o superior a un cierto porcentaje sobre el nominal del efecto).

A partir de estos elementos, aplicamos la fórmula siguiente:

$$E^* = N \left[1 - d \times \frac{N}{360} \right] - gN - G - rN$$

donde:

E*	Efectivo neto.
d	Tipo de descuento en tanto por uno.
N	Número de días que median entre la fecha de abono y la fecha de vencimiento.
g	Comisión negociada en tanto por uno.
G	Timbre y otros gastos.
R	Retención en tanto por uno.

Valoración del descuento: ventajas e inconvenientes

La utilización de esta figura de financiación a corto plazo, presenta numerosas ventajas, tanto para empresas como para entidades financieras.

Las *ventajas* que el descuento presenta para las empresas, son las siguientes:

- Se trata de una fórmula de financiación muy accesible, ya que la casi totalidad de las empresas generan papel comercial en su actividad cotidiana, por lo que gestionar su descuento es tremendamente sencillo.
- Puesto que la póliza firmada no tiene vencimiento explícito, ni existe obligación alguna por ninguna de las partes, se trata de un instrumento que se negocia en un momento del tiempo y del que se puede disponer durante todo el tiempo que lo necesite la empresa.
- La empresa obtiene liquidez inmediata.
- Dado que el crédito a proveedores constituye una partida muy importante del balance de la empresa, el descuento bancario le permite proveerse de liquidez con garantía de sus créditos a terceros, sin necesidad de aportar otras garantías colaterales que en otro caso les habrían sido exigidas por los bancos.
- Se externaliza la gestión de cobro de los efectos.

Pero esta figura no está exenta de *inconvenientes* para las empresas, que se pueden resumir en los siguientes:

- Se trata de un instrumento caro, pues los gastos y comisiones que genera suponen tasas anualizadas muy elevadas.
- Es un instrumento totalmente inflexible, ya que independientemente de lo que suceda con la tesorería de la empresa, una vez descontada la remesa no hay forma de anular o retroceder los intereses y gastos satisfechos. Esta situación supone un alto riesgo de entrar en costes innecesarios, por lo que las previsiones de tesorería fiables en el corto plazo se hacen imprescindibles.
- Exige un control exhaustivo del riesgo vigente en cada una de las pólizas de descuento, para saber de qué capacidad de descuento dispone la empresa en cada momento.

Importancia relativa en el marco de financiación de las Pymes

El descuento de efectos es uno de los medios más empleados por las Pymes para movilizar sus créditos comerciales a clientes aunque, como se ha señalado, el coste de esta financiación es elevado. Tiene la ventaja de ser un medio de entablar relaciones con una entidad financiera y posteriormente ir obteniendo otros medios de financiación, como préstamos o créditos.

Es práctica habitual de las entidades financieras conceder líneas de descuento para efectos con vencimiento no superior a noventa días, siendo menos frecuente la concesión de líneas para efectos con un vencimiento más dilatado.

A pesar de que el descuento bancario ha venido siendo una forma habitual de financiación de las Pymes, en los últimos años va perdiendo importancia, al suponer una fórmula muy costosa de financiar la operativa a corto plazo, al tiempo que se utilizan otros instrumentos, como el factoring y el confirming, que proporcionan a la empresa servicios complementarios.

3.1.4. Obligaciones, Bonos, Pagarés, Letras, Cédulas.

Se trata de diferentes títulos representativos de deuda emitida por la sociedad prestataria, y que se diferencian unas de otras en sus características jurídicas. Normalmente a este tipo de financiación las Pymes no suele recurrir, pues se trata de colocar en el Mercado financiero los diferentes activos representados por dichos valores, para lo cual es necesario que el emisor disfrute de una buena imagen pública, es decir que la empresa a quien pertenecen dichos activos emitidos sea conocida y además proyecte una buena imagen.

3.1.5. Factoring.

El factoring es una modalidad financiera que se plasma mediante un acuerdo por el que una de las empresas (factor) ofrece y ejecuta por cuenta de otra una serie de servicios, de conformidad con lo pactado.

Esta sería, a todas luces, la definición formal de este instrumento financiero. En realidad, el factoring es una actividad por la cual una entidad, generalmente de crédito, puede ofrecer a empresas clientes, generalmente Pymes, un conjunto de servicios de naturaleza administrativa, contable y financiera.

Este conjunto de servicios presenta las siguientes características:

- **Servicios administrativos:** Consisten en la gestión del cobro de las facturas por cuenta de la empresa y del control de los cobros pendientes, informando periódicamente a la empresa del estado de las cuentas y de las posibles incidencias. En definitiva, los servicios administrativos del factoring engloban:
 - **Informes comerciales y análisis de la solvencia de las empresas clientes:** clasificación de los deudores en función de su grado de solvencia y asignación de una línea de riesgo a cada uno de ellos.

- Administración, control y contabilidad de los créditos: administración de las cuentas a cobrar correspondientes a los créditos que el cliente le haya cedido, llevando un control por deudor e informando al cliente no sólo de las incidencias del cobro de cada factura sino también del estado de la cuenta de cada uno de los deudores, a los cuales también se les envía un extracto de su cuenta.
- Gestión de cobros: gestión integral del cobro de los créditos que le hayan sido cedidos, respetando los instrumentos de cobro que éste haya acordado con los compradores.
- Cobro de impagados.
- Servicios financieros:
 - Selección y clasificación crediticia de la cartera de deudores.
 - Cobertura del riesgo comercial por insolvencia del deudor: la cobertura del 100% del riesgo de insolvencia, siempre y cuando se contrate un factoring sin recurso.
 - Anticipo de fondos a la empresa a cuenta de las operaciones cedidas: la empresa cliente puede disponer de los importes de los créditos cedidos. El límite máximo suele fijarse entre un 80% y un 90% del importe total de cada factura, incluido el IVA.

Este conjunto de servicios garantiza que el factoring, por un lado, libera al empresario de gran parte de la carga de llevar la contabilidad de la cuenta de deudores y de efectuar por su cuenta la gestión de cobros, asegurándole el buen fin de los créditos. Por otro lado, proporciona financiación a corto plazo a las empresas.

Modalidades de factoring

El factoring presenta diversas modalidades dependiendo de:

a) **Ámbito geográfico de actuación:**

- Factoring nacional: el vendedor y el comprador residen en el mismo país donde se lleva a cabo la operación.
- Factoring internacional: vendedor y comprador residen en países distintos.

b) **Riesgo de insolvencia:**

- Factoring con recurso: el cliente asume el riesgo de crédito de las facturas que haya cedido al factor.
- Factoring sin recurso: el factor asume el riesgo de impago (generalmente el 100%), siempre y cuando este impago se deba a la incapacidad financiera del deudor.

c) **Momento de la liquidación al cliente:**

- Pago al cobro.
- Pago con fecha límite: plazo máximo de demora (normalmente 90 días) a partir del cual el factor paga al cliente, haya cobrado o no.
- Pago al vencimiento.
- Periodo medio de vencimiento: es la fecha media ponderada del vencimiento de las facturas de cada mes más un margen de tiempo acordado, con independencia de si ha pagado o no el deudor.

Normativa

El contrato de factoring es de carácter atípico, de forma que no está expresamente recogido en el ordenamiento jurídico español. Así, esta figura gira alrededor de la

denominada “cesión de crédito” que se encuentra regulada en el artículo 1.255 del Código Civil y en el Código de Comercio.

Asimismo, el contrato de factoring contiene una serie de cláusulas básicas, de obligado cumplimiento:

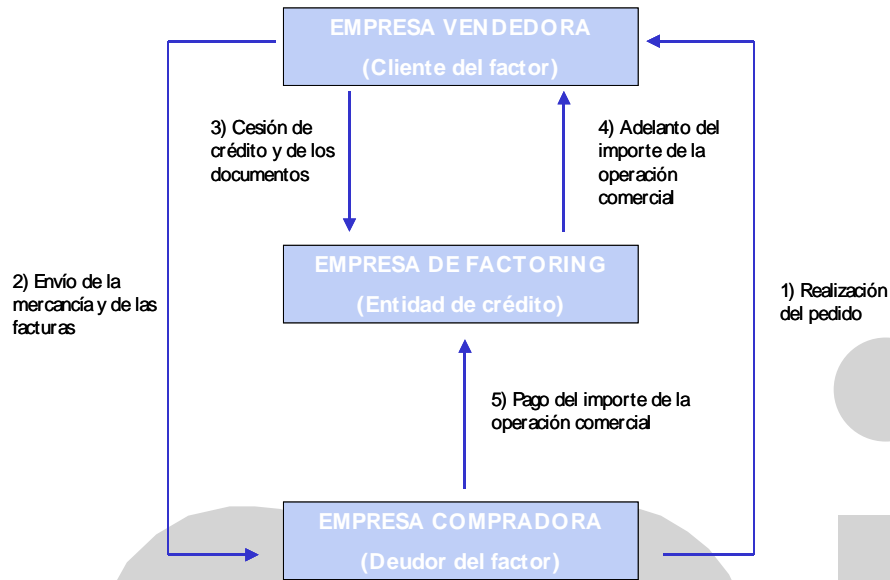
- Cláusula de exclusividad: la empresa cliente se compromete a no operar con otras compañías de factoring de forma simultánea.
- Cláusula de globalidad: la empresa cliente está obligada a presentar al factor todos los créditos de los clientes clasificados, procedentes de sus operaciones comerciales. Con todo, se pueden negociar excepciones a esta cláusula (clientes, productos, países, etc.).
- Cláusula de cesión de crédito: la empresa usuaria debe notificar por escrito a sus clientes que sus facturas se han cedido a la compañía de factoring, indicando que en lo sucesivo deben pagar al factor.
- Cláusula de contraprestación: la empresa cliente se compromete a remunerar al factor por los servicios que contrate.

Funcionamiento operativo del factoring

En una operación de factoring intervienen:

- La compañía de factoring (generalmente entidad de crédito), que actúa como cesionaria de los créditos comerciales surgidos de las ventas de su cliente.
- El cedente, también denominado cliente, que es la empresa suministradora de bienes y servicios que cede al factor los créditos comerciales que se generan de su actividad comercial, y
- El deudor o comprador de bienes y servicios, que es el obligado al pago de los créditos comerciales.

Operativa del factoring



Coste del factoring

La remuneración de los servicios de factoring consta de los siguientes componentes:

a) Tarifa de factoraje: Consiste en un porcentaje sobre el total de las facturas cedidas, incluido el IVA. El importe de esta tarifa dependerá de los servicios contratados:

- Cantidad y tipo de servicios contratados.
- Volumen de ventas a factorizar: importe y número de operaciones.
- Tipo de factoring: con o sin recurso.
- Condiciones y plazos de pago.
- Excepciones negociadas a la cláusula de globalidad.
- Sector de actividad.

b) Tipos de interés: Esta comisión se cobra únicamente en el factoring con anticipo de fondos. Se calcula en función del tiempo, del importe y del tipo de interés de mercado, incluyendo el margen financiero para el factor.

Valoración del factoring: ventajas e inconvenientes

Desde el punto de vista empresarial, la valoración del factoring como instrumento de financiación precisa de la cuantificación de los ahorros que esta alternativa proporciona frente a otros mecanismos de financiación con recursos ajenos.

Sin embargo, las características propias del factoring hacen que gran parte de los servicios que ofrece sean difícilmente valorables en términos económicos, siendo necesario un análisis más subjetivo por parte de la empresa usuaria, en función de su estructura financiera y administrativa.

Con todo, el factoring ofrece un conjunto de ventajas, entre las que destacan:

a) Ventajas económico-financieras:

- Mejora la gestión de tesorería, ya que se dispone del importe de los créditos concedidos de forma anticipada.
- Disminuye los costes fijos (gastos de personal, etc.) de la estructura administrativa, transformándolos en variables gracias a la subcontratación del factoring.
- Elimina el riesgo de impago y las dotaciones por clientes de dudoso cobro (factoring sin recurso).

b) Ventajas de gestión:

- Permite la consolidación de la clientela, ya que gracias al factor se realiza una mejor selección de la misma.
- Posibilita la mejora de las condiciones de venta a corto plazo.
- Disminuye las tareas burocráticas entre el personal administrativo.

- Elimina las interferencias entre los departamentos comerciales y administrativos.

Al margen de estas evidentes ventajas, las empresas usuarias de los servicios de factoring deben asumir ciertos *inconvenientes*, que pueden resumirse en los siguientes:

- En ocasiones, el factoring puede presentar un coste muy elevado, dependiendo del riesgo de la cartera de clientes.
- Si no se dispone de capacidad de negociación, la empresa debe aceptar las condiciones que impone el factor, quien se reserva el derecho a rechazar alguna operación.
- La expansión de las ventas puede verse ralentizada si el factor impone límites estrictos para operar.
- No suelen admitirse operaciones con vencimientos superiores a los 180 días y procedentes de productos perecederos.

Factoring versus financiación bancaria

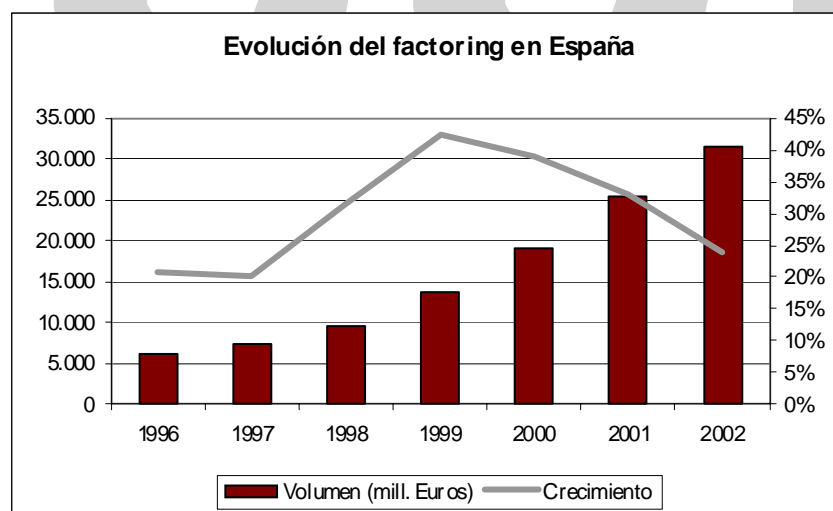
	Balance inicial	Balance final	
		Préstamo bancario: 1.500	Factoring con pago anticipado del 80% 1.500
Activos fijos	5.000	5.000	5.000
Existencias	800	800	800
Clientes	3.000	3.000	
Factoring			1.500
Tesorería	200	1.700	1.700
TOTAL ACTIVO	9.000	10.500	9.000
Capital	2.000	2.000	2.000
Acreedores a L/P	4.000	4.000	4.000
Acreedores a C/P	1.600	3.100	1.600
Proveedores	1.400	1.400	1.400
TOTAL PASIVO	9.000	10.500	9.000
Ratio Liquidez	1,33	1,22	1,33
Ratio Endeudamiento	3,50	4,25	3,50

Importancia relativa en el marco de financiación de las Pymes

El mercado del factoring presenta fuertes disparidades según el grado de desarrollo de los países. Así, en términos generales existe un conjunto de factores que determina la importancia relativa de este instrumento dentro de la estructura financiera de las empresas:

- El arraigo histórico de esta actividad.
- La existencia de una mayor cultura financiera que posibilite la implantación de nuevos productos y su extensión entre la comunidad empresarial.
- La importancia alcanzada por la financiación interempresarial dentro de la estructura de las empresas, ya que el factoring contribuye a mitigar los riesgos derivados de este tipo de créditos.
- El grado de desarrollo del tejido empresarial.
- El nivel de terciarización de la economía, ya que a mayor peso del sector servicios, el fenómeno de la subcontratación aumenta.

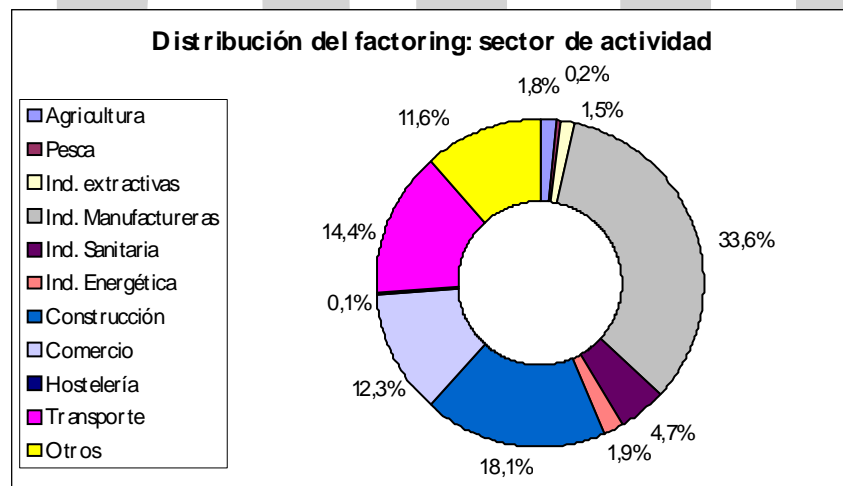
Evolución del factoring en España
(Millones de euros y porcentajes)



Lo cierto es que España, aunque aún se encuentra lejos de países pioneros como Estados Unidos, Italia, Reino Unido o Francia, ha asistido en los últimos años a un desarrollo espectacular de esta modalidad de financiación. Así, en 2002 este mercado movía más de 30.000 millones de euros (4,55% del PIB), registrando tasas de crecimiento superiores al 20% desde 1996.

Sin embargo, aunque en principio no existen limitaciones respecto a los créditos comerciales que pueden ser objeto de factoring, la práctica hace que ciertos sectores hagan un mayor uso de este instrumento financiero. Destacan, por tanto, el sector de las manufacturas, con un 33,6% de las cesiones, seguido de la construcción (18,1%), el transporte (14,4%), las industrias extractivas (11,6%), el sector médico-hospitalario (1,9%) y la agricultura (1,8%).

Distribución sectorial del factoring



3.1.6. Leasing.

El leasing es una operación de arrendamiento financiero mediante la cual se cede el uso de un bien mueble o inmueble a cambio de una contraprestación monetaria, que se traduce en el abono periódico de cuotas. El contrato debe incluir una opción de compra

a favor del usuario al término del mismo. La condición fundamental para que este contrato pueda llevarse a cabo es que los bienes sean destinados a una actividad empresarial con fines agrarios, pesqueros, industriales, comerciales, artesanales, de servicios o profesionales.

Por lo general, existen varios tipos de contratos de leasing, dependiendo de las necesidades propias de cada empresa la utilización de las distintas modalidades:

- *Leasing financiero*: la sociedad de leasing se compromete a la entrega del bien, pero no a su mantenimiento, estando prohibida la rescisión unilateral del contrato por parte del usuario. A la finalización del mismo, el cliente podrá ejercitar o no la opción de compra.
- *Leasing operativo*: la sociedad de leasing no sólo facilita el uso del bien, sino que también proporciona mantenimiento, además de reponerlo a medida que vayan surgiendo modelos tecnológicamente más avanzados. En esta modalidad, el arrendatario puede cancelar el contrato en cualquier momento.
- *Lease back*: en esta modalidad el bien a arrendar es propiedad del arrendatario, que se lo vende al arrendador para que éste se lo ceda de nuevo en arrendamiento. Mediante este mecanismo, el propietario del bien obtiene liquidez y puede seguir utilizando el bien a cambio del pago de una cuota.

Normativa y tratamiento fiscal

El leasing se encuentra regulado en el ordenamiento jurídico español a través de la disposición adicional séptima de la Ley 26/1988 sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y de la Ley 43/1995 del Impuesto de Sociedades.

En este sentido, el favorable régimen fiscal ha podido ser uno de los factores que contribuyen a explicar el extraordinario desarrollo que ha experimentado este

instrumento financiero en España. Así, tiene la consideración de gasto fiscalmente deducible la carga financiera satisfecha a la entidad arrendadora.

Por otro lado, también es un gasto fiscalmente deducible (salvo que los bienes arrendados no sean amortizables) por la parte de las cuotas satisfechas que correspondan a la recuperación del coste del bien, siempre y cuando no exceda del doble o triple del coeficiente máximo de amortización lineal de los bienes, según las tablas de amortización oficialmente aprobadas. El límite de deducibilidad será el triple en el caso de aquellas empresas cuya cifra anual de negocio no supere los 5 millones de euros. En el resto de compañías de mayor dimensión, el límite será el doble.

Funcionamiento operativo del leasing

Las operaciones de leasing presentan una serie de particularidades que hacen necesaria la descripción de su funcionamiento. En primer lugar, en un contrato de leasing intervienen tres partes:

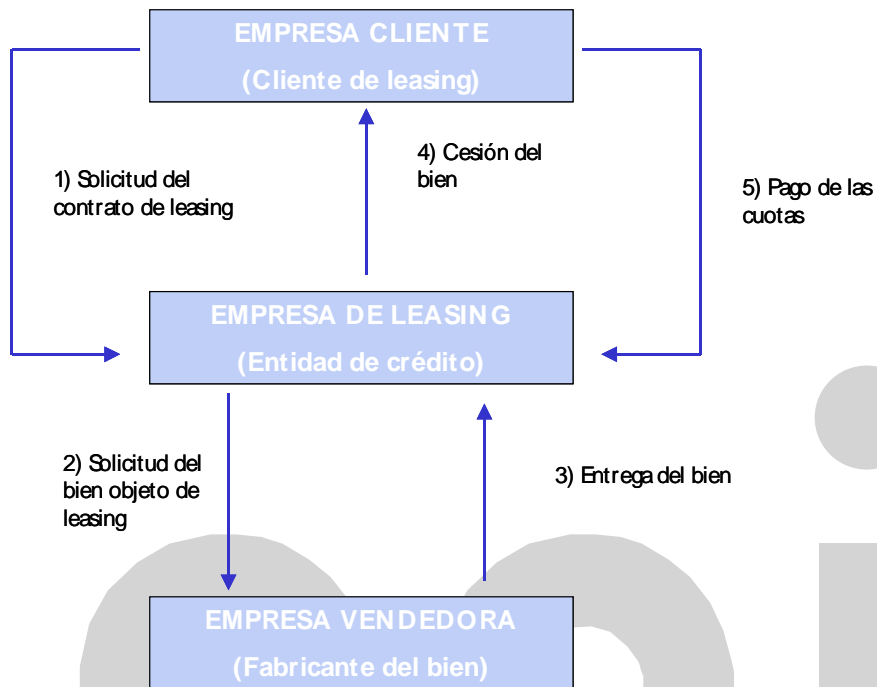
1) *El usuario del bien*, que deberá desarrollar una actividad empresarial a la que afectar dicho bien.

2) *La entidad financiera*, que adquiere el bien para posteriormente ceder su uso a la empresa cliente. Las sociedades de arrendamiento financiero también podrán realizar, con carácter complementario, las siguientes actividades:

- Actividades de mantenimiento y reparación.
- Concesión de financiación, siempre y cuando esté asociada a una operación de arrendamiento financiero.
- Intermediación y gestión de operaciones de arrendamiento financiero.
- Actividades de arrendamiento no financiero.
- Proporcionar asesoramiento e informes comerciales.

3) *Vendedor del bien*.

Operativa del leasing



Asimismo, tal y como se ha comentado anteriormente, el contrato de arrendamiento financiero incluye una opción de compra. En este sentido, una vez que ha vencido el leasing, el usuario puede elegir entre:

- a. Adquirir el bien, pagando una última cuota de acuerdo con el valor residual establecido.
- b. Renovar el contrato de arrendamiento.
- c. No ejercer la opción de compra, entregando el bien al arrendador.

Respecto a la duración, los contratos de leasing, tendrán una extensión mínima de dos años cuando tengan por objeto bienes muebles, y de diez años cuando tengan por objeto bienes inmuebles o establecimientos industriales.

Por otro lado, en un contrato de arrendamiento financiero de este tipo debe quedar especificado el tipo de interés nominal que afectará a la operación para la liquidación de

los intereses, la periodicidad, las comisiones y gastos asociados, así como los derechos contractuales en cuanto a la modificación del tipo de interés y su comunicación al usuario, y los derechos sobre un posible reembolso anticipado de cuotas. Igualmente, las cuotas de arrendamiento deberán aparecer en el contrato diferenciando la parte que corresponda a la recuperación del coste del bien por la entidad arrendadora, excluido el valor de la opción de compra, y la carga financiera exigida por la misma. El importe anual de la parte de las cuotas que corresponde a la recuperación del coste del bien debe permanecer constante o, en su defecto, tener carácter creciente a lo largo del periodo contractual.

Valoración del leasing: ventajas e inconvenientes

El leasing es un instrumento financiero especialmente adecuado para empresas de nueva creación con escasez de recursos, ya que la propia inversión se financia desde el comienzo de la actividad productiva

Las principales *ventajas* del leasing como instrumento de financiación a largo plazo son:

- Amortización acelerada del bien, cuestión especialmente útil en el caso de empresas muy solventes y para usuarios de bienes con fuerte contenido tecnológico.
- Las cuotas son un gasto fiscalmente deducible.
- A la finalización del contrato, se puede adquirir el bien mediante el pago del valor residual.
- Permite la financiación del 100% del bien.
- No es necesario realizar ningún desembolso inicial, con lo que el activo circulante no sufre disminuciones.
- Se mantiene la rentabilidad económica sobre activos fijos.

- El ratio de endeudamiento permanece inalterado.
- Se obtienen descuentos por pago al contado.
- Eliminación de impactos inflacionistas.
- Disponibilidad de equipamiento tecnológicamente avanzado sin necesidad de recurrir a tesorería, con lo que se liberan recursos que pueden ser aplicados a potenciar la actividad productiva.

Evidentemente, este conjunto de ventajas hace del leasing un instrumento atractivo para la financiación de la actividad empresarial. Con todo, su principal *inconveniente* continúa siendo su coste, que resulta comparativamente más elevado que otras alternativas.

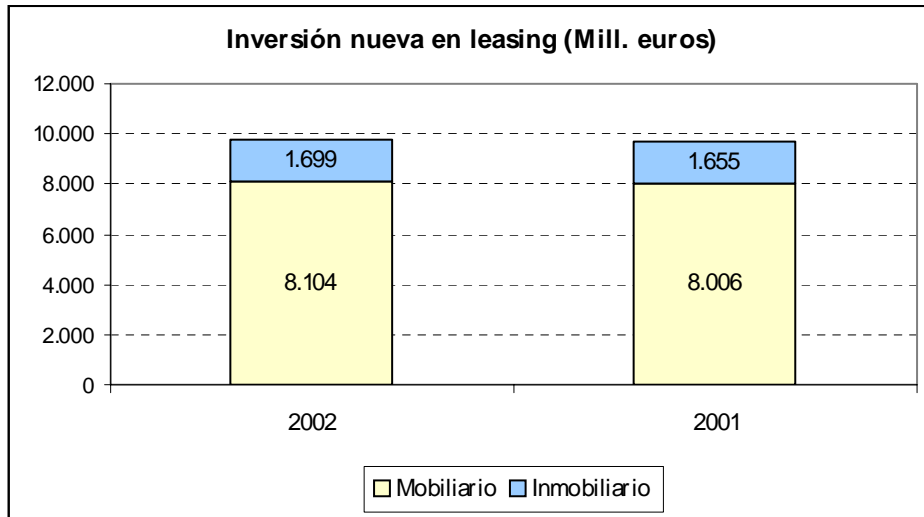
Importancia relativa en el marco de financiación de las Pymes

El leasing, concebido inicialmente como una herramienta para lograr beneficios fiscales por la desgravación de activos, ha ido adquiriendo importancia progresiva dentro de la estructura financiera empresarial, gracias a que sus particulares características facilitan la gestión diaria de las empresas.

En este sentido, la cifra de inversión nueva en leasing ha ido aumentando cada año, de forma que en 2002 alcanzó los 9.803 millones de euros. Sin embargo, puede considerarse en cierto modo como un mercado maduro, de forma que los incrementos son cada vez menores, 1,5% en el último año.

El leasing mobiliario sigue siendo, con diferencia, el principal segmento del mercado, con una cuota del 82,6%, mientras que el inmobiliario apenas supone el 17%.

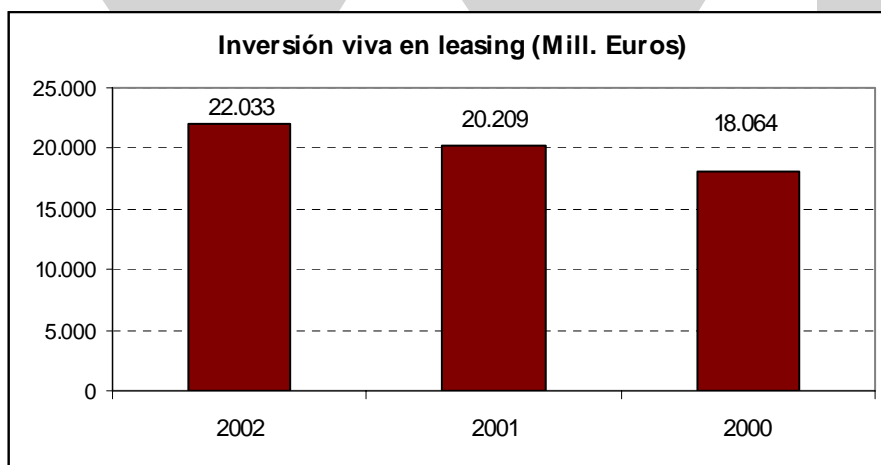
Inversión nueva en leasing



Fuente: Asociación Española de Leasing

La inversión viva, por el contrario, recoge tasas de crecimiento más dinámicas, de forma que en 2002 fueron de un 9%, y en 2001 de un 11,9%. Esto significa que es mayor el importe de los contratos nuevos que el de los que han finalizado, ratificando la creciente importancia del leasing como instrumento de financiación de las empresas.

Inversión viva en leasing



Fuente: Asociación Española de Leasing

Los sectores que mejor han respondido ante el leasing, si tenemos en cuenta el volumen de inversión, han sido los bienes de equipo (34%), el transporte (22%), inmobiliario (17%) y turismos (12%). En general, todos los sectores han mantenido su cuota relativamente estable, salvo en el caso de materiales de transporte, que ha descendido 3 puntos porcentuales.

3.1.7. Renting.

El contrato de renting constituye un alquiler a medio y largo plazo de determinados tipos de bienes muebles, en el que el arrendatario se compromete a pagar una cuota fija a lo largo de todo el período de alquiler, a cambio del uso y disfrute del bien en cuestión, así como de una serie de servicios adicionales que no se incluyen en una compra ordinaria de bienes. La gama de estos servicios adicionales es amplia, y varía en función tanto del activo objeto de la transacción como de las características intrínsecas del contrato, aunque en general suele incluir actividades de mantenimiento, revisión, seguro y reparación. La existencia de este tipo de servicios constituye uno de los principales atractivos del renting, dado que permite a las compañías liberarse de las funciones de gestión operativa de sus activos.

El propietario del activo es la propia empresa de renting, que cede su uso pero no la propiedad. Antes de la finalización del contrato, el usuario y la compañía acuerdan la renovación o no de la operación. A diferencia del *leasing*, no es habitual la adquisición del bien por parte del usuario, por lo que, de no mediar renovación, el contrato finaliza con la devolución del mismo. Por tanto, al final del contrato el bien vuelve al proveedor, que podrá venderlo o llevar a cabo otras operaciones de alquiler. Lo normal es que los contratos de renting no incorporen opción de compra, si bien en ocasiones los bienes objeto del mismo son adquiridos por el arrendatario al vencimiento a un precio aproximado al valor residual. En definitiva, al finalizar el contrato al usuario se le presentan tres opciones: la devolución del bien a la compañía de renting y la

contratación de uno nuevo, la renovación de la operación o su adquisición directa tras negociación con la compañía.

Los plazos aplicados a las operaciones de renting varían en función del bien objeto de la transacción y de las características intrínsecas del propio contrato. En teoría, no existen períodos mínimos ni máximos, pero es habitual que la compañía de renting establezca un plazo mínimo de 12 meses y uno máximo de cinco años. Actualmente, el plazo medio de duración del contrato de renting en España es de 42,6 meses. Por último, señalar que generalmente no es posible la cancelación anticipada de los contratos de renting, salvo que medien acuerdos explícitos entre las partes o causas de fuerza mayor.

Normativa

A diferencia del leasing, el renting no está considerado como un producto financiero, por lo que no cuenta con un marco regulatorio específico, ni se encuentra sometido al control del Banco de España. Como todo contrato mercantil, para su tratamiento hay que atender a las normas sobre contratos del Código de Comercio, y a los preceptos más generales sobre esta materia contenidos en el Código Civil. Por consiguiente, jurídicamente, las operaciones de renting se asimilan a contratos de arrendamiento de bienes muebles.

Desde un punto de vista fiscal, el renting también encierra una serie de ventajas comparativas respecto a otros instrumentos alternativos. Las cuotas abonadas periódicamente por el usuario son totalmente deducibles tanto en el impuesto sobre sociedades como en el régimen de estimación directa de los profesionales. Dado que a menudo las empresas realizan retribuciones en especie a sus empleados, especialmente en forma de vehículos, puede darse el caso de que estas retribuciones se materialicen en bienes sometidos a un contrato de renting. En este caso, las cuotas pagadas se imputarán como gasto de alquiler en la proporción en la que el bien sea utilizado para uso empresarial y como gasto de personal en la parte de uso particular, siendo, en cualquier caso, deducible la totalidad de la cuota pagada por ambos conceptos. Cabe comentar,

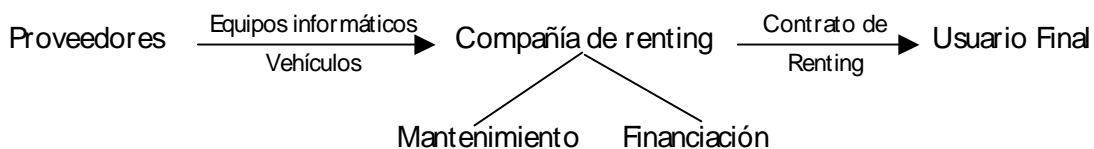
asimismo, que, salvo en determinadas circunstancias, se permite recuperar el IVA soportado en cada una de las cuotas devengadas.

Funcionamiento operativo del renting

Los activos objeto de renting son variados, aunque todos presentan la característica común de tratarse de bienes muebles con una vida útil relativamente larga y sometidos a una alta depreciación. Tradicionalmente, el mercado de renting ha venido ligado al alquiler de vehículos, pero en los últimos años ha adquirido especial relevancia el alquiler de equipos y herramientas informáticas (*tecnorenting*). Así, estos dos submercados representan más del 95% del total del mercado de renting. No obstante, debe dejarse constancia de que existen otros bienes que tienen cabida en las operaciones de renting, principalmente maquinaria y equipos industriales específicos.

Aparte de los diferentes tipos de producto objeto de renting, se pueden encontrar otras clases de contratos con variaciones sobre el estándar, tales como el *renting apalancado*, en el que existe un convenio de recompra por parte del proveedor del bien, el *flex-renting*, en el que el cliente puede sustituir el material o devolverlo, o el *rent-back*, que supone la adquisición por parte de la compañía de renting de parte de los activos que el usuario está utilizando, para posteriormente alquilárselos.

Operativa del renting



Renting de vehículos

El renting de automóviles, también denominado alquiler a largo plazo, es un sistema a través del cual el cliente alquila un vehículo mediante el pago de una cuota fija mensual, accediendo con ello no sólo a su uso y disfrute, sino también a una serie de servicios que le permiten la utilización del automóvil en óptimas condiciones y garantías. A diferencia del alquiler de corta duración (*rent a car*), en el renting el cliente alquila un vehículo completamente nuevo, ajustado a sus propios gustos y necesidades.

Una de las principales ventajas de este instrumento financiero reside en los servicios adicionales que incorpora. En el caso del alquiler de vehículos, y aunque pueden variar en cada uno de los contratos, los principales servicios generalmente contenidos son:

- La tenencia de un seguro a todo riesgo
- El mantenimiento y reparación.
- El cambio periódico de neumáticos.
- La asistencia en carretera.
- La gestión del combustible.
- La existencia de automóviles de sustitución inmediata.

Los vehículos objeto de contratos de renting son los turismos y todoterrenos de todas las marcas y modelos, así como las furgonetas y vehículos comerciales derivados con un peso inferior a 3.500 kilogramos. Quedan al margen, por tanto, autobuses y vehículos industriales pesados.

Asimismo, los plazos del contrato de renting resultan flexibles. En el caso concreto del renting de vehículos, dichos plazos tienden a equipararse con la vida útil habitual de un vehículo. Aunque existen particulares que han recurrido a este instrumento como alternativa a la adquisición directa de un automóvil, el mercado ha estado hasta el

momento concebido desde una óptica puramente interempresarial, por lo que el usuario tipo es la empresa, siendo el peso del segmento de particulares prácticamente residual.

Renting tecnológico

El renting tecnológico, también denominado *tecnorenting*, consiste en el alquiler a medio y largo plazo de equipos o herramientas informáticas a través de un contrato que cumple las características típicas y generales de cualquier contrato de renting. En él, el arrendatario se compromete al pago de una cuota fija a lo largo de todo el período de alquiler, a cambio del uso del bien y de unos servicios integrados adicionales. Los bienes objeto del contrato varían en función de las necesidades de cada usuario y hacen referencia tanto a equipos (*hardware*) como a aplicaciones informáticas (*software*).

Los servicios que habitualmente incorpora el renting tecnológico se desarrollan a lo largo de todas las fases del proceso de gestión de equipos informáticos. En la incorporación de los mismos, la compañía de renting coordina las actividades de instalación, realiza labores de asesoramiento y facilita la integración con los proveedores en el caso de que la compañía de renting no sea el propio fabricante de los bienes. Durante el período de utilización, gestiona el parque de bienes y presta servicios de mantenimiento y cobertura ante posibles averías y contingencias. Por último, en el momento de la finalización del contrato, la empresa de renting procede a la retirada de los equipos, asesora sobre posibles renovaciones y gestiona las nuevas incorporaciones en el caso de concretarse las mismas. Dentro de los servicios generales también se incluyen los pertinentes seguros sobre los bienes arrendados, y a lo largo de todo el proceso la compañía de renting realiza un soporte continuo al usuario.

Como en todo contrato de renting, los plazos del mismo resultan flexibles. No obstante, en el caso concreto del *tecnorenting*, y habida cuenta de que el continuo proceso de avance tecnológico provoca la rápida obsolescencia de las tecnologías de la información, la renovación de equipos resulta más frecuente y, por tanto, los plazos de los contratos tienden a acortarse. El usuario tipo del *tecnorenting* son pequeñas y

medianas empresas que, cada vez con mayor frecuencia, encuentran la necesidad de realizar inversiones en herramientas informáticas para hacer frente a los desafíos de la economía digital.

Valoración del renting: ventajas e inconvenientes

El recurso a la financiación de inversiones a través del renting conlleva una serie de ventajas desde el punto de vista del usuario que incrementan el atractivo de este instrumento y explican el extraordinario crecimiento experimentado por el sector en los últimos años. Estos factores positivos variarán en función del bien objeto de la operación y de determinadas características específicas inherentes al propio contrato. Lo que a continuación se trata de representar de manera esquemática son aquellas *ventajas* comunes a la mayor parte de las operaciones de renting, agrupándolas en dos grandes grupos:

- **Ventajas administrativas y operativas:**
 - Incorporación de servicios de mantenimiento, revisión, seguro y reparación.
 - Agilización de las tareas administrativas de la empresa, al incluir en un único contrato tres diferentes (financiación, adquisición y seguro).
 - Optimización del control y gestión de los activos de la compañía.
 - Adaptación de los activos de la sociedad a las necesidades cambiantes del mercado, a los avances tecnológicos y a la propia evolución de la empresa.
 - Cesión del riesgo técnico, ya que el arrendador corre con la obligación de garantizar que el bien siempre se encuentre en perfecto estado de uso.
 - Facilidad de contabilización de la operativa, frente a la complejidad de instrumentos alternativos como el leasing.

- **Ventajas económico-financieras:**

- Inexistencia de fuertes desembolsos iniciales, con el consiguiente coste de oportunidad que ello conllevaría.
- Conocimiento de antemano del importe de las cuotas a pagar durante todo el período del contrato y eliminación de costes variables no controlables.
- No exigencia de inmovilización de fondos de la empresa en bienes que, a menudo, requieren continua renovación.
- Aligeramiento del balance de la compañía por la no incorporación del bien a su inmovilizado, no incidiendo con ello en el ratio de endeudamiento de la empresa, y permitiendo la liberación de recursos y el incremento de la rentabilidad económica.
- Disminución de los gastos administrativos internos asociados a la gestión de activos.
- Deducción total de las cuotas devengadas y recuperación del IVA soportado.
- Posibilidad de acceder a mayores descuentos, debido a que las compañías de renting compran grandes volúmenes a los fabricantes y, habitualmente, repercuten los descuentos por ellos obtenidos a sus propios clientes.

Frente al compendio de ventajas presentadas, que constituyen los principales factores explicativos del creciente recurso de las compañías a este mecanismo de financiación, existen una serie de *inconvenientes* que pueden llevar al usuario a decantarse por otros instrumentos alternativos. En primer lugar, existe un fuerte concepto de la propiedad arraigado en nuestro país, que choca frontalmente con la propia naturaleza del renting, y que limita su mercado potencial. En segundo lugar, y habida cuenta de que incorpora una serie de servicios añadidos adicionales, su coste financiero resulta sensiblemente superior al resto de alternativas. Por otro lado, el hecho de que no pueda ser cancelado de manera anticipada priva de cierta flexibilidad al usuario a la hora de gestionar su política de inversiones.

En cualquier caso, estimamos que las ventajas que reporta el recurso al renting como mecanismo de financiación de inversiones resultan especialmente favorables para empresas de tamaño medio-pequeño, que a menudo carecen de los fondos necesarios para acometer volúmenes importantes de inversión y que encuentran en este instrumento la oportunidad de optimizar la gestión de parte de su inmovilizado.

Importancia relativa en el marco de financiación de las Pymes

Tal y como ya se ha comentado, los principales bienes objeto de renting son vehículos y equipos y herramientas informáticas. Aunque no existen datos concretos sobre la importancia relativa de cada uno de ellos dentro del total del mercado, se estima que el peso del submercado de vehículos sería de cerca de un 62%, frente al 35% del de equipos informáticos, quedando el restante 3% para el alquiler a largo plazo de otros bienes muebles, como maquinaria, herramientas y similares.

Renting de vehículos

El mercado del renting de vehículos en España ha exhibido, en los últimos años, un crecimiento muy significativo, y esto tanto en periodos de bonanza del sector automovilístico (1998-1999), como en momentos de ralentización (2001-2002).

Evolución del renting en España

	Compras		Flota	
	Nº vehículos	Crecimiento	Nº vehículos	Crecimiento
1996	23.165		50.367	
1997	24.931	7,62%	63.159	25,40%
1998	49.614	99,01%	115.761	83,29%
1999	69.350	39,78%	163.866	41,56%
2000	84.820	22,31%	216.434	32,08%
2001	104.074	22,70%	265.444	22,64%
2002	111.046	6,70%	310.020	16,79%

Fuente: Asociación Española de Renting

Así, en cuestión de seis años, la flota de vehículos destinados al renting se ha multiplicado por seis, desde los 50.000 existentes a finales de 1996 a los más de 310.020 registrados al cierre del año 2002. Las causas explicativas del extraordinario comportamiento del sector son variadas. En primer lugar, el número de empresas que recurren a instrumentos de financiación de adquisición de inmovilizado ha aumentado considerablemente a medida que estos instrumentos se daban a conocer en mercado. Las empresas han encontrado en el renting un mecanismo idóneo para liberar recursos de balance y para evitar el endeudamiento tradicionalmente asociado a la realización de inversiones. Por último, en un contexto de estrechamiento de márgenes como el actual, la mayor parte de compañías han intensificado los procesos de ahorro de costes y de incremento de productividad. Los altos gastos asociados a la gestión de flotas y las ineficiencias procedentes de su tratamiento interno han situado al renting como una alternativa óptima para dicha gestión.

Otro elemento destacable de la evolución del renting en España es el aumento considerable de la utilización de este instrumento por parte de las Pymes. Ello se explica por la reorientación de la política estratégica de las principales compañías de renting, que observaban cómo el mercado de grandes empresas presentaba altas cotas de saturación y, por consiguiente, fuertes guerras de precios y crecientes estrechamientos de márgenes. En este sentido, las características intrínsecas ligadas a este tipo de financiación hacen que las Pymes constituyan un mercado objetivo con alto potencial de crecimiento. La inexistencia de fuertes desembolsos iniciales, la mejora de la capacidad de endeudamiento de la compañía, la eliminación de costes variables e inesperados, la externalización de las labores de gestión de flota y la simplificación de las tareas administrativas son los aspectos más valorados por este tipo de empresas para financiar sus compras de elementos de transporte a través del renting.

Con todo, el renting de automoción supone tan sólo un 7% de las matriculaciones en España, muy por debajo de los niveles de países de nuestro entorno como Reino Unido (38%) y Francia (21%). El alto sentido de la propiedad arraigado en nuestro país, que provoca que los consumidores se decanten por utilizar un coche propio en lugar de uno

alquilado, explica parte del importante desfase existente con relación a otros países europeos, en los que este sentimiento es más moderado.

La baja penetración relativa del renting en España respecto a otros mercados es, sin embargo, síntoma del alto potencial asociado al mercado español y a las elevadas posibilidades de que en el medio plazo el renting se convierta en un foco de demanda relevante y recurrente para el sector.

Renting tecnológico

El renting como instrumento financiero de adquisición de inmovilizado no comenzó a generalizarse en nuestro país hasta hace pocos ejercicios. Su aplicación tradicional se circunscribía al alquiler de vehículos y el peso de otros bienes muebles resultaba prácticamente residual. Con el rápido avance de las tecnologías de la información en los últimos años comenzó a adquirir importancia el renting de equipos y herramientas informáticas. No obstante, el renting tecnológico se encuentra aún en una fase incipiente de desarrollo y los datos públicos disponibles resultan significativamente limitados. Algunas estimaciones realizadas por los propios profesionales del sector señalan que este segmento representa ya cerca del 30% del mercado total de renting en España.

El renting tecnológico está concebido para que sean las empresas sus principales usuarias, siendo prácticamente nulo el recurso al mismo de particulares. Dentro de las empresas, las características inherentes a este tipo de renting hacen que el segmento de pequeñas y medianas compañías constituya el nicho proclive para su aplicación. La estructura empresarial española está caracterizada por el elevado peso de las Pymes, considerablemente superior al de otros países occidentales, estimándose que, de los dos millones setecientas mil empresas que hay en España, el 99,87% son Pymes. Una de las principales debilidades de las empresas de tamaño reducido reside en su escaso desarrollo tecnológico en un contexto en el que las tecnologías de la información han adquirido un peso relevante en la mayor parte de sectores económicos. Las autoridades han adoptado en los últimos tiempos medidas tendentes a fomentar la utilización por parte de este tipo de compañías de las nuevas tecnologías de la información e Internet,

principalmente en forma de incentivos fiscales a la adquisición de equipos y herramientas informáticas.

El renting constituye una alternativa a la adquisición directa de los equipos informáticos. No exige la realización de desembolsos iniciales importantes, factor que normalmente constituye un punto de reticencia a la hora de acometer las decisiones de inversión. Además, evita la rápida obsolescencia ligada a las herramientas tecnológicas, al garantizar la renovación de los equipos al finalizar el contrato suscrito. Dado que una parte importante de las actividades de las Pymes corresponde a negocios de emprendedores, rápidamente crecientes y cambiantes, esta garantía de renovación y de eliminación del riesgo de obsolescencia tecnológica constituye una ventaja competitiva evidente en un entorno de mercado dinámico. El recurso al renting también permite a las compañías externalizar la gestión de sus procesos tecnológicos, lo que reduce las cargas administrativas asociadas a este tipo de actividad e incrementa la productividad y eficiencia de los mismos.

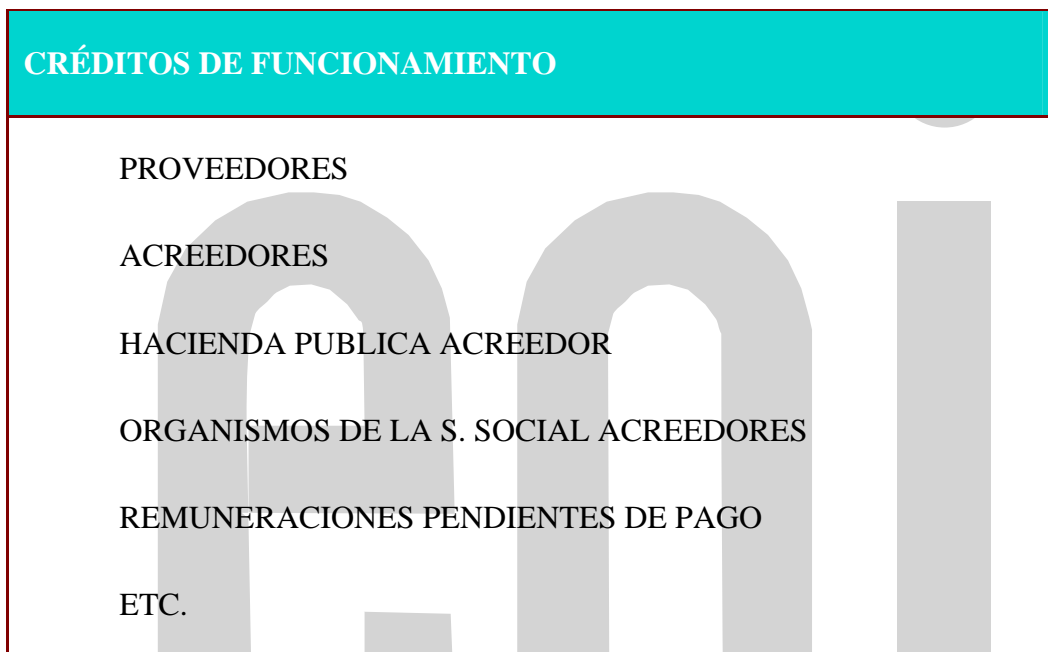
En definitiva, el renting tecnológico constituye una alternativa a la adquisición directa de equipos y herramientas informáticas para las empresas de tamaño limitado. Además de las ventajas inherentes a cualquier tipo de renting, esta modalidad permite a las compañías la minimización del riesgo de obsolescencia ligado a la inversión en tecnologías de la información, y la externalización de la gestión de los procesos informáticos, reduciendo la estructura de costes internos de la empresa. La idoneidad de este instrumento queda reflejada en el crecimiento experimentado por el mercado en los últimos tiempos, y aunque no existen datos agregados disponibles, los principales operadores del mercado coinciden en señalar que el peso de esta modalidad dentro del sector del *renting* se ha incrementado significativamente.

3.2. Créditos de Funcionamiento.

Se les conoce indistintamente por Recursos a Coste Implícito (RCI), o como Pasivo espontáneo. La dinámica de la actividad empresarial es la que genera este tipo de

financiación, sin que sea necesaria el pacto o contratación previa. Por ello tampoco se pacta un coste como contrapartida a su utilización, es decir normalmente no hay que pagar unos intereses, si bien es posible que, si el mercado lo permite, al fijar el precio de la mercancía o servicio, que en la mayoría de los casos es el origen de dichos Créditos de funcionamiento, se compute todo o una parte de su coste financiero. Esta es la razón de que también se denominen como Recursos a Coste implícito (RCI).

Los más frecuentes son:



Al igual que los Créditos de financiación, son todas cuentas de Pasivo, y por tanto con saldo acreedor.

4. RECURSOS HÍBRIDOS.

Constituyen la financiación mixta. Participan en algunos aspectos de las características de los Recursos propios y en otras de las de los Recursos ajenos. Se conocen también como "capital mudo" o "capital en potencia".

Las principales modalidades son:



4.1. Obligaciones Convertibles.

Son títulos representativos de deuda emitidos por las empresas, que llevan incorporados el derecho a convertir las obligaciones en acciones.

El canje se efectúa mediante una ampliación de capital, poniendo para ello en circulación nuevas acciones. Existen diferentes momentos para ejercer el derecho a la conversión, de acuerdo a las fechas preestablecidas en el programa de emisión de dichas obligaciones. Normalmente en el programa de emisión se suele incluir "la cláusula

antidilución”, evitándose así las ampliaciones de capital anteriores al ejercicio del derecho de conversión, que determinarían una disminución del valor teórico del derecho. El derecho de conversión es enajenable.

4.2. Obligaciones Canjeables.

A diferencia del caso anterior el canje de obligaciones por acciones no se produce mediante una ampliación de capital. Se trata de canjear las obligaciones por acciones ya existentes. Este procedimiento se suele utilizar por las empresas para reducir la autocartera.

4.3. Obligaciones con "Warrant".

Este tipo de obligación tiene incorporado un "warrant" que permite ejercer el derecho a adquirir (en condiciones prefijadas) una acción de la empresa, mediante el canje de un número determinado de "warrant" por la acción de la empresa emisora o de una empresa filial. El derecho, que puede ejercitarse directamente o venderse, tiene un determinado plazo de validez, establecido igualmente en el programa de emisión. La aplicación del "warrant" lo puede ser para acciones procedentes de la autocartera o de una ampliación de capital.

Tienen como finalidad hacer más atractivas y más baratas, las emisiones de deuda en forma de obligaciones, y facilitar la venta de los activos financieros subyacentes (acciones) a precios superiores a los del mercado en ese momento (cuando se ejercita el derecho).

Para la empresa representa una mayor financiación cuando se ejercita el derecho, y para el inversor es una prima de emisión.

4.4. Obligaciones Subordinadas. Deuda Subordinada.

Se trata de valores o en general de deuda, en la que la percepción de los intereses y retribución pactada con el inversor adquiriente de dichos títulos, queda "subordinada" a que se den determinadas condiciones.

Normalmente dicha "subordinación" se refiere a que la empresa emisora obtenga beneficios, de tal forma que sólo cuando el beneficio es el resultado de la cuenta de Pérdidas y Ganancias, cuando la empresa está obligada al pago de intereses por la deuda emitida. Cuando la falta de beneficios impida el pago de intereses estos se acumulan en favor del acreedor, reanudándose su pago una vez la empresa vuelva a los beneficios, pero sin que el pago anual total de intereses pueda superar en una determinada proporción los beneficios obtenidos.

4.5. Acciones sin Voto.

Se diferencian respecto a las acciones ordinarias, en los derechos políticos y los derechos económicos que confieren su posesión.

Los poseedores de estas acciones, tienen derecho de asistencias a las Juntas, pudiendo hacer uso de la palabra pero no ejercer el voto. A cambio de dicha renuncia, dentro de los derechos económicos disponen de la garantía de percepción de un dividendo mínimo del 5 por 100. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo que establezcan los estatutos sociales, que no podrá ser inferior al 5 por 100 del capital desembolsado por cada acción sin voto. Una vez acordado el dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias.

Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad estará obligada a acordar el reparto del beneficio mínimo a que se refiere el párrafo anterior. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte del dividendo mínimo no

pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes, y dentro de ese plazo en tanto se abone la parte no pagada del dividendo mínimo, las acciones sin voto conferirán este derecho en juntas generales y especiales de accionistas.

Entre otras ventajas, las acciones sin voto no quedarán afectadas por la reducción del capital social por pérdidas, cualquiera que sea la forma en que se realice, sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

Las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho a voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital desembolsado.

4.6. Obligaciones (deuda) Perpetuas.

En la emisión de este tipo de valores no existe una fecha de vencimiento, si bien la empresa emisora puede reservarse el derecho de proceder al rescate de las obligaciones mediante su amortización.

Representa una renta perpetua para el inversor, y suelen estar los tipos de interés sujetos a algún tipo de actualización (indiciación).

A pesar de su carácter de no amortizables, se pueden cotizar en bolsa, por el interés que ofrece al adquirente por razón de:

- Desinversión (venta)
- Rendimiento (interés) y
- Rescate (posible amortización por la empresa emisora).

4.7. Acciones Rescatables.

Se entiende por acción rescatable aquellas que nacen con la cualidad de amortizables. La previsión de su amortización, es anterior o simultánea a su emisión, ya esté contenida en los estatutos primitivos de la compañía, o en alguna de sus posteriores

modificaciones. El derecho que se concede al titular a que sus acciones sea adquiridas por la emisora al precio y en el plazo predeterminado se conoce como "Put warrant".

Se trata de valores de renta variable con una mayor liquidez. Es importante esta forma de emisión de acciones para las sociedades de "Capital riesgo".

El rescate se puede hacer con cargo a beneficios, a reservas de libre disposición, y al capital. Cuando así se establezca, a cambio de las acciones rescatadas se pueden entregar bonos de disfrute.



5. FINANCIACIÓN INTERNA.

En la segunda de las clasificaciones establecidas para las diferentes fuentes de financiación, nos referíamos a la financiación interna y a la financiación externa. Esta clasificación se atiene a la necesidad que tiene la empresa de acudir a los mercados financieros en busca de recursos.

Cuando la empresa por sus propios medios es capaz de reclutar los recursos financieros que está necesitando, podemos hablar de financiación interna. Pero, si agotada esta vía, continúa demandando más medios financieros, tendrá que acudir a la financiación externa.

Dentro de la financiación interna debemos considerar:

- Las enajenaciones, y
- La autofinanciación.

5.1. Las Enajenaciones.

Mediante la venta, transmisión o desinversión de bienes de activo circulante, o de activo fijo podemos obtener financiación es decir, en este caso medios de pago o créditos que a su vez podemos aplicar para la compra de nuevos bienes.

5.2. Autofinanciación.

Se entiende como autofinanciación la suma de las amortizaciones y provisiones practicadas y la parte del beneficio retenido por la empresa, es decir el beneficio no repartido.

La autofinanciación está íntimamente relacionada con el concepto de Cash-Flow. No obstante, no existe probablemente en toda la literatura de la economía empresarial mayor falta de coincidencia que en la definición del Cash-Flow.

Así podemos diferenciar:

- Cash-Flow referido al ámbito de la autofinanciación.
- Cash-Flow como diferencia entre cobros (entradas) y pagos (salidas), de un periodo.

Pero también es posible establecer diferentes niveles en el cálculo del Cash-Flow, bajo la concepción del primer punto anterior:

RESULTADO CONTABLE (B° ANTES DE IMPTOS.)	
+ DOTACIÓN A LAS AMORTIZACIONES	
+ DOTACIONES NETAS A LAS PROVISIONES	
+ INSOLVENCIAS DEFINITIVAS SIN PROVISIÓN	
- PROVISIONES APLICADAS A SU FINALIDAD	
+ DOTACIÓN A RESERVAS CARGADAS A LA CTA. DE PERDIDAS Y GANANCIAS	
= RECURSOS GENERADOS (CASH-FLOW BRUTO)	
- IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES	
= CAPACIDAD DE AUTOFINANCIACIÓN	
- DIVIDENDOS Y OTRAS RENTAS DISTRIBUIDAS	
= AUTOFINANCIACIÓN (CASH-FLOW NETO)	

Veamos un ejemplo. Supongamos que una empresa presenta al final de un determinado ejercicio la siguiente cuenta de Pérdidas y Ganancias (en unidades monetarias).

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	
DEBE	HABER
Compras 4.500	Ventas 6.500
Gast. de Personal..... 600	Varc Existenc. 300 ⁽²⁾
Dotac para Amorti. 500	Provisiones aplicadas..... 150
Dotac para Provis. 150	Ingresos financieros..... 400
Otros gst. de ex plotación..... 470	Ingresos extraordinarios..... 60
Gastos financieros..... 23	
Impuesto s/Socied. 336 ⁽¹⁾	
Resultado (B°)..... 624	
TOTAL..... 7.410	TOTAL..... 7.410

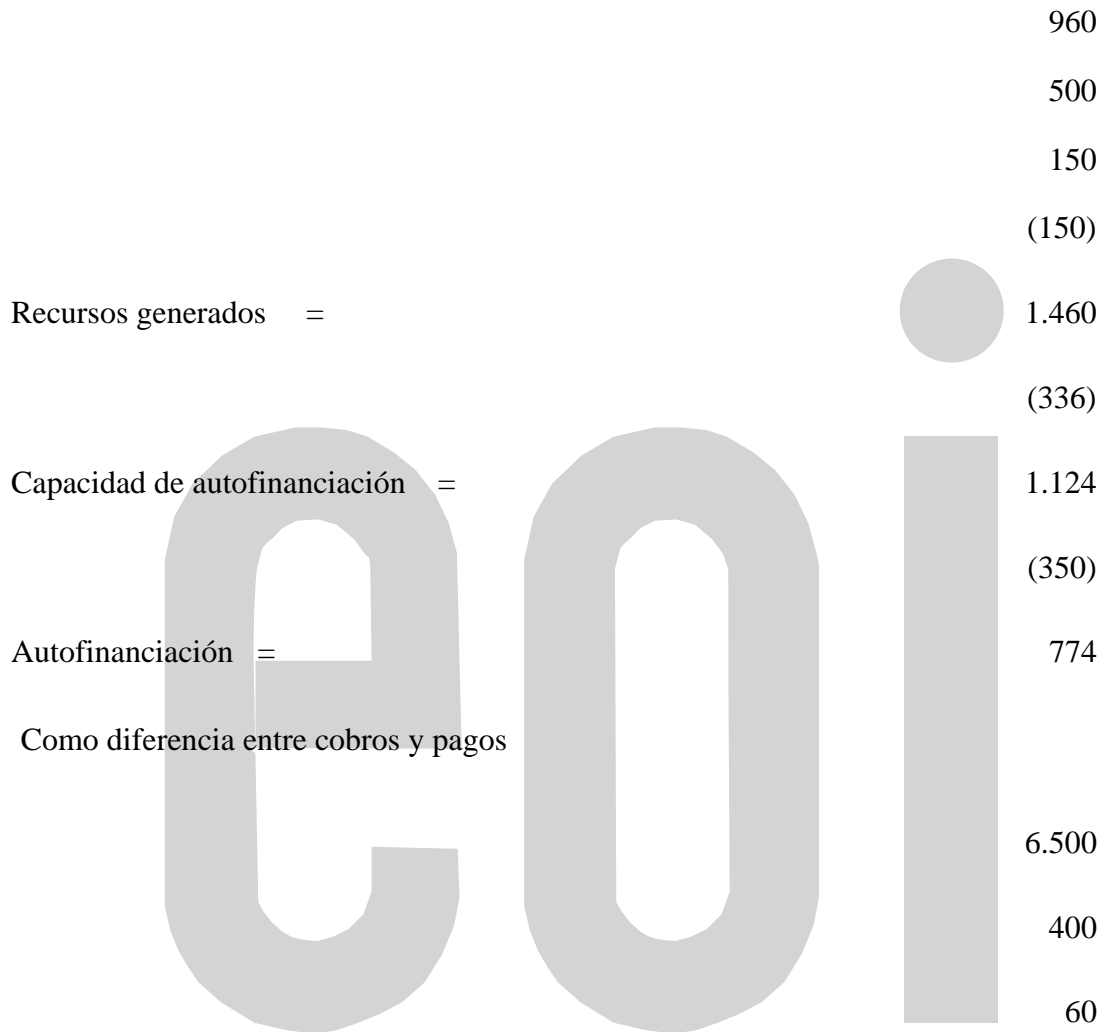
(1) 35 por 100 sobre el Beneficio antes de Impuestos = 960

(2) Existencias finales = 600; Existencias iniciales = 300

Los dividendos a repartir ascenderán a 350.

Con estos datos el cálculo del Cash-Flow, sería:

- Como autofinanciación



- Como diferencia entre cobros y pagos

Coste de Ventas:	$4.500 - 300 = (4.200)$
	(600)
	(470)
	(230)
Recursos generados =	1.460

Como puede verse, los recursos generados tienden a identificarse con el potencial de tesorería, es decir con la tesorería que la empresa podría aplicar si todos los ingresos se tradujeran en cobros y todos los gastos se pagaran en el periodo, lo que en la práctica no se producirá, por diversas razones, como por ejemplo por las periodificaciones de gastos e ingresos, por el crédito a clientes, y el crédito de los proveedores, etc.

Por la importancia que, dentro de la autofinanciación, tienen los conceptos de amortización y provisión, vamos a desarrollarlos a continuación.

5.2.1. La Amortización.

La amortización podemos definirla como la expresión contable de la depreciación (pérdida de valor), que experimentan los bienes. La pérdida de valor está originada por alguno de los siguientes factores:

- Por el uso.
- Por el simple transcurso del tiempo.
- Por razones tecnológicas (Obsolescencia).

Inicialmente la contabilidad registra en el Activo las inmobilizaciones a su precio de coste. La cantidad correspondiente comprende todos los costes necesarios para su adquisición, para su instalación y para su puesta en condiciones de trabajo.

La mayoría de los activos inmobilizados tienen una vida útil de duración limitada. Por ello parece lógico que el coste de un inmobilizado se considere como un gasto a repartir entre cada uno de los periodos contables (años o meses generalmente) que constituyan su vida útil. El procedimiento contable que realiza esta "periodificación" mediante la conversión gradual de los activos en gasto, se denomina amortización.

Para el establecimiento de una política de amortizaciones hay que tener en cuenta los siguientes factores:

- La vida útil o económica del inmovilizado. Es la menor de las tres siguientes:
 - La vida física o mecánica.
 - La vida técnica (obsolescencia): una máquina puede encontrarse en perfectas condiciones físicas, pero haber sido sustituida con ventaja por una segunda máquina que realiza mejor la misma función.
 - La vida comercial: el producto en cuya elaboración interviene el inmovilizado, puede haber sido sustituido por un segundo producto obtenido por procedimientos totalmente distintos.
- El valor residual del inmovilizado al final de su vida útil, que con frecuencia se estima nulo.
- El método empleado para repartir el coste del inmovilizado entre los periodos contables que constituyen su vida útil.

A través del procedimiento de la amortización, las empresas tratan de conservar los recursos precisos para evitar su empobrecimiento (o como se dice en términos técnicos, para evitar su descapitalización). En cualquier caso, toda política de amortizaciones supone una serie de hipótesis o conjeturas sobre el futuro. Por ello, la cifra de gastos de amortización que se obtiene de todas estas hipótesis no pasa de ser una mera estimación, que a veces resulta ser muy poco acertada.

La unidad económica, la empresa, tiene que poner en ejecución una política de amortizaciones lo suficientemente importante que le permita compensar las pérdidas de valor experimentadas por el activo fijo.

En resumen, la política de amortizaciones tiene por objeto intentar dotar a la empresa de unos fondos, mediante una oportuna cuota anual, que cuando tenga que renovar algún

elemento de su inmovilizado disponer de recursos financieros, que unidos al valor residual por la venta del equipo que va a sustituir permita financiar la adquisición del nuevo elemento patrimonial.

El activo fijo o inmovilizado constituye un coste anticipado, cuyo consumo tiene la empresa que revertir a los costes como un gasto más, para su posterior traslado a los clientes a través del precio de venta, siendo recuperado con la corriente de liquidez que en la explotación se genera como consecuencia de la función de ventas y el cobro a los deudores.

Existen diferentes métodos para calcular las cuotas de amortización. Los principales son los que se establecen en función del tiempo (ya que también pueden fijarse en función de los servicios prestados a la empresa por el inmovilizado), entre los que destacamos:

- *Uniforme*: Considera que el inmovilizado presta un servicio idéntico durante cada uno de los años de su vida útil por lo que los gastos de amortización deben también ser iguales. Por tanto, para una vida útil de cinco años, por ejemplo, el coeficiente de amortización sería del 20 por 100.
- *Creciente*: Se basa en que el inmovilizado es menos útil en sus primeros años de vida, y por tanto calcula en estos primeros años unos gastos de amortización menores. Ejemplo sería la aplicación de la denominada tabla de los números dígitos asignados en sentido creciente.
- *Decreciente*: En este sistema se amortiza más en los primeros años de vida útil y menos en los últimos. Ejemplo sería la mencionada tabla de los números dígitos asignados en sentido decreciente, y también el de los saldos decrecientes que se calcula aplicando un mismo coeficiente al saldo contable al comienzo del año, una vez deducida la dotación anual de la amortización.

Es de destacar, según vimos al estudiar la Autofinanciación la importancia financiera de las amortizaciones ya que constituyen una fuente interna de recursos financieros de los que dispondrá la empresa según la situación en que se encuentre: expansión, estabilidad

o recesión. No hay duda que es más relevante la función financiera en la primera situación que en las otras dos, ya que en estas últimas a veces hay que acudir a inversiones extrafuncionales (inversiones financieras temporales, por ejemplo en valores mobiliarios), para obtener una adecuada rentabilidad.

5.2.2. Las Provisiones.

Se definen las provisiones como la expresión contable de pérdidas ciertas no realizadas o de cobertura de gastos futuros por reparaciones necesarias. Constituye la cobertura económica de pérdidas no realizadas o consumadas. En las provisiones se tiene la certeza de que el hecho o riesgo que previenen se producirá, aunque se desconoce el momento en que aparecerá y su cuantía.

Profundizando en las provisiones conviene distinguir dos grupos diferentes: el primer grupo figura en el activo del balance, minorando la cuenta correspondiente, y son los siguientes:

CUENTAS O GRUPO DE ACTIVO QUE MINORAN	CONCEPTO
Inmovilizado material e inmaterial	Provisión del inmovilizado
Inmovilizado financiero	
Créditos a largo plazo	
Existencias	Provisión por depreciación
Clientes	Provisión por operaciones de Tráfico
Valores negociables a corto plazo	Provisiones financieras
Créditos a corto plazo	

El segundo grupo figura en el pasivo del balance, y son las siguientes:

- Para pensiones y obligaciones similares.
- Para impuestos.
- Para responsabilidades.
- Para grandes reparaciones.
- Para el Fondo de reversión

Una característica común en las provisiones del primer grupo está en que se crean con cargo a cuentas que tienen la consideración de gastos (cuentas de "dotación").

A efectos financieros las consideraciones que formulamos al comentar las Amortizaciones, son igualmente aplicables a las Provisiones.

6. FINANCIACIÓN EXTERNA.

Cuando la empresa tiene que acudir a personas físicas o jurídicas solicitando sus aportaciones de una u otra naturaleza jurídica, para solventar sus problemas de financiación, está utilizando la vía de financiación externa. Obviamente solo acudirá a este recurso una vez agotada la financiación interna, es decir cuando ni con la autofinanciación ni con las enajenaciones ha podido resolver totalmente sus problemas de captación de recursos financieros necesarios para el cumplimiento de sus objetivos empresariales. Pero dentro de la financiación externa, cabe distinguir entre:

- Financiación propia, y
- Financiación ajena.

6.1. Financiación Propia.

En la primera de las clasificaciones establecidas, y concretamente en el punto de Recursos propios, ya analizamos como quizá el más importante de sus componentes la función del Capital Social.

Es el Capital Social la fuente de financiación que entra dentro de la calificación de Financiación propia, pero teniendo en cuenta que la efectividad de su aportación a la empresa, y en consecuencia, la realidad de su función de financiación, está condicionada a la voluntad del accionista, persona normalmente ajena en las grandes empresas a la labor de dirección y gestión, es decir externa a la empresa, es por lo que se debe calificar como Financiación externa. Propia pero externa.

Si queremos ahora agregar a cuanto en el punto mencionado indicamos, que no todas las ampliaciones de capital social representan financiación adicional a la empresa.

Veamos las diferentes posibilidades existentes de ampliar el Capital social, y analicemos sus repercusiones en la financiación de la Sociedad.

AMPLIACIÓN DE CAPITAL	
MODALIDADES	EFFECTO EN LA FINANCIACIÓN
Aportación en efectivo	Positivo ⁽¹⁾
Aportación de bienes	Positivo ⁽²⁾
Capitalización de reservas	Nulo ⁽³⁾
Capitalización de deudas	Nulo ⁽⁴⁾

(1) El Activo del Balance se incrementa en el Disponible, Tesorería, a consecuencia de la aportación de los accionistas. En igual cuantía se ve incrementado el Pasivo, en Recursos propios o Neto Patrimonial.

(2) El Activo del Balance se incrementa, normalmente en el Inmovilizado o alternativamente en los Stocks, por la aportación de los accionistas. En igual cuantía se ve incrementado el Pasivo, en Recursos propios o Neto Patrimonial.

(3) Ni el Activo ni el Pasivo se ven modificados en su importe. Se trata de una reclasificación de cuentas del Pasivo. Pasa la cantidad por la que se amplía el Capital Social, de Reservas a Capital Social. La estructura del Pasivo tampoco se modifica.

(4) Ni el Activo ni el Pasivo se ven modificados en su importe. Hay un traspaso del Pasivo Exigible a los Recursos propios por la ampliación experimentada por el Capital Social. Si que se modifica la estructura del Pasivo.

6.2. Financiación Ajena.

También en la primera de las clasificaciones analizadas de las Fuentes de Financiación, en el punto con la denominación de Recursos ajenos se estudiaron estas modalidades de financiación divididos en Créditos de financiación y Créditos de funcionamiento.

Constituyen el conjunto de las deudas contraídas por la empresa. El detalle con el que se estudiaron anteriormente nos evita el estudiarlas de nuevo.



7. VÍAS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES.

A pesar de ser las Pymes las empresas que vienen desempeñando un papel relevante en el desarrollo económico de todos los países, tanto en cantidad como en generación de la actividad económica y de empleos, los problemas de estructura de financiación de las mismas, todavía sigue sin resolverse.

En general su estructura financiera se encuentra excesivamente endeudada, principalmente en el corto plazo, y la dotación de los recursos propios muestra un debilitamiento de carácter crónico; y ello a pesar de los esfuerzos institucionales tendentes a la corrección de esta inadecuada situación.

Tradicionalmente el apoyo financiero se ha venido concretando en subvenciones oficiales. Estas medidas efectivamente determinan una disminución del coste financiero, pero el problema estructural queda sin resolver. Por ello se viene subrayando la necesidad de la creación y potenciación de instrumentos financieros que incidan positivamente en la estructura financiera de las Pymes.

Al análisis de los principales instrumentos financieros que con tal finalidad se han incorporado a nuestro sistema financiero, están dedicados los siguientes apartados.

En este sentido cabe que mencionar:

- Ayudas estatales, autonómicas y de la Unión Europea.
- Préstamos participativos.
- Sociedades de Garantía Recíproca.
- Capital Riesgo.

Los Préstamos participativos, también denominados Deuda Subordinada, fueron estudiados dentro del apartado dedicado a los Recursos híbridos.

7.1. Ayudas Estatales, Autonómicas y de la Unión Europea.

El Apoyo financiero a las Pymes, está centrado básicamente en las actuaciones en este campo del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa (IMPI), y del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

El IMPI actúa en tres campos no atendidos suficientemente por el sistema financiero en cuanto afecta a las Pymes:

- *El préstamo con aval para inversiones:* que facilita la financiación de inversiones a las Pymes más pequeñas y con dificultades de aportación de garantías.
- *La refinanciación del circulante:* que pretende ajustar la estructura financiera según plazos, a la capacidad de generación de fondos.
- *Los préstamos participativos:* que permite apoyar la capitalización de las Pymes sin afectar la capacidad de decisión del empresario ni el control de su empresa.

El Instituto de Crédito Oficial (ICO), en su política de apoyo a las Pymes, facilita los instrumentos que permiten, en primer lugar, reforzar su estructura de capital frente a la gran empresa y, en segundo lugar, mejorar su acceso a la financiación bancaria en condiciones competitivas, tanto en tipo de interés como en plazo.

Las líneas de financiación del ICO, a las que se puede acceder son las siguientes:

- *Línea Pyme:* Facilita financiación en condiciones preferentes para el desarrollo de proyectos de inversión en España. Puede acceder a esta línea cualquier persona física o jurídica que esté dada de alta en el Impuesto de Actividades Económicas, y que reúna los requisitos en cuanto a tamaño de activos, ventas, número de empleados, etc, para ser considerada como pequeña y mediana empresa. Obviamente tanto en el tipo como en la duración del préstamo son aplicadas condiciones preferenciales.

- *Línea FEDER* (Fondo Europeo de Desarrollo Regional): Facilita financiación en condiciones preferentes para el desarrollo de proyectos de inversión en las zonas del territorio español calificadas como Objetivo 1 (Comunidades Autónomas calificadas como económicamente deprimidas). Los requisitos para acceder a esta financiación son los establecidos para la anterior Línea Pyme.
- *Línea de internacionalización de la empresa*: Facilita financiación en condiciones preferentes para el desarrollo de proyectos de inversión productiva y el establecimiento de redes comerciales en el extranjero. Las condiciones son las mismas.
- *Línea CDTI* (Centro de Desarrollo Tecnológico Industrial): Este Centro facilita financiación en condiciones preferentes, para el desarrollo de proyectos de inversión en Investigación y Desarrollo en España.
- *Línea de creación de empleo*: Facilita financiación en condiciones preferentes para el desarrollo de proyectos de inversión que estén vinculados a la creación de empleo. Las condiciones de acceso quedaron indicadas para las líneas anteriores.
- *Línea renove industrial*: Esta línea del ICO facilita financiación a las pequeñas y medianas empresas para la adquisición de vehículos industriales nuevos, en sustitución de los que tuvieran una antigüedad igual o superior a diez años, que tendrán que ser de baja definitiva. Puede acceder a esta línea cualquier persona física o jurídica que reúna las características ya mencionadas anteriormente.

Enlaces sobre instituciones e instrumentos públicos de financiación para la Pyme

- **AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES S.A.:**

www.iPyme.org/temas/financia/axishtm

- BANCO EUROPEO DE INVERSIONES: www.eib.org
- COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE REAFIANZAMIENTO S.A.:
www.reafianzamiento.es
- DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PYME: www.iPyme.org
- EMPRESA NACIONAL DE INNOVACIÓN S.A.: www.enisa.es
- FONDO EUROPEO DE INVERSIONES: www.eif.eu.int
- INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL: www.ico.es

7.2. Sociedades de Garantía Recíproca.

Las Sociedades de Garantía Recíproca son entidades financieras sin ánimo de lucro y con un ámbito de actuación específico (por regiones geográficas o, en menor medida, sectores), cuyo objeto principal es procurar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la *prestación de avales ante bancos y cajas de ahorros*.

De la lectura detallada de la definición anterior se pueden extraer los siguientes aspectos básicos que caracterizan a las SGR:

- Las SGR son *entidades financieras*: el carácter de entidad financiera no significa sólo el reconocimiento de su integración dentro del sistema financiero, sino también su sometimiento a las reglas de autorización previa, control e inspección por parte del Banco de España.
- *Sin ánimo de lucro*: por consiguiente, no reparten dividendos entre sus socios.

- Dedicadas a conceder *avales a Pymes*: a estos efectos, se entenderá por Pymes aquellas empresas cuyo número de trabajadores no exceda los 250 empleados. Las Pymes susceptibles de ser avaladas por parte de la SGR deberán ser *obligatoriamente socios de la SGR*. En otras palabras, existe la exigencia de que las SGR estén constituidas por Pymes.

De la actuación de las SGR se beneficia, en primer lugar, la Pyme, pues es avalada ante la entidad de crédito. El otorgamiento de avales a favor de las Pymes les proporciona a éstas unas mejores condiciones de acceso a la financiación bancaria en términos de plazo y de coste, evitando, asimismo, la obligatoriedad de que los empresarios aporten excesivas garantías personales para la concesión de créditos bancarios.

Las entidades de crédito también se ven favorecidas por la intervención de la SGR, pues invierten con menor riesgo (la SGR responde, como avalista, en caso de fallido), y aporta, además, el valor añadido del estudio y seguimiento de la viabilidad de la operación. Las operaciones que las entidades de crédito realizan con Pymes avaladas por una sociedad de garantía ponderan al 20% a efectos del coeficiente de solvencia, por lo que estas operaciones consumen menos recursos propios bancarios. Como consecuencia de la minimización del riesgo que produce el aval de la SGR, el banco o caja presta una financiación a tipos más bajos y plazos más largos, mediante convenios o líneas de crédito con las SGR.

El Nuevo Acuerdo de Basilea puede aumentar las dificultades con que se encuentran las Pymes a la hora de obtener financiación, por lo que el papel de las SGR como garantizadores ante las entidades de crédito se hace aún más necesario.

Tipología societaria

Las SGR funcionan como un híbrido entre las sociedades anónimas y las cooperativas. En lo referente al capital social y a la responsabilidad de los socios, se asemeja a una sociedad anónima, ya que los socios no responden de las deudas sociales, pero en lo

concerniente a los derechos de los socios predomina el carácter mutualista, como en las cooperativas, pues para beneficiarse de sus servicios es necesario hacerse socio.

En las SGR existen dos clases de socios:

- *Socios partícipes*: son aquellos a cuyo favor podrá prestar garantía la SGR. Por consiguiente, son pequeñas y medianas empresas que pertenecen al sector de actividad o ámbito geográfico delimitado en los estatutos de la SGR. Recordemos que ser socio de la SGR es condición obligatoria para tener acceso al aval.
- *Socios protectores*: no podrán solicitar la garantía de la sociedad. Existen a su vez, dos clases de socios protectores:
 - *Cualificados*: son las Administraciones Públicas y demás entidades de derecho público.
 - *No cualificados*: los que no sean Administraciones Públicas o no pertenezcan al sector o ámbito geográfico de la SGR. Su participación no excederá conjuntamente el 50% de la cifra mínima de capital fijada en los estatutos sociales.

Entre los principales socios protectores de las SGR se encuentran: comunidades autónomas, cámaras de comercio e industria, diputaciones provinciales, asociaciones de empresarios, bancos, cajas de ahorros y algunas empresas privadas.

El capital de una SGR es variable, oscilando entre una cifra mínima fijada en los estatutos y el triple de dicha cantidad. En cualquier caso, el capital social mínimo no podrá ser inferior a 1.800.000 euros. El capital social de una SGR está dividido en participaciones sociales, que no tendrán la consideración de valores negociables ni podrán denominarse acciones.

Tipos de avales

Los avales concedidos por una SGR pueden ser de dos tipos:

- *Avales económicos*: que garantizan los riesgos dinerarios ante un posible incumplimiento de las obligaciones asumidas por el avalado. En función de la tipología del beneficiario del aval, se clasifican en:
 - *Avales ante entidades financieras*: responden a la solicitud de préstamos de inversión, pólizas de crédito, operaciones de leasing, descuentos, líneas de circulante, etc.
 - *Avales ante otras entidades*: aquí se incluyen garantías de operaciones como el aplazamiento de pagos de tributos y obligaciones ante la Administración, pagos de compraventa de bienes y productos, entregas a cuenta de viviendas, etc.
- *Avales técnicos*: garantizan riesgos inherentes a compromisos no dinerarios incumplidos por el avalado. No suponen una obligación directa de pago para la SGR, sino del incumplimiento de los compromisos del avalado, generalmente ante alguna institución pública. Son ejemplo de ello los avales que se deben presentar ante las Administraciones Públicas para poder optar a determinados concursos y que pueden consistir en garantizar el cumplimiento de contratos de obra, gestión de servicios o de suministros.

Fuentes de ingresos

Los ingresos de las SGR provienen de las siguientes vías:

- Las comisiones por estudio de las operaciones.
- Las comisiones por aval.

- Los ingresos financieros derivados de sus inversiones financieras (mayoritariamente deuda pública).
- Subvenciones que reciben de las Administraciones Públicas

Adicionalmente a estos conceptos, pueden realizar otras actividades que les ayude a autofinanciarse: formación, asesoramiento y consultoría financiera o negociación directa con las entidades financieras en sustitución del prestatario.

Solvencia

Las SGR, al ser entidades sin ánimo de lucro, no reparten dividendos, por lo que los excedentes de explotación se aportarán a reservas, lo que, junto con el capital social, hace posible que se mantenga un adecuado equilibrio entre riesgo y recursos propios.

Además, con el fin de garantizar y reforzar la solvencia de las SGR, se exige la obligatoriedad de constituir un *Fondo de Provisiones Técnicas*, que formará parte del patrimonio de la propia sociedad y que deberá representar, como mínimo, el 1% del riesgo vivo total. Dicho fondo podrá estar integrado por los siguientes conceptos:

- Dotaciones de la SGR con cargo a su cuenta de pérdidas y ganancias.
- Subvenciones, donaciones u otras aportaciones no reintegrables que efectúen las Administraciones Públicas y demás entidades de derecho público o dependientes.
- Cualesquiera otras aportaciones no reintegrables reglamentariamente determinadas.

Respecto a las *inversiones*, existen dos límites complementarios:

- Al menos el 75% de los recursos propios se deberá invertir en deuda pública, en valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados o en depósitos bancarios.

- La suma del inmovilizado material y las acciones y participaciones no podrá superar el 25% de los recursos propios.

La actividad de las SGR está incentivada mediante una *fiscalidad ventajosa*, que les permite deducir totalmente las provisiones técnicas dotadas, así como obtener exención en las subvenciones o donaciones públicas recibidas y un tipo de gravamen inferior en el Impuesto de Sociedades (25%).

Reafianzamiento

El reafianzamiento consiste en la cobertura parcial del riesgo asumido por las SGR. El reafianzamiento se configura como un instrumento más de la política económica de apoyo público a la financiación de las Pymes. Mediante el reafianzamiento, se contragarantiza parcialmente el riesgo que han asumido las SGR, con lo que el riesgo se diluye entre éstas y el reafianzador (el Estado). Al disminuir el riesgo de las SGR, éstas pueden aumentar el volumen de concesión de avales, así como mantener los adecuados niveles de solvencia sin exigirles incrementos desproporcionados de sus fondos propios.

En España, existe una única sociedad de reafianzamiento, la Compañía Española de Reafianzamiento S.A. (CERSA), que está participada por el Patrimonio del Estado y por el Instituto de Crédito Oficial (ICO). CERSA está encargada de reavaluar las operaciones financieras formalizadas por las SGR. Su financiación corre a cargo de los Presupuestos Generales del Estado, que destinan anualmente una cantidad para hacer frente a los fallidos estimados.

Las condiciones del reafianzamiento varían con el tiempo, tanto en:

- Conceptos reafianzados: puede ser cobertura limitada (sólo fallidos) o cobertura efectiva (fallidos y morosidad).
- Plazos reafianzados: corto o largo plazo.

- Porcentaje del reafianzamiento: puede variar entre el 30-75% dependiendo del objeto de la inversión.
- Coste: dicho coste puede variar según el porcentaje de fallidos que tiene cada SGR, o bien fijar tope máximos y mínimos (incluso gratuitos).
- El plazo de pago a la SGR también varía con el tiempo.

La sociedad de reafianzamiento habitualmente exige a las SGR a las que reafianza una serie de requisitos, tales como el cumplimiento de las obligaciones legales, la presentación de una operativa histórica satisfactoria o la incorporación de algún tipo de certificación de calidad en la gestión del riesgo (normas ISO). También está facultada para normalizar y homogeneizar contablemente todo el sector, e incluso intervenir en aquellas SGR cuya gestión no considere satisfactoria.

Funcionamiento operativo

La operativa para la obtención de un aval por parte de una SGR es la siguiente:

- La Pyme presenta ante la SGR el *proyecto de inversión* para el que solicita el aval, así como información relevante sobre la empresa y sobre las características del préstamo requerido.
- La Pyme solicita ser admitida como *socio partícipe*, debiendo suscribir las participaciones necesarias, de manera proporcional a la cuantía del aval solicitado y al tipo de aval (el aval técnico precisa menos suscripción de participaciones). Por consiguiente, la cuantía del aval determina la aportación a realizar por el partícipe demandante del mismo. La proporción a suscribir suele variar entre 1/25 y 1/100 del importe solicitado.
- La SGR *analiza* tanto la viabilidad del proyecto de inversión como la situación financiera de la propia empresa. Asimismo, estudia las características del préstamo solicitado y asesora a la empresa sobre el instrumento idóneo de financiación. Resulta frecuente no acudir a una entidad financiera a pedir

condiciones de crédito antes de recurrir a la SGR, ya que éstas usualmente mantienen convenios de colaboración con ciertas entidades financieras, facilitando créditos en condiciones ventajosas a sus socios.

- Se comunica al interesado el *resultado* de su solicitud; si es positiva, el interesado o la propia SGR proceden a formalizar el préstamo con la entidad financiera.
- Se *firma* la operación de aval mediante escritura pública o póliza intervenida por corredor de comercio.
- La Pyme paga las *comisiones* pertinentes y mantiene la condición de socio partícipe al menos hasta que finalice la operación de préstamo. En algunos casos, la SGR exige *contragarantías* a la Pyme, que pueden consistir en garantías reales o personales. En tal caso, esta contragarantía también se formaliza mediante escritura pública o póliza intervenida por corredor de comercio.
- A la finalización del crédito obtenido, la Pyme puede, si lo desea, deshacer su participación en la SGR y *reembolsarse* el importe de la acción. Si no, la Pyme permanecerá como socio partícipe y tendrá así acceso a otras prestaciones y servicios de la SGR.

El *deseMBOLSO* total a efectuar por el solicitante consta de tres conceptos:

- *Suscripción de las cuotas sociales*: este desembolso es necesario para obtener la condición de socio y, por tanto, tener derecho al aval. La cuota es reembolsable una vez que la operación esté completamente cancelada.
- *Comisión de estudio*: se calcula sobre la base del riesgo de la operación, y, habitualmente, oscila entre 50 y 100 puntos básicos sobre el principal del préstamo.
- *Comisión anual o comisión por aval*: calculado como un porcentaje del riesgo avalado vivo, esto es, sobre el principal pendiente de amortizar, pagadero por anticipado durante toda la vida del aval. A título indicativo se puede estimar que

la comisión por aval se sitúa entre 50 y 200 puntos básicos, siendo menor en el caso de avales técnicos.

Ventajas de la utilización de SGR

Las SGR proporcionan a las Pymes, entre otros, los siguientes beneficios:

- Acceso a la financiación para aquellas empresas que por falta de garantías no podrían obtenerla.
- Obtención de las mejores condiciones de tipo y plazo de interés posibles, gracias a los convenios existentes entre las Sociedades de Garantía Recíproca y las entidades de crédito. De esta forma disminuyen los costes de financiación para la Pyme.
- Acceso al asesoramiento de expertos a través del análisis, evaluación y consejo sobre el proyecto de inversión que la pequeña empresa va a emprender.
- La Pyme no tiene por qué afectar a garantías determinados paquetes patrimoniales, que quedarán disponibles para otros fines.
- El estudio de riesgo realizado por la SGR para evaluar la concesión del aval no sólo se limita a aceptar o rechazar su concesión, sino que también se utiliza para proponer alternativas financieras mejor adaptadas a las necesidades de la Pyme.

Normativa

El sistema de garantías está regulado en España por la Ley 1/1994 sobre el régimen jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca. Esta ley vino a derogar numerosos reales decretos y disposiciones que regulaban la actuación de las SGR y a traducir en una sola norma, de rango legal, el conglomerado jurídico-administrativo disperso y heterogéneo existente.

Además de aglutinar las dispersas normas existentes, la ley incorporó algunas modificaciones sustanciales respecto a la legislación anteriormente vigente:

- Califica a las Sociedades de Garantía Recíproca como entidades financieras.
- Amplía el objeto social a la prestación de servicios de asistencia y asesoramiento financiero.
- Fija el capital social mínimo en 1.800.000 euros y el número mínimo de socios partícipes fundadores en 150.
- Sustituye el antiguo Fondo de Garantía (que era un patrimonio separado de carácter mutualista) por un Fondo de Provisiones Técnicas que pasa a formar parte de los recursos propios de la sociedad.

La ley facultaba al Gobierno para que por real decreto completara el desarrollo reglamentario del régimen jurídico de las sociedades de garantía recíproca. En cumplimiento de este mandato se publica el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de garantía recíproca. El citado real decreto desarrolla el régimen de autorización administrativa para su creación, así como las reglas para la modificación de los estatutos sociales, desarrolla también el régimen de solvencia de estas sociedades tomando como referencia el de las entidades de crédito y establece preceptos sobre el Fondo de Provisiones Técnicas, composición de los recursos propios y su régimen. También detalla las facultades del Banco de España y las medidas a adoptar en caso de incumplimiento de las reglas de solvencia.

Otra norma de especial relevancia es la Orden de 12 de febrero de 1998, sobre normas especiales para la elaboración, documentación y presentación de la información contable de las Sociedades de Garantía Recíproca, que tiene por objeto establecer las adaptaciones contables necesarias, centrándose básicamente en el tratamiento contable de los avales y demás garantías prestadas y en el Fondo de Provisiones Técnicas. Esta normativa ha supuesto que la evaluación y cobertura del riesgo específico de sus

operaciones, la valoración de los activos adjudicados en pago de deudas y, en general, todo lo relacionado con el riesgo de insolvencia se someta a las mismas disposiciones aplicables a las entidades de crédito.

Las Sociedades de Garantía Recíproca están sujetas a la Circular 4/1991 del Banco de España sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito. Por último, se ha publicado la Orden de 13 de abril de 2000, modificación de la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito, mediante la cual a los riesgos avalados por las Sociedades de Garantía Recíproca se les fija una ponderación del 20%, otorgándoles de esta forma el mismo tratamiento que a los riesgos avalados por entidades de crédito.

Evolución de las SGR en España

Las SGR inician su actividad en España a mediados de los años setenta, a iniciativa de la Cámara de Comercio e Industria de Barcelona. El Real Decreto 1885/1978, inspirado en la Ley de Sociedades de Caución Mutua francesa, dotó a la actividad de un primer marco regulatorio, que intensificó durante los años finales de los setenta y principios de los ochenta la constitución de Sociedades de Garantía Recíproca. La Administración central jugó un papel altamente relevante en este período de creación, actuando como socio protector, a través del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI).

Durante el período 1983-1986 el sector de garantías experimentó una profunda crisis, debido tanto a factores externos, como la recesión económica, como a factores internos ligados a la inexperiencia en la gestión y en el tratamiento de ciclos macroeconómicos desfavorables. El IMPI se vio obligado a intervenir para atajar el importante problema de solvencia que afectó a la mayor parte de SGR, suscribiendo ampliaciones de capital y promoviendo la fusión entre algunas de ellas. Habida cuenta de que por entonces la mayoría de SGR tenía carácter provincial, las comunidades autónomas correspondientes también suscribieron participaciones y alentaron la fusión de las diferentes SGR que

operaban en su comunidad, promoviendo la creación de una única SGR por comunidad autónoma.

Aun así, en años sucesivos las SGR continuaron atravesando una situación relativamente dificultosa, debido a que el universo de empresas demandantes de avales no reunía unos mínimos de calidad y solvencia que garantizaran el buen funcionamiento del sistema. En efecto, el elevado precio del aval provocaba que únicamente las empresas con una peor situación financiera, incapaces de acudir por sí solas a la financiación bancaria, solicitaran aval y estas empresas presentaban en realidad un alto nivel de fallidos, lo que deterioraba notablemente la solvencia de las SGR.

A finales de los ochenta y principios de los noventa el sector de garantías comenzó a recuperarse de los graves problemas vividos en años anteriores. A ello contribuyó, en primer lugar, la mejora de la situación económica, pero, principalmente, las medidas regulatorias tomadas por las autoridades competentes y, en concreto, la creación del sistema de reafianzamiento y el traspaso de la potestad de supervisión de las SGR al Banco de España. La entrada en vigor de la Ley 1/1994 sobre el régimen jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca dotó al sistema de un marco jurídico seguro y estable, y posibilitó el despegue definitivo del sector de garantía recíproca.

SGR existentes actualmente en España

Actualmente existen en España 21 Sociedades de Garantía Recíproca. De éstas, sólo dos tienen carácter sectorial (dedicadas al sector transportes y al sector de juegos de azar) y el resto tienen carácter territorial. En la tabla 6.1 se relacionan las 21 SGR existentes en España.

Sociedades de Garantía Recíproca existentes en España, 2002

SGR con carácter territorial	Comunidad autónoma
Avalunion, S.G.R.	Andalucía
Suraval, S.G.R.	Andalucía
Crediaval, S.G.R.	Andalucía
Araval, S.G.R.	Aragón
Asturgar, S.G.R.	Asturias
Isba, S.G.R.	Baleares
S.G.R. Comunidad Valenciana	C. Valenciana
SogaPyme, S.G.R.	Canarias
Sogarte, S.G.R.	Canarias
Sogarca, S.G.R.	Cantabria
Iberaval, S.G.R.	Castilla León
Extraval, S.G.R.	Extremadura
Afigal, S.G.R.	Galicia
Sogarpo, S.G.R.	Galicia
Avalmadrid, S.G.R.	Madrid
Undemur, S.G.R.	Murcia
Sonagar, S.G.R.	Navarra
Oinarri, S.G.R.	País Vasco
Elkargi, S.G.R.	País Vasco

SGR con carácter sectorial	Sector
Fianzas y Servicios Financieros, S.G.R.	Sector juegos de azar
Transaval, S.G.R.	Sector transportes

Frente al modelo de SGR provinciales que imperó en épocas pasadas, actualmente lo habitual es que las SGR tengan *carácter autonómico*, y que exista una única SGR por comunidad. Aun así, Andalucía cuenta con tres SGR, y Galicia, Canarias y País Vasco con dos cada una. Existen tres comunidades autónomas que no cuentan con ninguna Sociedad de Garantía Recíproca (Cataluña, La Rioja y Castilla-La Mancha), si bien en Cataluña la actividad de concesión de garantías la cubre parcialmente el Instituto Catalán de Finanzas.

Evolución del mercado en los últimos ejercicios

El sector de garantías ha experimentado en España un fuerte crecimiento en los últimos años. Si en 1993 el riesgo vivo total soportado por el conjunto de SGR era de 533 millones de euros, a cierre de diciembre de 2002 dicho importe alcanzaba los 2.468 millones de euros. Esto supone que en los últimos cinco años el riesgo vivo del sector ha aumentado a tasas anuales medias superiores al 23%.

Pese a que el crecimiento ha sido un denominador común de la mayor parte de Sociedades de Garantía Recíproca, el mercado se encuentra notablemente concentrado en tres SGR, que soportaban cerca del 60% del riesgo vivo total registrado a cierre del año 2000. Estas tres SGR son: SGR Comunidad Valenciana, Elkargi, del País Vasco, y, en menor medida, Iberaval, de Castilla y León.

7.3. El Capital Riesgo.

El capital riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo a empresas no cotizadas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. La instrumentación de la financiación se realiza habitualmente a través de la participación en el capital de la compañía.

Las pequeñas y medianas empresas encuentran en el capital riesgo una fuente de financiación que no sólo les proporciona los recursos necesarios para desarrollar su negocio, sino que les permite incorporar un socio estratégico que se involucra en el desarrollo del negocio, incrementando la profesionalización de la gestión.

El sector de capital riesgo ha experimentado en España un extraordinario crecimiento en los últimos años. La estructura específica de nuestro tejido empresarial, en el que las Pymes representan un peso significativo, unida a la dificultad en términos de volumen y coste que las mismas han tenido tradicionalmente para acceder a determinadas fuentes de financiación, han configurado un escenario de demanda apropiado para el desarrollo de este tipo de inversión.

Por el lado de la oferta, la disponibilidad de recursos abundantes procedentes de inversores institucionales y la existencia de un conjunto de profesionales expertos en la gestión de participaciones, ha dado respuesta a las necesidades de financiación de las Pymes a través de la progresiva creación de entidades de capital riesgo. La aparición de la Ley 1/1999 redujo, finalmente, la inseguridad jurídica asociada al sector.

Si bien el capital riesgo siempre se ha asociado a la inversión en negocios arriesgados o en sectores de rápido crecimiento, a raíz de la caída de los mercados tecnológicos el sector ha llevado a cabo una reorientación estratégica de la política de inversión, caracterizada por un proceso de “huida hacia la calidad”, o de búsqueda de proyectos sometidos a un menor riesgo. Este posicionamiento en proyectos menos arriesgados se ha materializado en el incremento de los volúmenes de inversión destinados a sectores económicos tradicionales, a compañías en fases de negocio más avanzadas, con un mayor tamaño y con un *performance* positivo de generación de resultados.

Por consiguiente, en la actualidad, el capital riesgo constituye una fuente de financiación abierta a todo tipo de proyectos, que puede resultar muy útil a la pequeña y mediana empresa, proporcionándole tanto la financiación requerida, como una serie de activos intangibles adicionales (*know-how*) que ayuden al empresario al desarrollo de su negocio.

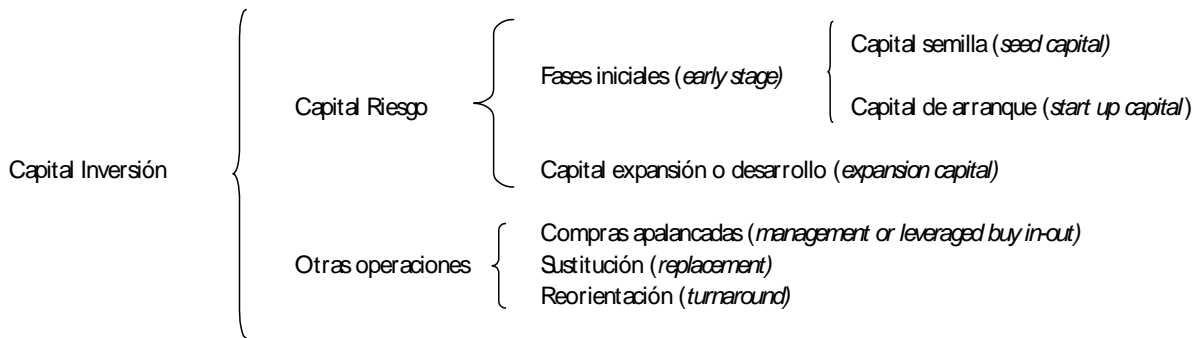
El capital riesgo, tal y como se define en la Exposición de Motivos de la Ley 1/1999 reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras, es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, con vocación de permanencia limitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación.

Las compañías susceptibles de acogerse a este tipo de financiación son aquellas *empresas no financieras cuyos valores no coticen* en el primer mercado de las bolsas de valores.

A la hora de referirse a este instrumento, es habitual que en la práctica se utilicen indistintamente los términos *capital riesgo* y *capital inversión*, o, en sus acepciones inglesas, *venture capital* y *private equity*. Rigurosamente, desde un punto de vista técnico, esta equiparación de denominaciones resulta errónea, y es proclive a generar cierta confusión. En realidad, el capital riesgo constituye un segmento concreto del capital inversión.

En efecto, se entiende por *capital inversión*, o *private equity*, aquella actividad financiera consistente en la creación de una cartera de acciones de empresas no cotizadas en los mercados oficiales, con vocación de permanencia limitada en las compañías y aportación de valor añadido en la gestión. Estrictamente, el *capital riesgo* es una modalidad concreta del capital inversión en la que las empresas objeto de inversión se encuentran en fases incipientes de negocio. El capital inversión comprende, además, otro tipo de operaciones, generalmente sometidas a un menor nivel de riesgo, y que se detallan en un epígrafe posterior. En el presente capítulo se utilizarán indistintamente los términos de capital inversión (o *private equity*) y capital riesgo.

La inversión en *private equity* se clasifica, por tanto, en diferentes categorías en función de la *fase de madurez* en la que se encuentre inmersa la compañía receptora de fondos. En el siguiente esquema se presentan estas categorías y su correspondiente definición, distinguiendo convenientemente las que estrictamente pueden ser consideradas capital riesgo.



- Capital riesgo:

- Capital semilla (*seed capital*): aportación de recursos en una fase en la que aún no existe producto o servicio totalmente definido, y en la que se soporta aún riesgo tecnológico.
- Capital de arranque (*start up capital*): financiación del inicio de la producción y distribución. Se dirige tanto a nuevas empresas como a compañías de reciente creación que se encuentren en pérdidas.
- Capital desarrollo (*expansion capital*): apoyo financiero a una empresa existente para acometer un salto significativo en su dimensión, ya sea por la introducción de nuevas líneas productivas, por la ampliación de su capacidad o por otros factores relacionados. Se instrumenta en empresas ya operativas en el mercado.

- Otras operaciones:

- Adquisiciones con apalancamiento (*leveraged/management buy-out/buy-in*): adquisición de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados con los propios activos de la compañía adquirida. Existen distintas modalidades, como los *management buy-out* (MBO), en el que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de la propia empresa, o el *management buy-in* (MBI), en el que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de otra empresa distinta, o el *buy-in management buy-out* (BIMBO), que constituye una combinación de ambas.

- Sustitución (replacement): entrada de un inversor financiero en el capital de una empresa para permitir la salida de algún accionista anterior, normalmente de carácter familiar.
- Reorientación (turnaround): financiación de un cambio estratégico o de orientación en una empresa con dificultades.

Sociedades y Fondos de Capital Riesgo

La inversión en *private equity* se puede materializar a través de las dos *figuras jurídicas* establecidas en la propia legislación española:

- Sociedades de capital riesgo (SCR): son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores.
- Fondos de capital riesgo (FCR): son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tienen el mismo objeto social que el definido anteriormente para las sociedades de capital riesgo.

Las sociedades y los fondos de capital riesgo conforman el espectro de Entidades de Capital Riesgo (ECR). Su administración y gestión constituye el objeto social principal de las denominadas *Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR)*, quienes habitualmente no cuentan con recursos para invertir directamente. Si bien las sociedades gestoras tienen facultad para constituir ambos tipos de ECR, lo habitual es que instrumente su negocio a través de fondos de capital riesgo. Por consiguiente, las SCR funcionan, generalmente, de manera independiente. Asimismo, las SGEGR realizan como actividad complementaria tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

La ley también abre la posibilidad de que dichas entidades de capital riesgo puedan ser gestionadas por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.

Las diferencias entre la instrumentación de la inversión a través de una sociedad o un fondo son equiparables a las existentes en el caso de otros activos financieros de mayor conocimiento en mercado, como los fondos o sociedades de inversión. La política de inversión de una sociedad resulta significativamente más flexible, habida cuenta de que puede modificarse rápidamente previo consentimiento de sus accionistas, mientras que la de un fondo se encuentra sometida a unas obligaciones estatutarias cuya modificación resulta considerablemente más compleja.

Por otro lado, existen circunstancias de índole fiscal que favorecen la instrumentación societaria. En consonancia con el anterior aspecto, si un partícipe de un fondo decide modificar su política inversora se verá obligado a vender sus participaciones y adquirir las de un nuevo fondo más acorde con su nueva política, con la consiguiente tributación por plusvalías que conlleva. Por el contrario, el cambio de la política inversora de una sociedad no tendrá un efecto fiscal inmediato sobre sus accionistas, ya que las plusvalías generadas pertenecen a la propia sociedad, y el inversor sólo tributa por ellas cuando deshace su participación.

El *objetivo básico del capital riesgo* es, con la ayuda del capitalista de inversión, permitir el crecimiento de la empresa participada y el incremento de su valor de mercado, para que, una vez alcanzados los objetivos de partida, la entidad de capital riesgo proceda a la salida de la compañía a través de diferentes mecanismos de desinversión.

La *entidad se involucra* en la evolución del negocio de la compañía participada. Si bien deja la gestión en manos de los propios responsables de la empresa, desarrolla una labor activa en su Consejo de Administración, y pone a disposición de la sociedad su experiencia y *know-how*. Dado que el inversor se posiciona en la compañía con una vocación de permanencia limitada, su participación se regirá por estrictos *criterios de rentabilidad*.

La consecución de esta rentabilidad se basará principalmente en la *generación de plusvalías a través de la venta futura de la participación*, no a través de la obtención de flujos intermedios en forma de dividendos o intereses. Por tanto, este tipo de financiación no exige habitualmente la salida de flujos de caja de la empresa destinados al pago de retribuciones al proveedor de los recursos.

Política y proceso de inversión. Instrumentos

Las entidades de capital riesgo adecuan su política de inversiones a los criterios expresamente establecidos en sus estatutos y en sus reglamentos de gestión. La Ley 1/1999 reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras (LECR) define como *política de inversiones* el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos:

- Sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones.
- Áreas geográficas hacia las que se orientarán las inversiones.
- Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de su selección.
- Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretendan ostentar.
- Criterios temporales máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmula de desinversión.
- Tipos de financiación que se concederán a las sociedades participadas.
- Prestaciones accesorias que la sociedad gestora del mismo podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares.

- Modalidades de intervención de la entidad gestora en las sociedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

La inversión del capital riesgo conlleva un exhaustivo proceso de análisis, en el que se estudian todos los aspectos referentes al proyecto, tanto de índole cuantitativa como cualitativa. Dentro de este análisis, cobra una importancia primordial el *Plan de Negocios* de la compañía, en donde se recoge toda la información relevante sobre la empresa, el sector, las proyecciones de negocio y las necesidades de financiación.

Las entidades de capital riesgo basan su decisión de participar en la empresa en aspectos vinculados a la generación de beneficios futuros y a las expectativas de crecimiento del valor de la compañía. Asimismo, la percepción del equipo directivo de la participada como idóneo constituye un requisito indispensable para garantizar la participación, en relación a cuestiones como su integridad, preparación, conocimiento del sector y grado de compromiso con el proyecto.

Si la empresa objetivo supera satisfactoriamente el preanálisis en cuanto a expectativas de rentabilidad, entendimiento con los accionistas actuales y equipo gestor, y posibilidades de desinversión, se inicia el proceso de *due diligence*. En él, la entidad de capital riesgo, asesorada por equipos de expertos con conocimiento del sector, analiza en profundidad la situación de la empresa en sus principales aspectos (productos y tecnología, estado financiero, relaciones con clientes y proveedores, riesgos medioambientales, etc.). El resultado del *due diligence* es la identificación y análisis de los aspectos del negocio en los que se concentra el riesgo y de los pasivos contingentes, ya sean financieros, jurídicos, laborales, fiscales o contables.

El resultado positivo de la evaluación del proyecto culmina en la redacción del *acuerdo de inversión*, en el que se establece el precio y el porcentaje de participación, el nombramiento de los consejeros representantes de la entidad de capital riesgo, los cambios en los estatutos de la sociedad, si fueran necesarios, y la firma del acuerdo de accionistas que regulará su relación en el futuro.

Para instrumentar la inversión, la entidad de capital riesgo puede utilizar una variedad de *mecanismos*. A continuación se exponen los comúnmente empleados:

- *Acciones ordinarias*: la toma de participación se realiza mediante compra directa a los antiguos accionistas o, principalmente, a través de una ampliación de capital. Es el instrumento más utilizado en el mercado español.
- *Acciones preferentes*: estas acciones otorgan a sus propietarios unos derechos adicionales a los del resto de accionistas, de muy diversa naturaleza. Su utilización en España resulta prácticamente residual.
- *Obligaciones convertibles*: la empresa receptora de la inversión emite un empréstito a suscribir por el potencial inversor, existiendo la posibilidad de transformarlo en acciones con unas condiciones previamente definidas.
- *Créditos participativos*: otorgados por el inversor, se estructuran en dos tramos: un primer tramo con un interés fijo por debajo del de mercado, y un segundo tramo con un interés variable en función de los resultados de la compañía. Si éstos se encuentran por debajo de lo esperado, la empresa paga un tipo inferior al de mercado, mientras que si los resultados cumplen la senda prevista, los prestamistas se benefician de un mayor interés que el de mercado.

Una parte importante de la negociación irá encaminada al establecimiento de los mecanismos de desinversión en un plazo temporal adecuado a los objetivos de la entidad de capital riesgo y del grado de madurez del proyecto. Del mismo modo, el proceso de negociación incluirá el establecimiento de cautelas dirigidas a limitar las pérdidas potenciales. Por ejemplo, en caso de no alcanzarse determinado nivel de rentabilidad, puede alterarse la relación accionarial, incrementándose la participación de la entidad de capital riesgo sin desembolso adicional.

Una vez materializado el acuerdo y la inversión, la sociedad de capital riesgo no interferirá en la operativa cotidiana de la empresa participada. Se limitará a hacer un seguimiento de los aspectos que representen un mayor riesgo y un control de la

evolución de la compañía. La entidad de capital riesgo sólo toma parte activa en la elaboración de las directrices estratégicas al participar en el Consejo de Administración. No obstante, la sociedad de capital riesgo ofrecerá su apoyo, experiencia y *know how* de manera continuada.

Política y proceso de desinversión. Instrumentos

Habida cuenta de que la inversión de la entidad de capital riesgo se realiza con una vocación de *permanencia limitada*, la desinversión constituye un momento crucial en la operativa del capital riesgo. Con ella finaliza el período de participación de la entidad y se produce el florecimiento de las plusvalías o minusvalías generadas. La rentabilidad potencial dependerá en parte de la eficiencia lograda en este proceso desinversor.

La desinversión puede realizarse en una sola operación (*desinversión total*), o bien a través de diferentes operaciones (*desinversiones parciales*) a lo largo de más de un ejercicio económico.

Los *mecanismos de desinversión* más utilizados en la práctica son los siguientes:

- Recompra de la participación por parte de los accionistas originarios y/o del equipo directivo.
- Venta a terceros de la participación de la ECR o de la empresa en su conjunto.
- Introducción en los mercados de valores.
- Liquidación de la empresa.

Actualmente, la fórmula más utilizada en España para la desinversión es la recompra de la participación por otros accionistas o por los directivos de la empresa. Sin embargo, el mecanismo óptimo es la salida a Bolsa de la sociedad, ya que la liquidez proporcionada por el mercado bursátil es la mejor garantía de que la entidad de capital riesgo materializará toda la plusvalía potencial existente en la empresa. La inexistencia en

España de un mercado de valores para empresas de reducida dimensión suficientemente líquido dificulta enormemente el recurso a este tipo de desinversión.

Normativa

La legislación específica de la actividad de capital inversión y capital riesgo está recogida en la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras (LECR). Esta ley no obliga a las entidades que desarrollan esta actividad financiera a acogerse a ella. No obstante, las entidades que decidan hacerlo podrán beneficiarse de las ventajas fiscales en ella recogidas, así como utilizar las denominaciones exclusivas de SCR, FCR y SGECR.

La potestad de autorización, supervisión y control de las entidades que operen en el mercado corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), existiendo la obligación por parte de todas las entidades de capital riesgo de inscribirse en los pertinentes Registros Oficiales de la CNMV. En realidad, la autorización de la creación de nuevas ECR corresponde al Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV.

La introducción de la nueva legislación, a finales de la pasada década, supuso un empuje definitivo al mercado de capital inversión en España, al dotarle de la correspondiente estabilidad y seguridad jurídica. La nueva ley regula todos los aspectos básicos vinculados a la actividad, tales como la distinción de las tipologías de entidades existentes, la fijación de los límites mínimos de recursos propios a cumplir por las mismas, el establecimiento de los requisitos oficiales para operar en el mercado o la determinación de los criterios generales de inversión y de sus porcentajes obligatorios.

La legislación incentiva fiscalmente la inversión en capital riesgo. Así, los dividendos percibidos por las ECR provenientes de sus sociedades participadas son totalmente deducibles en el Impuesto sobre Sociedades. Asimismo, se aplica un coeficiente reductor del 99 por 100 a las plusvalías obtenidas en la enajenación de acciones y

participaciones en empresas que cumplan los requisitos de la presente ley, y en las que el plazo de permanencia del inversor oscile entre dos y doce años. Por otro lado, la ley reconoce la exención de IVA en las operaciones de gestión y depósito de las entidades de capital riesgo.

En la nueva *Ley Financiera*, aprobada por el Consejo de Ministros el 1 de marzo de 2002, se recogen algunas enmiendas a la Ley 1/1999 reguladora de las Entidades de Capital Riesgo, que no suponen una alteración relevante de los principales aspectos recogidos en la LECR, y que se circunscriben a los siguientes puntos:

- Se abre la posibilidad de que las entidades de capital riesgo puedan invertir hasta el 25% de su activo en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora, siempre y cuando se cumplan determinados requisitos referentes a la existencia de procedimientos formales internos, a la aceptación estatutaria de este tipo de inversiones y al cumplimiento de obligaciones de carácter informativo.
- Se estipula que la transformación, fusión, escisión y demás operaciones societarias que realice una SCR requerirá aprobación previa del Ministerio de Economía.
- Se fija que el capital social suscrito mínimo de las SCR será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de la constitución el 50% del mismo. La novedad es que se establece que los desembolsos adicionales al capital mínimo o las posteriores ampliaciones de éste podrán realizarse en inmovilizado o en activos financieros aptos para la inversión.

Debido a la alta vinculación con el mercado de capital inversión, merece la pena resaltar aquí dos disposiciones que pueden tener un positivo impacto en el sector. En primer lugar, la Ley 6/2000 de Apoyo Financiero a Empresas de Base Tecnológica establece la posibilidad de que el Ministerio de Ciencia y Tecnología conceda una línea de préstamos en condiciones ventajosas a las entidades de capital riesgo registradas en la

CNMV, para que puedan tomar participaciones temporales en el capital de empresas no financieras de alto contenido tecnológico. Dicha medida es una respuesta a la creciente pérdida de interés de los inversores por los proyectos de alto riesgo vinculados a las nuevas tecnologías, como consecuencia de la inestabilidad de los mercados tecnológicos en los últimos meses, iniciada a partir de la caída del Nasdaq en abril del año 2000.

La segunda disposición relevante vinculada al sector se recoge en el artículo 52 quinto del Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990 que aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984 reguladora de las instituciones de inversión colectiva. En el citado artículo se aprueba la creación de una nueva modalidad de institución de inversión colectiva, los *Fondos y Sociedades de Inversión Especializados en valores no negociados en mercados secundarios*. Esta nueva figura multiplica las posibilidades de desinversión de las entidades de capital riesgo, al introducir un agente comprador especializado en compañías que operan en el mercado de capital inversión, lo que, en última instancia, debe contribuir a incrementar la eficiencia del proceso desinversor.

Por último, hacer referencia al negativo efecto que *Basilea II* podría tener sobre la actividad de capital riesgo. Debe tenerse en cuenta que las entidades financieras, que son a las que se aplica Basilea II, son las principales proveedoras de recursos del mercado, aportando cerca de la mitad de los fondos captados anualmente en España. Las principales asociaciones de capital riesgo han levantado la voz de alarma, pues consideran que los nuevos criterios de valoración del riesgo en empresas (fundamentalmente Pymes) definidos en Basilea II podría perjudicar notablemente al sector. Tradicionalmente, los reguladores europeos exigen a los bancos que mantengan en caja un 8% de la cantidad total que la entidad destine a *private equity*. Con Basilea II, este porcentaje aumentaría hasta el 24%, es decir, que por cada 100 millones invertidos en *private equity*, la entidad financiera debería mantener en sus reservas 24 millones. Esto, sin duda, desincentivaría a la banca a destinar recursos a esta actividad financiera.

El Sector de Capital Riesgo en España

El mercado de capital inversión ha experimentado en España un *extraordinario crecimiento* en los últimos años. La estructura específica de nuestro tejido empresarial, en el que las Pymes tienen un peso significativo, unida a la dificultad en términos de volumen y coste que las mismas han tenido tradicionalmente para acceder a determinadas fuentes de financiación, han configurado un escenario de demanda apropiado para el desarrollo de este tipo de inversión.

Por el lado de la oferta, la disponibilidad de recursos abundantes procedentes de inversores institucionales y la existencia de un conjunto de profesionales expertos en la gestión de participaciones ha dado respuesta a las necesidades de financiación de las Pymes a través de la progresiva creación de entidades de capital riesgo.

Por otro lado, no se puede obviar la influencia que la positiva *evolución de los mercados de valores* en los últimos años de la década de los noventa tuvo sobre el sector. Las altas rentabilidades registradas en las principales Bolsas mundiales incentivaron la inversión en capital frente a otros instrumentos alternativos. Este proceso tuvo su máxima expresión en el caso de las compañías ligadas a las nuevas tecnologías, que acapararon buena parte de la inversión destinada a la toma de participaciones empresariales.

Dado que el capital inversión constituye en sí mismo un mecanismo de toma de participaciones en compañías no cotizadas, se produjo un creciente interés en esta figura, lo que provocó un extraordinario crecimiento de los fondos captados por el sector en los últimos años noventa. Si bien la caída de los mercados tecnológicos podría hacer pensar que el futuro del capital inversión resultaba cuanto menos incierto, el sector ha sabido adaptarse a las nuevas condiciones del mercado y, tal y como veremos en epígrafes posteriores, ha reorientado parcialmente su estrategia general.

Uno de los aspectos en los que más palpablemente se observa el crecimiento experimentado por el sector en España es en el *significativo aumento del número de*

entidades operativas. De las 20 existentes a principios de los noventa, se ha pasado a las 130 registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores a fecha de 31 de julio del presente año 2003. Tal y como se comentó en un epígrafe anterior, la potestad de autorización, supervisión y control de las entidades que operen en el mercado corresponde a la CNMV, existiendo la obligación por parte de todas las entidades de capital riesgo de inscribirse en sus pertinentes Registros Oficiales.

El considerable incremento del número de operadores presentes en el sector es un reflejo de las oportunidades que las Pymes pueden encontrar en este instrumento como mecanismo de financiación de sus inversiones.

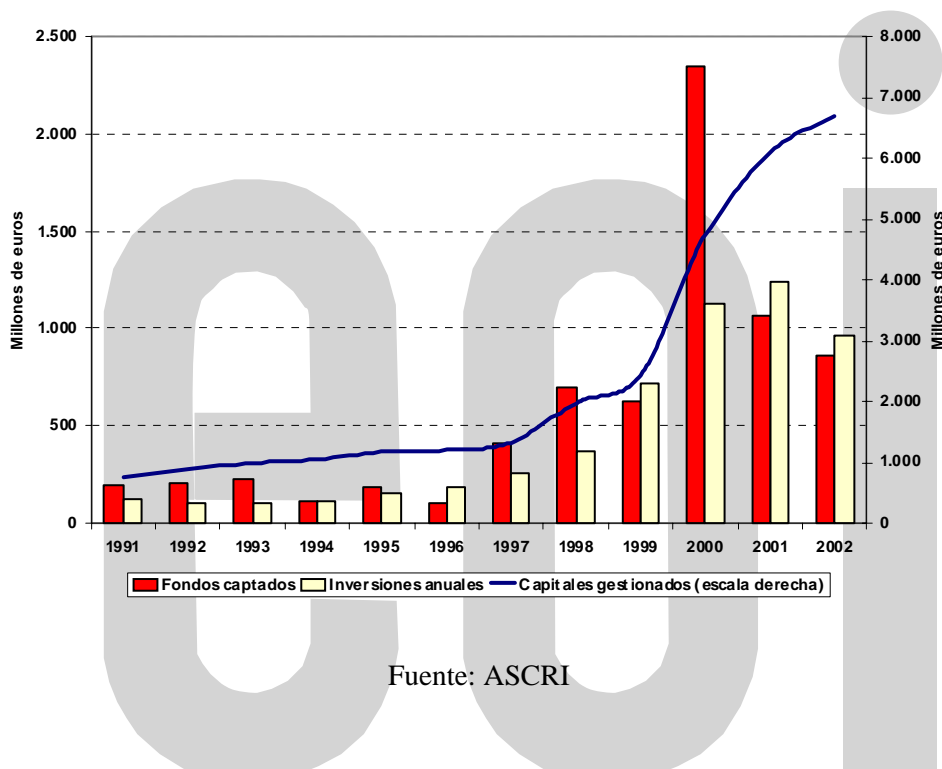
Las entidades de capital riesgo *privadas* juegan un papel notablemente preponderante frente a aquellas de carácter público. Si bien en los primeros años de existencia del mercado, la mayor parte de las entidades existentes eran promovidas por organismos públicos, como mecanismo de incentivo de la inversión en empresas de tamaño reducido, en la actualidad las entidades de naturaleza privada representan cerca del 90% del total del mercado en términos de volumen de fondos gestionados.

Paralelamente al crecimiento del número de entidades operativas, ha aumentado, evidentemente, el importe de los recursos captados y gestionados. A cierre del año 2002 se estima que el volumen total de capitales gestionados por las ECR ascendía a cerca de 6.700 millones de euros, frente a los 630 millones de principios de los noventa. Es decir, en un plazo de diez años, la cuantía de estos recursos se ha multiplicado por más de diez, lo que supone una tasa de crecimiento anual media cercana al 25%.

La captación anual de fondos y la inversión de los mismos sigue un *comportamiento cíclico* derivado de la propia operativa del capital inversión. En efecto, la actividad de capital riesgo se fundamenta en la realización de un intenso proceso inicial de captación de fondos y en la posterior inversión de los mismos en un plazo aproximado de tres años desde la fecha de su captación. Por consiguiente, existe un ciclo de captación de recursos que explica buena parte de la evolución del mercado.

Así, la disminución del volumen de fondos captados a partir del ejercicio 2001 responde en parte al cierre de un ciclo de captación de recursos iniciado en 1997. Además, el clima de incertidumbre macroeconómica y el negativo comportamiento de los mercados de renta variable también han perjudicado al sector en los últimos años. En el siguiente gráfico podemos observar la evolución de la captación e inversión de recursos en los últimos ejercicios.

GRÁFICO 5.1. EVOLUCIÓN DE LA CAPTACIÓN E INVERSIÓN DE RECURSOS EN ESPAÑA



Tal y como puede observarse en el gráfico, la cuantía de las inversiones realizadas en los dos últimos ejercicios (2001 y 2002) superó a la de los fondos captados. Este hecho responde, como se acaba de comentar, a la propia dinámica del capital riesgo. Durante los ejercicios anteriores las entidades captaron un importe elevado de recursos, especialmente, en el año 2000, en el que el capital inversión experimentó una verdadera explosión, animado por los extraordinarios comportamientos de los mercados tecnológicos.

Los principales proveedores de recursos en los últimos años han sido las entidades financieras (bancos y cajas de ahorros), que han aportado cerca de la mitad de los fondos captados anualmente. Merece la pena resaltar la limitada aportación de los fondos de pensiones, y el potencial de crecimiento asociado a los mismos. Si bien en los últimos años se ha incrementado su presencia en el mercado, ésta continúa siendo todavía reducida, significativamente alejada de la participación registrada en los mercados europeos, en los que los fondos de pensiones son los principales financiadores de las entidades de capital riesgo.

La elevada atracción de fondos situó al sector en una posición de *abundante liquidez*, caracterizada por la existencia de un ingente volumen de recursos pendientes de inversión. Durante el ejercicio 2001, las ECR comenzaron a materializar dichas inversiones, centrando más sus esfuerzos en la búsqueda de oportunidades atractivas de participación que en la captación de fondos adicionales. Este predominio de la inversión se mantuvo en el año 2002, y los primeros datos dados a conocer sobre el ejercicio 2003 apuntan a que esta tendencia se consolidará en el ejercicio.

Otro de los aspectos relevantes que han caracterizado al sector en los últimos años ha sido la *reorientación estratégica* parcial de la política de inversión de las principales entidades, caracterizada por un proceso de “huida hacia la calidad”, o de búsqueda de proyectos sometidos a un menor riesgo. En los pasados ejercicios, una parte importante de los recursos de las ECR se destinó a la financiación de empresas inmersas en fases de negocio incipientes y pertenecientes a sectores de rápido crecimiento.

La caída de los mercados tecnológicos, iniciada en abril del año 2000 con el derrumbe del índice Nasdaq, ha provocado que los gestores de las entidades se hayan visto obligados a modificar sus estrategias inversoras como mecanismo de adaptación a las nuevas condiciones del mercado. Este posicionamiento en proyectos menos arriesgados se ha materializado en el incremento de los volúmenes de inversión destinados a *sectores económicos tradicionales*, a compañías en *fases de negocio más avanzadas*, con un mayor tamaño y con un *performance* positivo de generación de resultados.

Así, el peso de las inversiones en empresas relacionadas con las tecnologías de la información y las comunicaciones ha disminuido significativamente, reduciéndose desde el 25% registrado en el 2000 al 8,5% del 2002. La inversión en sectores tecnológicos se trasladó a los principales sectores tradicionales de la economía. Así, la categoría de productos de consumo acumuló el 25% del total invertido en el año, y otros sectores conservadores, como Química/Plásticos y Servicios y Producción Industrial, también experimentaron importantes incrementos en el volumen de fondos recibidos. Las previsiones para los años venideros apuntan a que la concentración en los sectores tradicionales tenderá a agudizarse.

En definitiva, el mercado de capital riesgo ha experimentado en España un desarrollo tardío en relación con el resto de países europeos y, especialmente, con los países anglosajones. En los últimos años se ha producido un incremento sustancial en el número de entidades de capital riesgo operativas en España, así como en el volumen de fondos captados e invertidos por las mismas. La existencia de un tejido empresarial proclive al desarrollo de este tipo de financiación, el desarrollo de una regulación fiscal que incentiva la inversión en esta clase de entidades, y la existencia de una moneda única que creará un mercado amplio a nivel europeo son tres pilares que fundamentan una visión optimista sobre la evolución de los mercados de capital riesgo en España durante los próximos años. No obstante, todavía existen determinados obstáculos que dificultan el desarrollo definitivo de este mercado, principalmente los derivados de la inexistencia de un mercado de valores de tamaño significativo destinado a empresas de reducida dimensión, lo que, en última instancia, limita la eficiencia de la desinversión de las entidades de capital riesgo.

7.4. La Titulación como Fórmula Alternativa de Financiación para Pymes.

El tejido empresarial español está compuesto fundamentalmente por pequeñas y medianas empresas (Pymes), que se enfrentan a la financiación bancaria en unas duras

condiciones de tipos, plazos y garantías. En este contexto, resultan de particular interés la titulización de préstamos a Pymes y la titulización de los derechos de cobro de las Pymes. Ambas técnicas tienen efectos beneficiosos para la financiación de este tipo de empresas, además de propiciar el desarrollo de un activo financiero que aún no ha logrado en España una difusión equiparable a la de otros países desarrollados.

La titulización es una operación financiera mediante la cual unos activos propiedad de una empresa son traspasados a una sociedad vehículo, con el fin de servir de garantía para la emisión de valores de renta fija, con los fines de obtención de liquidez (por ejemplo en el caso de la titulización realizada por Pymes) o de mejora del balance (en el caso de las entidades de crédito, que mediante la titulización logran una mejor gestión de sus activos y pasivos).

El tipo de titulización más conocido en nuestro país es la *titulización hipotecaria* que bancos y cajas de ahorros realizan en nuestro país desde hace años. Mediante esta técnica, las entidades financieras emiten títulos de renta fija respaldados por sus carteras de préstamos hipotecarios, que les permiten dar liquidez a dichas carteras de forma anticipada. Los inversores que compran un bono de titulización reciben intereses y el principal de su inversión a través del cobro de la cartera de hipotecas que respalda la titulización. Las entidades financieras pueden rebajar de esta forma su inversión crediticia, al vender sus carteras de préstamos.

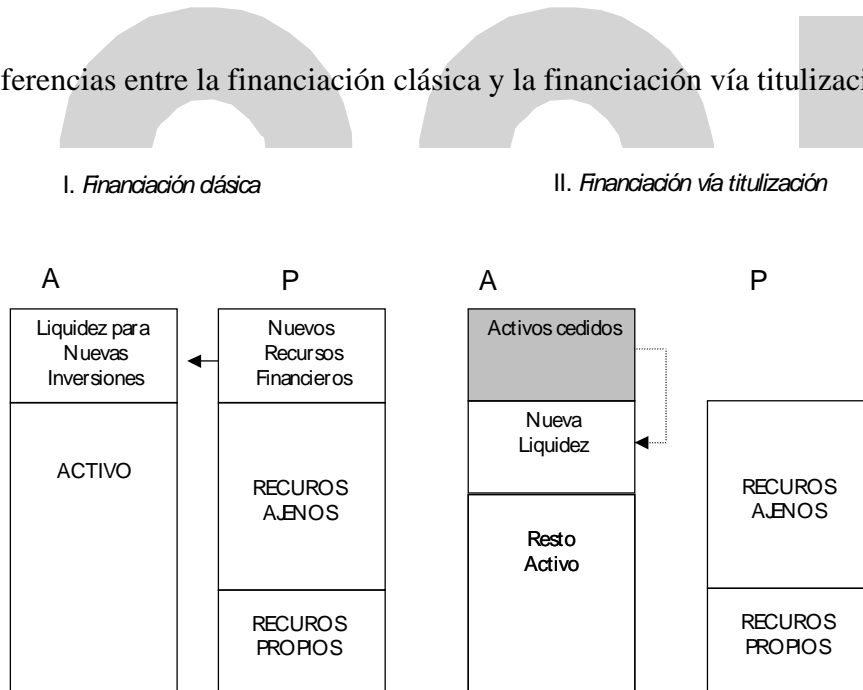
La titulización abarca una gran variedad de activos: hipotecas, préstamos consumo, préstamos a Pymes, saldos de tarjetas de crédito y los propios activos en el balance de una empresa: letras, facturas, e incluso recibos vinculados a ingresos de carácter estable y predecible. En el caso de las Pymes, además de la titulización llevada a cabo por entidades financieras con una cartera de préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas, existe la posibilidad de que las propias Pymes realicen de forma sindicada la operación.

Los inversores que compran los activos financieros a que la titulización da origen, asumen el riesgo aparejado a dichos activos. De esta forma, un fondo de préstamos a

Pymes asume el riesgo de la cartera de préstamos a Pymes que la entidad de crédito le traspasa, sin haber participado en la originación de los préstamos. Por este motivo es esencial que el proceso de titulización cuente con la máxima transparencia posible. En cualquier caso, y a través de mecanismos de mejora crediticia, los riesgos traspasados en el proceso de titulización son minimizados.

A diferencia de la financiación bancaria, la titulización permite a las empresas obtener liquidez mediante la extracción de determinados activos de su balance, de forma que su ratio de apalancamiento permanece inalterado, como podemos comprobar en el siguiente esquema, donde ilustramos la sustitución de los activos titulizados (derechos de crédito) por liquidez, sin que exista modificación ni en los recursos propios ni en la deuda.

Diferencias entre la financiación clásica y la financiación vía titulización

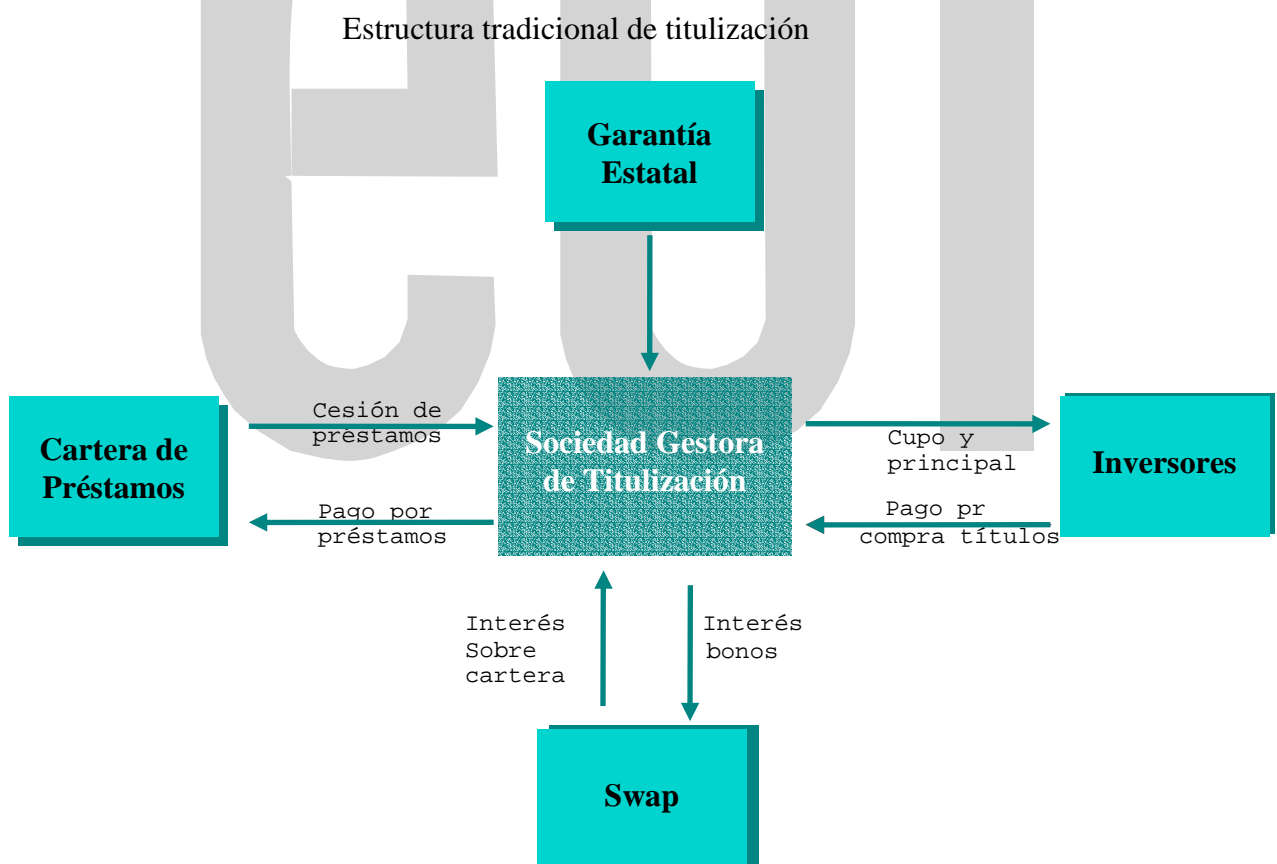


Las etapas del proceso de titulización son las siguientes:

- 1) El originador vende los activos a titularizar a un fondo (a través de una sociedad gestora o vehículo, cuyo único objeto es realizar una emisión respaldada por dichos activos).

- 2) La sociedad gestora o vehículo emite títulos de renta fija por un importe máximo igual al valor de los activos comprados.
- 3) Los títulos emitidos por el vehículo son comprados por inversores en el mercado de renta fija privada.
- 4) El vehículo, con la liquidez derivada de la colocación en el mercado de renta fija, paga al originador de los activos.

En el esquema hemos representado las transacciones que conlleva la titulización mediante el ejemplo de una entidad financiera que tituliza su cartera de préstamos. Hemos añadido los papeles que pueden jugar el Estado (que puede fomentar este tipo de operaciones avalando la emisión) y las entidades financieras, con quienes se puede formalizar un *swap* de tipos de interés.



El hecho de que la titulización no suponga mayor endeudamiento podría llevarnos a la idea de que, al permanecer el valor total de la empresa inalterado (mismos fondos propios y mismo endeudamiento), la titulización es una técnica incapaz de aportar valor. De acuerdo con la teoría de Miller y Modigliani (MM), el valor de una empresa es, en competencia perfecta, independiente de su estructura de capital, de forma que la proporción deuda/recursos propios no influye en el coste de capital ni en la valoración que los inversores hacen de la empresa. Según esta línea de pensamiento, la titulización sería vista como una suerte de deuda con garantía real, donde se segregan ciertos activos como garantía de pago para los fondos captados. Sin embargo la idea es totalmente errónea: cuando una empresa formaliza un préstamo, responde del mismo con todo su patrimonio presente y futuro, con independencia de que la afectación de ciertos activos como garantía refuerce la posición del acreedor. En una titulización, la deuda sólo está respaldada por los activos segregados en la sociedad vehículo, siendo imposible para los inversores recurrir a los activos de la empresa que origina la titulización. El inversor que compra un bono de titulización no es acreedor de la empresa que originó la titulización. La visión de la titulización como deuda de la empresa y el recurso a MM para desacreditar su utilidad constituyen, además, crasos errores pues, como ya hemos visto, la titulización no modifica la deuda, sino que afecta exclusivamente al activo de la empresa.

Ventajas de la Titulación

Las ventajas que tiene la titulización para la empresa originadora son múltiples:

- Permite a la empresa incrementar su liquidez sin incrementar su ratio de endeudamiento (al realizarse fuera de balance). Esta es una ventaja de gran valor, pues la empresa que decide incrementar su deuda ve aparecer restricciones en sus futuros accesos a la financiación externa, o al menos sufre mayores costes de financiación cuando vuelve a pedir prestado en el futuro. Esto es así porque los prestamistas descuentan una mayor probabilidad de que la empresa pueda

declararse en suspensión de pagos, al incrementarse la proporción de fondos a cuya remuneración y devolución de principal hay que atender con calendario fijo. Dicha situación concursal puede significar quitas proporcionales para los acreedores, además de costes indirectos (lucro cesante por la gestión del procedimiento concursal) y directos que tiene para la empresa (gastos procesales). Estos posibles costes de la quiebra, junto con los menores impuestos que el endeudamiento lleva aparejado, matizan las hipótesis de MM, definiendo como “una U” la curva de coste del capital: decreciente en situaciones de endeudamiento sub-óptimo y creciente en niveles de endeudamiento excesivo. En cualquier caso, y para nuestra discusión sobre la titulización, una empresa que tituliza no sufre variación alguna en el coste de sus recursos ajenos, pues la titulización no supone mayor deuda ni asunción adicional de riesgos, ni supone, por tanto, ninguna modificación en su capacidad para hacer frente a compromisos de pago futuros.

- La titulización permite a las empresas financiar proyectos adicionales de inversión sin abandonar su estructura financiera óptima, pues se obtiene liquidez adicional sin modificar los niveles de deuda y recursos propios.
- Los activos a titular son totalmente aislados del balance de la empresa, por lo que no se impone limitación alguna sobre el resto de las magnitudes de la sociedad. La única variable relevante para la titulización es la calidad de los activos a titular, sin que la empresa sufra la imposición de condicionantes (*covenants*) sobre la gestión del resto de sus activos y pasivos.
- El coste de financiación es muy competitivo, inferior al del crédito bancario. Esta ventaja es de gran importancia y se acentúa en el caso de las empresas cercanas a una situación de quiebra, perjudicadas seriamente por los costes de agencia. Una empresa con probabilidad alta de suspensión de pagos no podrá fácilmente incrementar sus recursos propios. Además, los intereses de los accionistas, que ven en los proyectos más arriesgados la solución a sus problemas (preferencia racional por una baja probabilidad de ganar frente a la certeza de perder), chocan con los intereses de los acreedores (que no se benefician de proyectos de alto

riesgo, pues su remuneración es fija, sino que ven en dichos proyectos una amenaza aún mayor para las cantidades que han prestado). En esta situación, los acreedores tienen que asumir unos elevados costes de agencia (supervisión) para evitar que los gestores de la empresa adopten arriesgadas decisiones de inversión, contrarias a sus intereses, y dichos costes de agencia se traducen en tipos de interés muy altos. La titulización resulta, en este contexto, extremadamente útil, pues se pueden utilizar los derechos de cobro de alta calidad que haya en balance para obtener nuevos recursos, con una calificación crediticia superior a la de la empresa y, por tanto, a menor tipo de interés. La confianza de los compradores de bonos de titulización descansa en los flujos de caja que se derivan de los activos de calidad que han sido aislados, sin que la probabilidad de quiebra de la empresa afecte en modo alguno.

- Los fondos obtenidos por la titulización, además de para financiar nuevas inversiones, pueden utilizarse para reducir deuda.
- En aquellos casos en que sea deseable, la titulización permite a la empresa *liberar* recursos propios o, dicho de otra forma, la venta de derechos de crédito permite a la empresa eliminar parte de los riesgos de impago o de tipo de interés que pesan sobre su balance. La empresa que tituliza vende derechos de cobro a cambio de un efectivo que le permite paliar posibles desajustes entre el cobro de sus activos y el pago de sus pasivos. Esta ventaja es doble en el caso de las entidades financieras, que se encuentran sometidas a una regulación prudencial que limita el volumen de las inversiones de riesgo a un porcentaje de sus recursos propios.

Una posible crítica a las ventajas anteriormente señaladas podría ser el perjuicio que la segregación de activos que conlleva la titulización pudiera tener para los acreedores de la sociedad, en especial para aquellos que no hayan protegido sus derechos con garantías reales o personales de los socios. Sin embargo, esta objeción sólo sería válida si los fondos obtenidos con la titulización fueran repartidos entre los socios, cuando,

como hemos visto, en la mayoría de los casos son utilizados para acometer nuevos proyectos de inversión o reducir los niveles de riesgo y deuda. Incluso en el caso de que existiera perjuicio para los acreedores, estos podrían repercutir cualquier riesgo adicional en el coste de la financiación que proveen, como de hecho prevé el RD 926/1998, que obliga a los originadores a informar en sus cuentas anuales acerca de las cesiones de derechos de crédito futuros realizadas en el ámbito de la titulización. Sería, quizás, deseable que nuestra normativa fuera un paso más allá, como lo hace el derecho mercantil norteamericano, y exigiera a la titulización una inscripción en registro público, permitiendo a los acreedores comprobar el impacto sobre el activo del cedente antes de la formación de las cuentas anuales.

La titulización abre las puertas del mercado de capitales a las Pymes que participan en la constitución de un fondo de titulización, además de posibilitar la concesión de préstamos bancarios a más largo plazo, al tener las entidades financieras la posibilidad de ceder los préstamos.

Desde el punto de vista del mercado financiero, la titulización amplía el catálogo de productos disponibles para los inversores y, al transformar las características de los activos que se titulan (plazo y riesgo), se logra una mayor adaptación a las preferencias de los inversores.

Costes Aparejados al la Titulación de Prestamos Pyme

Los costes de instrumentación asociados a cada titulización incluyen: tasas por inscripción del folleto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tasas por admisión a negociación en el mercado secundario, costes de agencias de *rating*, asesores legales, auditores, notarios y publicidad, así como los gastos derivados de la coordinación y aseguramiento de la emisión. Adicionalmente, las sociedades gestoras de los fondos devengan comisiones por la constitución (3 puntos básicos, aproximadamente) y el mantenimiento anual del fondo. En total, estos costes equivalen, en promedio, a 20 puntos básicos del precio de la emisión. A modo de ejemplo,

reseñamos en la siguiente tabla los gastos de un Fondo de Titulización de Pymes (FTPYME) constituido en abril de 2002.

Gastos de constitución, emisión y colocación de un FTPYME

AyT 9 FTPYME-ICO III (189,5 millones, abril 2002)

Gastos del Fondo en euros

Gastos de Constitución	
Tasas CNMV (emisión y admisión)	32.215,00
Tasas AIAF	10.991,00
Tasas SCLV	1.589,00
Entidad de Calificación, asesores legales y auditores, gastos notariales y publicaciones	300.726,00
Subtotal	345.521,00
Gastos de Emisión y Colocación	
Comisión de Dirección	18.950,00
Comisión de Aseguramiento y Colocación	267.030,00
Subtotal	285.980,00
Gastos de la Sociedad Gestora del Fondo	
Comisión de constitución	0,03%
Comisión de administración anual	3.050,00
Gastos totales iniciales	688.351,00

El Papel de las Entidades de Calificación Crediticia

Es importante tener en cuenta las estrictas exigencias que las agencias de calificación crediticia imponen para otorgar *ratings* que permitan la colocación de bonos de titulización a un coste atractivo. El *rating* de la entidad emisora no es la clave para dicha clasificación, que se basa principalmente en la bondad esperada, como proyección de la histórica, de la cartera de derechos de cobro. Es por ello imprescindible que la entidad originadora cuente con un registro histórico fiable. Las agencias exigen que dicha cartera esté convenientemente diversificada (un mínimo de 500 deudores, ninguno de ellos concentrando más del 1% del riesgo total), diversificación que, por otra parte, es preciso detallar sectorial y geográficamente en la memoria que la sociedad gestora debe aportar a la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. Por último, las agencias de *rating* exigen un mínimo de homogeneidad en cuanto a la naturaleza de los activos.

La homogeneidad es difícil de cuantificar en el caso de préstamos a Pymes, por lo que resulta crucial el *expertise* que las entidades financieras presenten en selección de riesgos crediticios. Las garantías legales son, asimismo, fundamentales para la obtención de dichos *ratings*, de forma que, además de cumplir con la normativa contable y fiscal vigente, la sociedad de titulización debe separar completamente los activos del emisor y protegerlos contra terceros.

El trabajo realizado por las agencias incluye los siguientes conceptos:

- Revisión de la transacción y de la estructura legal.
- Estimación de la frecuencia de impagos.
- Revisión del emisor.
- Cuantificación del impacto de pérdidas.
- Determinación de mejoras crediticias precisas para cada serie de la emisión.
- Revisión final de documentación jurídica y opiniones legales.

La tarifa aplicada en España por las principales agencias de *rating* para una titulización oscila entre los 50.000 y 100.000 euros, en función de la carga de trabajo que dicho *rating* lleve aparejado.

En función de las características del emisor y de la operación, la agencia de calificación crediticia utiliza distintas técnicas para calcular la pérdida media esperada de la cartera de préstamos. Entre estas técnicas destaca el uso de *simulaciones de Monte Carlo* y de la *proyección actuarial*, basada en la hipótesis de que la calidad crediticia histórica de la cartera de la entidad originadora es representativa del comportamiento de pago futuro.

La Titulación en España

En nuestro país hay dos normas relevantes para la titulización: la Ley 19/1992, de 7 de julio, de régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y regulación de

los Fondos de Titulización Hipotecaria, y el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras.

La titulización de activos ha crecido exponencialmente en España en los últimos años, siendo el mercado español de titulización hipotecaria uno de los mercados europeos de experiencia más dilatada, con un total de 23.165 millones de euros en emisiones desde 1992. Esto ha permitido un notable desarrollo de la demanda para este tipo de activos financieros entre inversores nacionales y extranjeros y, en el caso de estos últimos, de una forma especial desde la adopción del euro.

El mercado de titulización se inició con la emisión de cédulas hipotecarias, al amparo de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario. El mercado de titulización hipotecaria se desarrolla plenamente a partir de 1992, con la entrada en vigor de la Ley 19/1992, de 7 de julio. Por su parte, el desarrollo de la titulización de préstamos a Pymes comienza en 1998, año en el que se amplió el régimen de titulización mediante el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras.

En los Presupuestos Generales del Estado para 1999, el Ministerio de Economía y Hacienda quedó facultado para otorgar avales que garantizaran los títulos emitidos por los fondos de titulización, que serían constituidos mediante convenios entre el Ministerio y las gestoras de los fondos de titulización. Desde entonces, se han constituido 12 Fondos de Titulización de Pymes (FTPYMES), todos ellos bajo un esquema de titulización tradicional, análogamente a la experiencia del Reino Unido o los Países Bajos, empleando entidades vehículo a las que se transfiere la titularidad de la cartera de préstamos, que queda, por tanto, fuera del balance de las entidades cedentes. La legislación española no ha recogido hasta la fecha la posibilidad de realizar titulaciones sintéticas, en las que la cartera de préstamos permanece en el balance de la entidad originadora, con el consiguiente ahorro en los costes de instrumentación.

Titulización de hipotecas en España

Año	Importe (milln)	% del Total Titulizado
1992	346,38	2%
1993	492,83	2%
1994	507,91	2%
1995	678,55	3%
1996	102,47	0%
1997	620,38	3%
1998	3.864,05	17%
1999	6.211,40	27%
2000	3.170,60	14%
2001	3.458,60	15%
2002	3.212,70	14%
Total	22.665,87	100%

La coyuntura económica de 1998 favoreció el desarrollo de estos fondos, al concurrir varios factores: bajos tipos de interés, una disminución de las emisiones de deuda pública (ambos favorables para los inversores en busca de alternativas) y un creciente auge de la inversión colectiva. Los activos titulizados se configuraron así como atractivas alternativas de inversión, dado que su relación rentabilidad/riesgo se situaba en un lugar intermedio entre las de la deuda pública y la bolsa. Las distintas series en que se instrumentan las titulizaciones permiten la colocación de cada tramo en función de las preferencias de cada grupo de inversores. Aunque el mercado se desarrolla inicialmente con la comercialización de los tramos AAA y AA, progresivamente se van colocando series de inferior calidad crediticia.

La titulización en España crece tanto desde 1998 que se convierte en el motor del desarrollo del mercado de renta fija privada. La negociación de los activos de titulización en el mercado secundario supuso casi el 70% de la contratación en bonos a medio y largo plazo durante 2002. En ese mismo año, el 14% de todas las emisiones correspondieron a FTPYMES.

El Tesoro español ha jugado un papel catalizador en el desarrollo de la titulización de préstamos a Pymes, a través de las garantías parciales otorgadas. Este esquema de garantías parciales, vigente desde 1999, es un rasgo diferencial del mercado español de titulización de préstamos a Pymes frente al resto de Europa. Desde su entrada en vigor,

se han titulizado préstamos Pymes por valor de 5.172 millones de euros: el 30% en el año 2000, el 10% en 2001 y el 60% en 2002. El relativo éxito de estos FTPYMES se encuentra en el bajo precio al que las entidades financieras obtienen financiación, dada la garantía pública, así como por el lado de la demanda, en la consideración de activos *cuasi públicos* que los inversores dan a estos títulos. Los emisores suelen vender las series garantizadas, siendo habitual mantener las series no garantizadas, que en caso de necesidad de liquidez pueden emplearse como colateral en las subastas de repos efectuadas por el Banco Central Europeo en las operaciones de política monetaria.

El Tesoro exige, de forma previa al otorgamiento de su garantía, que al menos el 80% de la cartera a titular esté formada por préstamos y créditos a Pymes a plazo no inferior a un año. La proporción de avales que es asignada a cada fondo de titulación es directamente proporcional al porcentaje que representen los préstamos y créditos a Pymes e inversamente proporcional al porcentaje que el aval total solicitado represente sobre el pasivo del fondo.

A estos efectos, se consideran como Pymes aquellas empresas que facturen menos de 40 millones de euros al año (o tenga activos inferiores a 27 millones de euros), empleen a menos de 250 trabajadores y no estén participadas por otro grupo empresarial en más del 25% de su capital. Adicionalmente, existe la posibilidad de titular los préstamos que concede el Instituto de Crédito Oficial (ICO), disfrutando en este caso de una financiación en condiciones preferentes del propio ICO, siempre y cuando el 40% del fondo a titular proceda de préstamos ICO.

Actualmente, el Tesoro sólo garantiza aquellas series que obtengan de forma previa una calificación crediticia AA (con cobertura del 80%), en las que los emisores se comprometan a invertir el 50% de la liquidez en nuevos préstamos para Pymes durante los primeros 6 meses y el resto en el plazo de un año, garantizándose así que el riesgo soportado por el Estado redunda en un trasvase de liquidez desde el sistema financiero hasta la economía real. Además, las gestoras tienen la obligación de cotizar en el mercado secundario de valores aquellos títulos que pertenezcan a una serie avalada por el Estado. Los presupuestos generales del Estado contemplan el importe máximo anual

que se destina al otorgamiento de dichas garantías en modalidad *revolving*, pues se liberan automáticamente recursos para nuevas garantías según van venciendo las obligaciones. En el año 2002, se emitieron 3.086,1 millones de euros en FTPYMES, de los cuales el 58% contó con la garantía del Tesoro español.

En la siguiente tabla puede apreciarse cómo las pequeñas entidades han acudido al mercado español de forma sindicada, aportando sus activos a un fondo común con el que respaldan la emisión conjunta de títulos. Igualmente puede constatarse cómo el acicate de obtener financiación del ICO en condiciones preferentes movió el mercado en el primer año de funcionamiento de los FTPYMES (2000): la totalidad de los 1.547,9 millones de euros emitidos se acogieron a este esquema.

eoi

Titulización de Préstamos Pymes en España

Operación	Fecha	Importe (millones)	Emisor
BBVA-2 FTPYME-ICO	dic-00	900	BBVA
FTPYME Banesto 1 FTA	jun-02	871,5	Banesto
FTPYME BANCAJA 1 FTA	mar-02	600	Bancaja
FTPYME TDA SABADELL I FTA	jun-02	600	Banco de Sabadell
FTPYME CAM 1 FTA	jun-02	600	Caja de Ahorros del Mediterráneo
		474,4	Banco de Sabadell, Sabadell Leasing, Banco Popular Español, banco de Andalucía, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia, Banco de Castilla, Banco de Vasconia, CdA del Mediterráneo, Banco Guipuzcoano, Monte de Piedad y CdA de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera, CdA Municipal de Burgos
FTPYME-ICO-TDA 1, FTA	mar-00	262,7	Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu, Caixa d'Estalvis de Sabadell, Caixa d'Estalvis del Penedés, Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón, Caja de Ahorros de la Rioja, Caja de Ahorros de Vitoria y Álava, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipuzkoa y San Sebastián, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia, Caja General de Ahorros de Canarias
FTPYME ICO-TDA2, FTA	mar-01	225,1	Banco Pastor
FTPYME TDA 3 TDA	feb-02	189,5	Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu, Caixa d'Estalvis de Sabadell, Caixa d'Estalvis del Penedés, Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón, Caja de Ahorros de la Rioja, Caja de Ahorros de Vitoria y Álava, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipuzkoa y San Sebastián, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia, Caja General de Ahorros de Canarias
AyT 9 FTPYME-ICO III, FTA	abr-02	173,5	Caixa d'Estalvis de Sabadell, Caixa d'Estalvis de Terrasa, Caixa Galicia, Caja de Ahorros de la Rioja, Caja de Ahorros de Vitoria y Álava, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipuzkoa y San Sebastián, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia, Caja General de Ahorros de Canarias, Caixa d'Estalvis del Penedés, Monte de Piedad de Ontenent
AyT 3 FTPYME-ICO, FTA	jun-00	150	Caixa Catalunya
PYMECAT-1 FTPYME	ene-01	125,7	Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu, Caixa d'Estalvis de Sabadell, Caixa d'Estalvis del Penedés, Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón, Caja de Ahorros de la Rioja, Caja de Ahorros de Vitoria y Álava, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipuzkoa y San Sebastián, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia, Caja General de Ahorros de Canarias
AyT 6 FTPYME-ICO II FTA	abr-01		

Fuente: Standard & Poors

La experiencia española de titulización de préstamos Pymes ha demostrado cómo, además de facilitar liquidez y crédito, y de aliviar el consumo de recursos propios de las entidades financieras, se propician emisiones a bajo coste, con diferenciales respecto al EURIBOR a 3 meses de 20 puntos básicos de media. Este diferencial es resultante de un precio aproximado de 60 puntos básicos, incluidos 20 puntos básicos para costes de instrumentación, al que hay que restar 40 puntos por la garantía del Tesoro. Por otra parte las entidades gestoras de estos fondos han logrado un diferencial (*spread*)

significativo, dado que el rendimiento medio de un préstamo PYME está entre los 150 y 200 puntos básicos. En España éste ha sido el principal motivo que ha llevado a los cedentes a utilizar este tipo de financiación.

Desde enero a julio de 2003 no se han realizado nuevas emisiones en España, quizás como consecuencia de un menor grado de apoyo público, que como ocurre en el caso de los préstamos Pyme no garantizados por la *Small Business Administration* en Estados Unidos, redundan en una contracción de la demanda de este tipo de activos.



BIBLIOGRAFÍA.

- Banco de España (2002): **Resultados anuales de las empresas no financieras 2001**, Central de Balances.
- Comisión Europea (2000): **Comunicación de la Comisión. Análisis de los instrumentos comunitarios de financiación específicos de las Pyme**, D COM (2000) 653 final.
- Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca: **Informe anual CESGAR**, varios años.
- Fundación SEPI: **Encuestas sobre Estrategia Empresarial**, varios años.
- García Mandaloniz, M. (2003): **La financiación de las Pymes**, Aranzadi, Navarra.
- García Tabuenca, A.; Merino F. y Rubio, D. (2002): **Financiación de la pequeña y mediana empresa en España. Evolución reciente de los principales instrumentos públicos de apoyo**, *Boletín Económico de ICE*, nº 2.734.
- ICO: **Capital Riesgo. Concepto y evolución. La actividad del ICO en capital riesgo**, Cuadernos ICO.
- Lámothe Fernández, P. (1987): **Fuentes de Financiación de la Empresa (II): Financiación bancaria a corto plazo**, *Actualidad Financiera*, nº 456, Págs. 2.117 – 2.141, Madrid.
- Maroto, J. A. (1993): **La situación económico-financiera de las empresas españolas y la competitividad. Aspectos generales y particulares de la financiación de las Pymes**, *Economía Industrial*, nº 291, págs. 89-106.
- Martí Pellón, J. (2001): **El capital inversión en España**, Biblioteca Civitas.

- Martí Pellón, J. (2002): **Oferta y demanda de capital riesgo en España**. Biblioteca Civitas.
- Martín Rodríguez, M. (1995): **El sistema financiero y la financiación de las Pymes**, Papeles de Economía Española, nº 65.
- Martín Rodríguez, M. y Sáez Fernández, F. J. (2001): **Políticas públicas de apoyo a la financiación de la Pyme: fundamentos, instrumentos y resultados**, Papeles de Economía Española, nº 89/90.
- Melle Hernández, M. (1997): **La financiación bancaria de las Pyme europeas**, UCM y FUNCAS, Madrid.
- Melle Hernández, M. (2001): **Características diferenciadoras de la financiación entre las Pyme y las grandes empresas españolas**, Papeles de Economía Española, nº 89/90.
- Muñoz Torres, M. J. y Rivera Lirio, J. (2002): **Instituciones e instrumentos públicos de Financiación para la Pyme**, RVEH, nº 6 III/2002.
- Nuñez-Lagos, F. (1995): **Contratos bancarios**, Centro de Formación del Banco de España, Madrid.
- Ocaña, C.; Salas, V. y Vallés, J. (1994): **Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989**, Moneda y Crédito, nº 199, páginas 57-96.
- Price Waterhouse: **La PYME industrial española. Factores de éxito para competir**.
- Río Bárcena, J. (2001): **Medios de financiación y negociación**, Pirámide, Madrid.

- Robles, J. F. (1994): **Prácticas incorrectas y condiciones abusivas en las operaciones bancarias**, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid.
- Suárez Suárez, A. (1998): **Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa**, Pirámide, Madrid.
- Van-Der-Wijst, D. (1989): **Financial Structure in Small Business: Theory, Tests and Applications**, Lecture Notes on Economics and Mathematical Systems Series, nº 320, Springer, Nueva York; Berlín; Londres y Tokyo.

A large, faint, stylized watermark of the letters 'eoi' is centered on the page. The letters are a light gray color and have a rounded, sans-serif font style. The 'e' and 'o' are connected at the top, and the 'i' is a simple vertical bar with a dot above it.