

Fuentes de financiación

Núria Bosch Balada
Antonio López Giró

PID_00214141

Índice

Introducción.....	5
1. La financiación con capital: las rondas y los inversores.....	7
1.1. El inversor financiero y el industrial–estratégico: dos ópticas totalmente distintas	11
1.2. Las distintas rondas de financiación	12
1.3. Los distintos tipos de inversor financiero por perfil de riesgo	15
1.4. Los distintos tipos de inversor financiero por origen de los fondos	17
1.4.1. Las 4 F	17
1.4.2. Los <i>family office</i> (FO)	21
1.4.3. Los fondos	21
1.5. La gestión de la inversión para el inversor financiero en las distintas fases del proceso	23
1.6. Los que gestionan y los que deciden: que todos queden contentos	24
2. La financiación bancaria.....	27
2.1. El riesgo y la rentabilidad para el banco	28
2.2. Lo que hay que llevarle al banco	29
3. Las ayudas públicas: subvenciones y créditos blandos.....	31
3.1. Tipos de ayudas	32
3.1.1. Ayuda de coinversión en capital	32
3.1.2. Ayuda de coinversión en cuasi-capital	33
3.1.3. Ayuda de préstamos blandos (intereses por debajo de mercado)	34
3.2. El camino para conseguir ayudas	34

Introducción

Aunque parezca una perogrullada, las finanzas se refieren a la financiación, la **financiación** es la obtención de fondos para que la empresa pueda funcionar; en la contabilidad de partida doble se reflejan en el pasivo (que no es más que el apunte para saber cómo se ha pagado lo que figura en el activo).

La financiación debe acompañar a las inversiones, es su razón de ser. Para ello, se deben escoger adecuadamente los instrumentos (o fuentes) que se vayan a utilizar.

En el apartado “La financiación con capital: las rondas y los inversores” se contempla la comparación entre el socio financiero y el industrial-estratégico. Se explican sus distintos objetivos a la hora de participar en el capital de la *start-up* y se analiza cuándo tiene sentido buscar a un socio industrial y cuándo no.

Se explican las distintas rondas de financiación de una compañía en su desarrollo y los distintos tipos de inversor, tanto por perfil de riesgo, como por origen de los fondos que mueve.

Además, se explica cómo funciona un fondo de *venture capital* por dentro y cómo se gestiona un proyecto en todas sus fases: desde el análisis de la oportunidad a la salida.

También se explican las motivaciones de los que gestionan y de los que deciden en un fondo.

En el apartado “La financiación bancaria” se analiza la especial importancia que tiene la limitación del riesgo para el banco. Un *private equity* puede asumir un nivel de riesgo alto a cambio de una alta rentabilidad, cosa que un banco comercial nunca hará.

También se explican los parámetros específicos del análisis del riesgo que el banco comercial utiliza.

Finalmente, en el apartado “Las ayudas públicas: subvenciones y créditos blandos” se analizan los distintos tipos de ayudas. Se apunta el camino óptimo para conseguir ayudas públicas.

Fuentes

Se habla de **instrumento financiero** en su calidad de herramienta puesta a disposición del mercado por parte de un inversor, en su acepción amplia. Los instrumentos son fuentes de financiación en tanto en cuanto comprenden fondos que serán ‘origen’ para financiar Inversiones (destino).

1. La financiación con capital: las rondas y los inversores

Los instrumentos financieros se deben adecuar a la generación de caja de la empresa, en aquellas actividades generadoras de caja, la estructura de balance puede ser más arriesgada en el sentido de que, si se incurre en un endeudamiento más alto, el riesgo se podrá compensar a partir de la posibilidad de hacer frente a las deudas.

Recordemos del análisis de balances, la adecuación de las estructuras de pasivo en diferentes actividades económicas:

1) Equilibrio financiero

Mantener el equilibrio es uno de los motivos para preservar la estructura de capital óptima. Este depende de la equivalencia entre los periodos de maduración entre las partidas del activo y del pasivo; en caso de afrontar inversiones a largo plazo con recursos exigibles a corto plazo, podría suceder que se tuviera que hacer frente a la devolución de la deuda antes de generar ingresos a partir de las inversiones acometidas.

La medida de equilibrio y, por lo tanto, de sostenibilidad de la empresa a medio plazo es el fondo de maniobra, definido como la parte de recursos financieros de vencimiento a largo plazo que financian parte del activo circulante. Si la diferencia entre los recursos permanentes y el activo fijo es positiva, la empresa ofrece garantías de solvencia puesto que es posible aplicar parte de los recursos permanentes a la financiación de activos circulantes. El fondo de maniobra puede calcularse a través del indicador:

$$\text{Fondo de maniobra} = \text{Activo circulante} - \text{Deudas a corto plazo}$$

En caso de fondo de maniobra de valor negativo, la empresa podría encontrarse con tensiones de tesorería al tener que devolver la deuda antes de que tuviese tiempo para generar los suficientes recursos (esta regla tiene la excepción de aquellas actividades que por su idiosincrasia generan una caja diaria que permite pagar las deudas que vencen en la misma fecha). Los ratios indicadores se deberán leer junto con las necesidades financieras para tener una opinión determinante:

$$\text{Fondo de maniobra} = \text{Activo circulante} / \text{Deudas a corto plazo}$$

Esta fórmula calcula el fondo de maniobra como cociente entre el activo circulante y las deudas a corto plazo, en tal caso, el indicador de neutralidad respecto de la solvencia será la unidad. Si el resultado es superior a 1, la empresa dispondrá de margen para endeudarse, en cambio si el resultado es inferior, ni con la realización de todos los activos circulantes podríamos pagar todas las deudas que vencen en el corto plazo.

El fondo de maniobra debe ser suficiente pero no excesivo puesto que la sobrecapitalización lleva implícito un coste de oportunidad (la rentabilidad de la inversión se calcula como beneficios sobre importe invertido: no es igual ganar 10 habiendo invertido 100 que habiendo invertido 50).

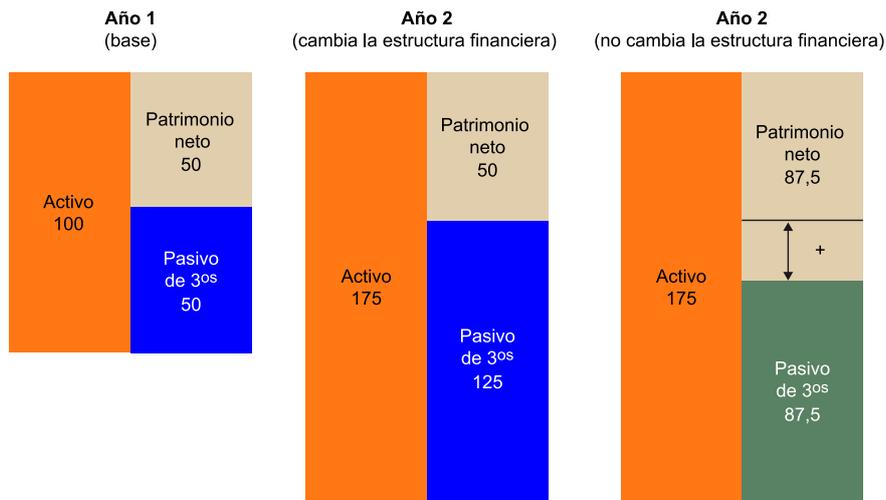
Por último, cabe hacer referencia a que no se debe morir de éxito: después de unos periodos de grandes crecimientos se puede haber tenido que aumentar sustancialmente la financiación ajena, si se produjera un cambio en el entorno y el periodo de maduración del activo circulante se retrasara, pondríamos en peligro la empresa.

Lectura recomendada

Se recomienda la lectura de "Las Necesidades Operativas de Fondos N.O.F." de Raimon Serrahima Formosa.

¿Cómo se crece?

Gráfico 1. El crecimiento y la capitalización



En actividades de crecimiento lento, cuyas inversiones en el activo no sean muy elevadas de uno a otro ejercicio, no hará falta una inyección externa de recursos. Cuando el arranque de la compañía exige alta inversión, por su ámbito internacional, por tener una lenta maduración o por la exigencia de financiación de activos intangibles, la financiación deberá acompañar las inversiones y crecer en la parte de patrimonio neto de acuerdo con la estructura de pasivo óptima. En las *start-ups* ya hemos apuntado que el pasivo de terceros (financiación bancaria) suele tender a cero.

Partiendo de una situación inicial en la empresa que suponemos dispone de una estructura financiera óptima (la escogida según la generación de caja del negocio), la empresa debe decidir cómo financiar su crecimiento: si conservando dicha estructura o bien modificándola.

Recordamos en este punto que el mismo crecimiento ya lleva implícitas necesidades de financiación del circulante que tienden a modificar la proporción de recursos propios/ajenos decidida inicialmente, porque son recursos utilizados en función de los requerimientos del día a día (cojín de tesorería y préstamos del pasivo automático). Por el mero hecho de vender ya incurrimos en una inversión o activo que es la cuenta de clientes, que exigirán x días de financiación.

Por lo tanto, si no queremos modificar la estructura objetivo, además de recurrir a las posibilidades que ofrece el pasivo ajeno, se debe pensar en el incremento proporcional de fondos propios en la medida en que también se modifican los ajenos.

Una vez decidimos que necesitamos más volumen de recursos propios, para adecuar la estructura de pasivo, debemos también resolver:

Préstamos del pasivo automático

Préstamos del pasivo automático hace referencia a la parte más 'líquida' del balance: la caja o pólizas de crédito en el activo y las contrapartidas de pasivo, llamado *automático* porque no tiene vencimiento explícito: por el mero hecho de comprar se dispone de 30 o 60 días de financiación de proveedores.

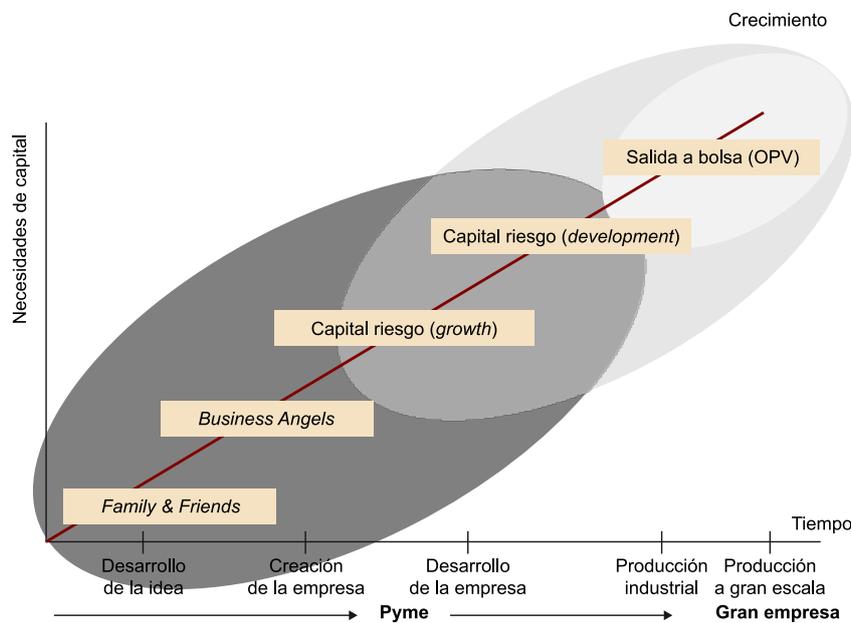
1) Si las aportaciones van a provenir de los socios existentes, a través de:

Autofinanciación	No se reparten beneficios del ejercicio y se reinvierten		
Nuevas aportaciones, con diferente gradación de compromiso	Incremento de capital	Préstamo participativo	Préstamo de los socios

2) Si las aportaciones se buscarán en socios externos, distintos a los existentes actualmente (por el total de los fondos a incorporar o por una parte):

Mercado no regulado	Socio financiero (ver recta de financiación)	Socio industrial	Otro tipo de alianza estratégica
Mercado organizado (Bolsa)	Socio financiero a través de OPV		

Gráfico 2. La recta de financiación



Fuente: Elaboración propia. Tipologías de socio financiero, Mercado 'PTC' (extrabursátil) en gris oscuro, mercado regulado por la CNMV en gris claro, en blanco mercado organizado (Bolsa).

Algunas etiquetas nos ayudan a conocer la fase de vida en la que se encuentra la empresa que está buscando financiación en capital (*target*) y el trabajo que el inversor contribuye a realizar en cada fase de inversión:

1) **Spin-off**: Nos referimos a un proyecto incipiente, a menudo escindido, de una investigación universitaria (en algunos casos la etiqueta se utiliza para nombrar el nacimiento de una empresa a partir de una rama de actividad de una multinacional que desinvierte en negocios *no-core*). La *spin off* se encuentra a menudo a nivel de idea o de prototipo y su maduración antes de su llegada a mercado será larga (distintos años para diferentes actividades, en medicamentos la maduración es a partir de 10 años, si deben pasar las distintas etapas de clínica).

El inversor intenta minimizar la inversión pero está atraído normalmente por el atractivo de la barrera competitiva y el valor que puede generar en el mercado la tecnología en cuestión.

La *spin off* se sitúa entre el desarrollo de la idea y la creación de la empresa, sin embargo conserva la denominación de *spin off* (debida a su origen) durante prácticamente toda la vida de la empresa.

2) **Start-up**: Iniciativa empresarial en arranque o ya arrancada, promovida a través de la acción de unos emprendedores que, al detectar un nicho de mercado o un problema a resolver (con un mercado afectado de suficiente volumen como para resultar atractivo), diseñan la estructura para satisfacer la necesidad del mercado objetivo. Ya hay un equipo de personas trabajando (fundadores o asimilados) y los primeros *financials*, o sea, que **el inversor puede estudiar una operación**. La empresa se encuentra normalmente con ventas pero sin alcanzar el punto de equilibrio. Entre ebitdas aún negativos y cero o positivos en algunos casos.

El inversor aporta dinero, contactos, procesos y cultura corporativa.

Estadio entre creación de la empresa y desarrollo inicial.

3) **Early stage**: Etapa que se refiere genéricamente al estadio de inicio de la actividad, comprende desde la semilla de la idea hasta alcanzar la rentabilidad o participar en rondas de financiación avanzadas.

Los inversores en este estadio suelen ser privados aunque hay algunos fondos de *venture capital* (principalmente en países de tradición anglosajona) que se orientan a la financiación de compañías tecnológicas jóvenes.

4) **Desarrollo**: Estadio de crecimiento que lleva a cabo una empresa que ya dispone de una trayectoria (3-7 años) y que acomete una estrategia de nuevo producto, nuevo mercado o diversificación. También puede ser originado a raíz de cambios en el entorno.

En todo caso, el inversor incorpora el capital necesario para acortar el tiempo de realización del proyecto y provocar un cambio de dimensión de la empresa para que adquiriera la masa crítica necesaria. Fondos de Middle Market.

Ved también

Véase el enlace <http://www.mergersandinquisitions.com/private-equity-vs-venture-capital/> y la tabla de diferencias entre *venture capital* y *private equity*, del apartado 1.4. "Los distintos tipos de inversor financiero por origen de los fondos" del presente módulo.

5) **Expansión:** Segundo estadio (escalón) de dimensión que acomete una empresa con suficiente mercado y *know how*, que podríamos cifrar en el tramo que va de una facturación media de 50 M - 200 M a un nivel del doble. El capital que entra en estos casos por parte de las sociedades de capital riesgo compra acciones propiedad de los antiguos inversores o bien de nueva emisión, normalmente con prima. Es el mercado de **private equity**.

1.1. El inversor financiero y el industrial-estratégico: dos ópticas totalmente distintas

Entendemos que el inversor financiero, a excepción de los 4F¹, efectúa dicha actividad de forma profesionalizada, por tanto, conoce los procedimientos y la documentación ligada al proceso de inversión, así como una estrategia de portafolio (normalmente acomete una media de 10 inversiones) y, con ella, la estrategia de desinversión, que permite hacer líquida la plusvalía, obtenida entre la diferencia de precio de compra de las acciones y su precio de venta en la salida.

⁽¹⁾4F: *founders, friends, family, fools*.

Es decir, el inversor financiero se dedica a invertir; es su misión.

El retrato robot del socio estratégico sería una empresa con intereses en la cadena de valor del *target* (= *start-up* en busca de financiación), su negocio no se basa en invertir y desinvertir de empresas sino en fortalecer su *core business* y si consideran que la empresa *target* cumple este cometido, interesará como objeto de inversión (fusión por absorción). Por tanto, su interés radica en la posición competitiva de la empresa *target* (nuestra *start-up*), porque la que suele ser la inversión del socio industrial es, en realidad, una compra que le da acceso a un contrato o a un activo estratégico.

Normalmente, el socio industrial es la “salida” del socio financiero y es una puerta que debe accederse en el momento adecuado.

Por ello la incorporación de uno u otro en las rondas de financiación previstas no podrá ser comparada ya que su desempeño está condicionado a su idiosincrasia.

Ítem	Industrial	Financiero
Riesgo, conocimiento, capacidad de entender cadena de valor	Más conocimiento de mercado (ventana de oportunidad) y tendencias.	Conocimiento de la actividad corporativa en los mercados y oportunidades de crecimientos en estrategias de compras (<i>buy & build</i>).
Músculo financiero	Capacidad limitada o riesgo asumido limitado a la inversión inicial (a menudo se elige invertir en alternativas para diversificar, sin apoyar nuevas inversiones en la participada con el calendario necesario).	Capacidad de acometer diferentes aportaciones, atendiendo a la necesidad del negocio. Mayor músculo financiero.

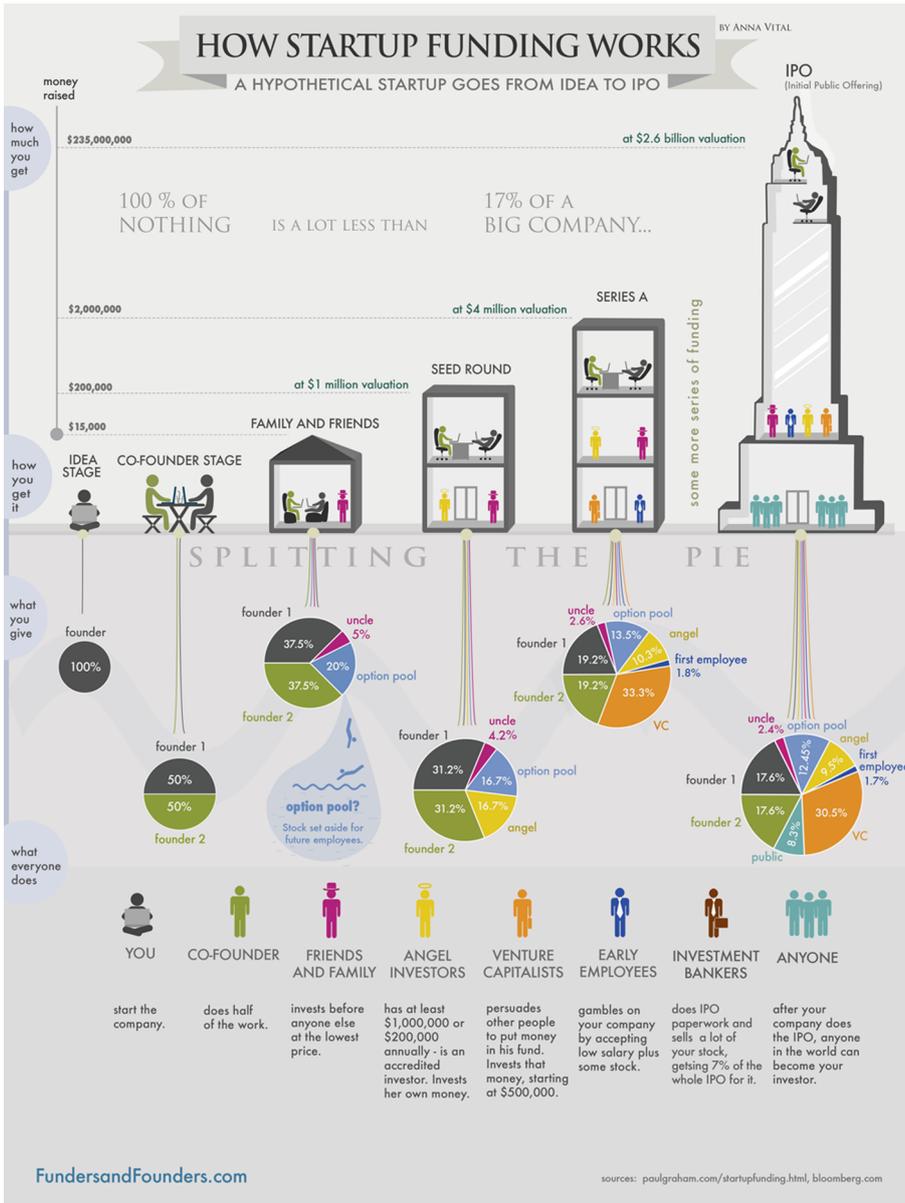
Ítem	Industrial	Financiero
Rendimiento	Plusvalía obtenida a través de tangibles (dividendos) o intangibles (beneficios por sinergias en actividad principal del socio industrial).	Plusvalía obtenida de la diferencia entre precio de coste y precio de venta de la participación en capital del que disponen.
Plazo (horizonte de la inversión)	A menudo es largo plazo (también en función del grado de rendimientos implícitos que la participada confiere a la actividad principal).	Limitado a 5 a 7 años. El socio entra en el periodo de crecimiento que sabe acometer y pasa el relevo a actores con mayor capacidad y otros conocimientos para que los aporten a la siguiente fase de crecimiento. Se buscan "recetas" <i>ad hoc</i> a los intereses de los empresarios (sucesión).
Confianza en el mercado	Según posicionamiento de la empresa inversora se generará una u otra percepción de valor.	Los requisitos de entrada del socio financiero ya generan <i>per se</i> confianza en el mercado (bancos y otros <i>stakeholders</i>). Profesionalización de la gestión.
"Carta a los reyes" (o intereses de las partes)	Relación híbrida, que puede estar sometida a cambios según los intereses de la actividad principal y su evolución estratégica.	Relación contractual clara, estatuto de cohabitación y salida transparente.
Cohabitación de las partes	La continuidad en la cohabitación se encuentra sujeta a intereses desconocidos.	Intereses de los dos socios alineados: creación de valor para el accionista.
Nuevas inversiones	A menudo el socio industrial no quiere ser diluido.	Ayuda a las siguientes rondas de financiación.

Fuente: Elaboración propia

1.2. Las distintas rondas de financiación

Este apartado va en línea con los hitos de valor descritos en el apartado "Los peldaños del valor" del módulo 1; para cada uno de ellos tendrá sentido organizar una **ronda**; cada ronda tendrá su parte de valor, los inversores que la puedan atender y su progreso en la penetración de mercado.

Gráfico 3. Cómo se reparte la tarta



Fuente: Imagen extraída de fundersandfounders.com

Las rondas de financiación tendrán sentido si la inversión necesaria para el crecimiento no puede atenderse orgánicamente, están pensadas para compañías con altas promesas de retorno.

Las rondas deben planificarse de inicio de acuerdo con los parámetros del plan de empresa (recordamos que el tiempo que se suele tardar para levantar una ronda es de 6 a 12 meses), con lo cual no puede dejarse al azar ni el importe ni el calendario en las futuras rondas.

Tal como se ha mencionado en el módulo 1, serán atendidas por inversores o no en función de:

- la perspectiva de riesgo de la *start-up*,
- de cómo han funcionado las inversiones en empresas similares,
- de la comunicación de la operación,

- de las rondas previas (si las hay) y
- de la adecuación del *target* al inversor (por volumen de operación y preferencias).

¿Qué se puede ‘vender’?

Una expectativa de ganancia futura; sin ejecución no se ha generado valor en la empresa pero recordemos los peldaños del apartado “El valor sube por una escalera” del módulo 1. Para incorporar un socio tenemos que partir de una valoración y, en el momento de arranque, dicho valor tiende a cero, pero hay que buscar la forma de hacer equivaler el importe de la primera ronda con un porcentaje concreto del capital de la empresa.

¿Qué importe necesitamos?

1) **Ronda 0.** En la primera ronda (3F+ *founders*) deben entrar los fondos que nos permitan llegar al cumplimiento del primer hito del plan de empresa, para poder mostrar como primer logro a los financiadores posteriores (normalmente *business angels*).

2) **Ronda 0 – 1.** La ronda 1 es la de los *business angels*, pero previamente a su entrada debe considerarse el *option pool*; en los países anglosajones se suele dejar una parte del capital destinada a colaboradores clave, formalizado a menudo a través de un sistema de *stock options*. La legislación tributaria española invalida este procedimiento ya que un plan de *stock options* grava la renta desde el primer día, a pesar de ser solo una promesa futura; por tanto, en países de tradición latina se suele dar una promesa no formalizada de cierto paquete accionarial liberado en futuras ampliaciones de capital. La implicación de la primera corona de ejecutivos es clave para el desempeño de la iniciativa.

3) **Ronda 1.** De cara a la entrada de los *business angels* el procedimiento es similar, se estudia el importe que necesitamos para llegar al siguiente hito y se argumenta en la propuesta de inversión tanto este tramo de inversión como el siguiente: si el inversor no tiene claras las perspectivas de salida no hay operación.

Normalmente el porcentaje a ceder al inversor debe mantenerse en una franja que evite dejar muy desprotegido al fundador respecto a las rondas futuras, además de desincentivarlo en tanto que ya no siente tan suyo el negocio. Si el inversor insiste en disponer de un porcentaje superior al 50% se debe llegar a conocer la motivación que le induce a dicha premisa, a menudo es una voluntad de control del destino de los fondos y no tanto un sentido estricto de propiedad, con lo cual, debe llegarse a una negociación que pueda dirimir entre las necesidades y deseos de las partes.

Ved también

Para ampliar información véase apartado 4.2. “El ajuste” del módulo 4 de la presente asignatura.

4) **Ronda 2 y siguientes (series A, B, C,...)**. Las futuras rondas se organizarán de acuerdo a la propuesta del equipo fundador asistido por los inversores de primera instancia; los criterios de evaluación por parte de los fondos de capital riesgo serán más profesionalizados, ya que en realidad gestionan fondos de terceras partes (*General Partner*) y por tanto, están obligados a una evaluación de la debida diligencia, previa a su entrada en la empresa.

A continuación se exponen algunos conceptos que encontramos interesantes:

- Interés de los inversores en **segmentos de moda**; si estamos dentro de esta consideración (negocios *cloud* en su inicio, negocios B2B en áreas concretas,...), los inversores estarán dispuestos a admitir valoraciones más altas.
- La regla de oro de que la ronda siguiente debe ser de valoración superior a la anterior; de otro modo, levantar dinero no habiendo cumplido los objetivos de valor, históricamente, aparte de ser difícil, pone en situación de riesgo la propiedad de los inversores actuales (dilución). Los elementos de valor son aún etéreos, pero se empezará a utilizar el descuento de flujos de caja (DCF), bajo ciertas hipótesis.
- Series A: La premisa en este estadio es demostrar crecimiento (ingresos, base de usuarios,...). Se utilizarán, además de los DCF, la valoración por múltiplos, método que nos da idea respecto a los negocios de empresas comparables al nuestro, con las salvedades del método explicadas en el apartado “Los peldaños en el plan de negocio” del módulo 1.
- El *option pool* es necesario para atraer talento pero incide en la valoración dado que debe deducirse esta parte de capital que no tendrá aportación como contrapartida.

Hay que planificar todos los estadios, partiendo de las hipótesis de valor defendibles.

1.3. Los distintos tipos de inversor financiero por perfil de riesgo

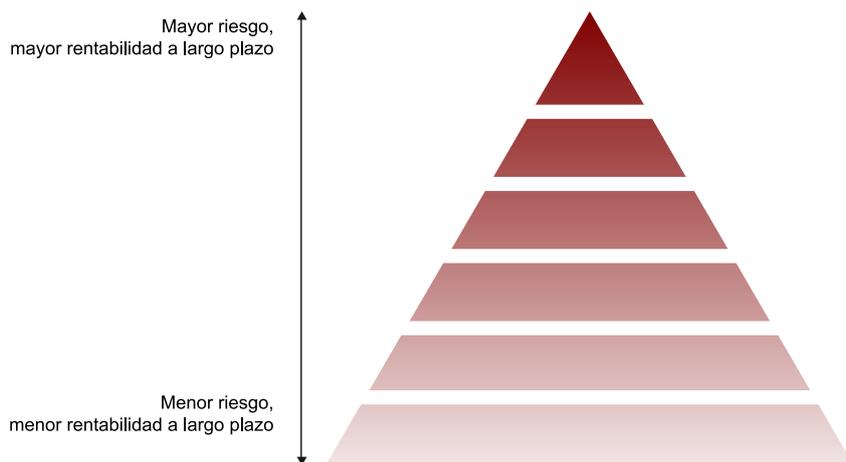
Si realizáramos un dibujo con la distribución de las inversiones monetarias en el mundo (sin fondos de arte ni inmobiliario), probablemente tendría una forma parecida a la del gráfico 4.

Ved también

Para ampliar información sobre cómo funciona una estructura de *general partner* véase apartado 1.4. “Los distintos tipos de inversor financiero por origen de los fondos” del presente módulo.

Web recomendada

Encontraréis información sobre *option pool* en el enlace learnvc.com.

Gráfico 4. Distribución posible del *Asset Allocation*²

Fuente: Elaboración propia.

En la base tendríamos los **activos monetarios** o depósitos, altamente líquidos (siempre y cuando el balance –por el tema de solvencia– y la tesorería del banco depositario pueda soportar el reintegro). Este tipo de activo, según en qué divisa y el importe puede retribuir hasta un 3-5%. Las tasas también dependen de las épocas, esta publicación se escribe en 2014: el mundo se encuentra inmerso en un momento de tipos de interés muy bajos y políticas de los bancos centrales de los países OCDE que no parece que vayan a cambiar de tendencia.

A los depósitos le seguiría, por tipo de activo de riesgo bajo, pero menos, la **renta fija**; en la base de este tramo tendríamos los emisores con menos riesgo (emisores AAA, entre ellos, muchos de la deuda pública de distintos países), hasta el tramo de los de más riesgo (corporaciones con un balance menos solvente). La retribución de los bonos se puede situar entre el 3 y el 15%; obviamente, a mayor retribución mayor riesgo del emisor. En este caso no son depósitos en un banco sino que son títulos que acreditan el préstamo que el ahorrador hace al emisor y se cobra un interés fijo. Los bonos suelen tener mercado secundario.

En los siguientes dos peldaños situaríamos las acciones (**Bolsa de valores**), títulos de propiedad de parte de un capital de una empresa que cotiza, es decir, los títulos de capital se pueden comprar y vender en un mercado organizado. Las bolsas permiten que, después de la OPV (oferta pública de acciones), la empresa pueda contar con el capital sin que las incidencias en la liquidez necesaria para sus inversores afecten a su balance. Las bolsas son mercados regulados y controlados por organismos de vigilancia dependientes de la Administración Central³. La remuneración de la bolsa se estudia normalmente, como media, a más de 20 años de una cesta de valores, y la rentabilidad oscila según

⁽²⁾<http://www.investopedia.com/terms/a/assetallocation.asp>

Lectura recomendada

Para ampliar información sobre la renta fija se recomienda "Todo lo que necesita saber sobre la renta fija" de PIMCO.

⁽³⁾En España es la CNMV y en USA la SEC.

OTC

Los mercados no regulados reciben el nombre de **OTC**. Para más información véase [http://en.wikipedia.org/wiki/Over-the-counter_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Over-the-counter_(finance)).

tramos del periodo y cesta, aunque la teórica debería estar en una media del 10%; si en nuestra cesta incluimos títulos de empresas que cotizan en una divisa extranjera, la rentabilidad exigida debería ser superior para paliar el riesgo de cambio en que se incurre.

La Bolsa

El origen de la Bolsa como institución se da al final del siglo xv en las ferias medievales de la Europa occidental, en ellas se inició la práctica de las transacciones de valores mobiliarios y títulos. El término *bolsa* apareció en la ciudad de Brujas (Bélgica) al final del siglo xvi, los comerciantes solían reunirse, para llevar a cabo sus negocios, en un recinto de propiedad de Van der Bursen. De allí derivaría la denominación de *bolsa*, que se mantiene vigente en la actualidad.

En 1460 se creó la Bolsa de Amberes, primera institución bursátil en un sentido moderno. Hacia 1570 se crea la Bolsa de Londres y en 1595 la de Lyon. La Bolsa de Nueva York nació en 1792 y la de París en 1794, sucesivamente fueron apareciendo otras Bolsas en las principales ciudades del mundo. La de Madrid, en 1831.

Finalmente, en la punta de la pirámide podríamos situar la industria del *private equity* (PE)⁴, con todos los actores dibujados en el gráfico 2 y marcados en gris oscuro. La rentabilidad de este nivel debe ser elevada ya que en este escalón de inversión se dan dos parámetros de máximo riesgo: las inversiones son ilíquidas (mercado no regulado) y las empresas *target* son de pequeño tamaño; cuanto menor sea este, más riesgo se incurre por la fragilidad de la compañía. Se exige a este tramo de inversión un alto retorno, lo cual no siempre se consigue. Los rendimientos teóricos deberían superar el 20%, dado el nivel de riesgo incurrido.

Los inversores menos arriesgados tomarán activos que se sitúen en la parte baja de la pirámide, renunciando a parte de su rentabilidad. Los más arriesgados y, sobre todo, los conocedores de la industria del PE pondrán parte de los fondos en este tramo para optar a alcanzar altas rentabilidades –siendo la rentabilidad final del portafolio la media ponderada de cada tramo de inversión.

1.4. Los distintos tipos de inversor financiero por origen de los fondos

Los agentes de la capitalización se dividen según tipología de persona (física / jurídica), importe de inversión y etapa de vida de la empresa en la que el inversor entra en el capital.

1.4.1. Las 4 F

Las 4 F se refieren a *founders, friends, family* y *fools*. Representan el entorno inmediato del emprendedor y la motivación de inversión es, principalmente, la confianza que este genera en dicho entorno.

Lectura recomendada

Para más información recomendamos “¿Qué rentabilidad esperar de los mercados?” de Enrique Roca, publicado en Rankia.

⁽⁴⁾La EVCA distingue *Private Equity* y *Venture Capital* (para las inversiones pequeñas), en este párrafo PE se utiliza de forma genérica para toda la industria del capital riesgo.

Lectura recomendada

Se recomienda la lectura de “Venture Capital Returns Rebound, But Beating Public Markets Remains a Challenge” de Russ Garland publicado en WSJ.

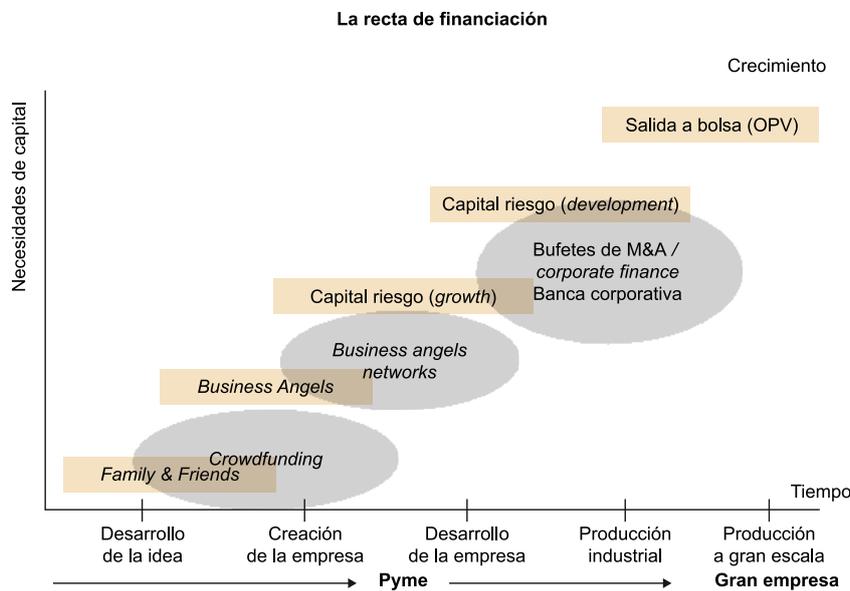
Curiosamente, las preguntas que realizan antes de aportar los fondos al ‘protegido’ formulan las mismas que veremos en los inversores más sofisticados, y son: ¿Para qué quieres el dinero? ¿Cuándo me lo devolverás? ¿Cuánto me devolverás?

Últimamente, para proyectos de nueva creación, en origen principalmente culturales, se han creado las redes de *crowdfunding*, en las que estos pequeños inversores pueden entrar –no siempre adquiriendo acciones de la empresa– a financiar el proyecto que mejor encaje con sus gustos, para que este pueda ver la luz a cambio de diversas compensaciones (regalos, entradas preferentes, etc.).

Crowdfunding

Lo citamos debido a la fuerte expansión del fenómeno pero no lo consideramos una red organizada que proporciona *matching* en las etapas tempranas de vida, aunque en algunos casos sí que pueden ayudar a construir un test de producto, o ser la semilla de alguna forma de una futura iniciativa empresarial.

Gráfico 5. *Players* de mercado con posibles redes o agentes facilitadores del encuentro entre inversor y emprendedor/empresario



Fuente: Elaboración propia.

La idea de *business angel (BA)* como tal se popularizó en el desarrollo de internet alrededor del año 2000, para contribuir al desarrollo de negocios en etapas tempranas. Un acto de inversión por parte de personas adineradas pero sin el propósito de efectuar la actividad de inversión de forma profesional y con la idea de cartera, no serán tanto BA espontáneos, sino que los consideramos una de las F. Los BA arriesgan su capital a favor del emprendedor para permitir cierta escala del negocio ya iniciado por aquel, normalmente aportando *smart money*, es decir, no únicamente su dinero: por interés propio (de maximizar la rentabilidad de la inversión), el *angel* aporta contactos de negocio, acceso a crédito bancario, apoyo en negociaciones con clientes, y cualquier elemento de valor para la compañía al que tenga acceso.

El colectivo de *business angels* se caracteriza por lo siguiente:

- Son inversores privados: personas físicas o grupos de inversión.
- Suelen ser personas ligadas al mundo de la empresa, que entienden los modelos de negocio y que desean invertir parte de su capital ampliando su cartera de inversiones. Disponer de experiencia no es un requisito indispensable para tener la condición de BA, pero este puede ser un factor que contribuya a disponer del correcto juicio sobre la viabilidad y rentabilidad de la inversión.
- Disponen de entre 30.000 y 600.000 euros para invertir; ocasionalmente son importes superiores.
- La participación de los BA esta habitualmente dirigida a las primeras fases de las sociedades: *seed* y *start-up*, que son las que pueden atender tanto por el perfil de implicación (*hands on*) como por el importe de la inversión.
- Pretenden mantener el anonimato frente a terceros.
- Frecuentemente invierten en la región donde residen.
- Son recibidos en muchas ocasiones como una señal de valor añadido por parte de terceros (alguna persona ha creído en el proyecto y ha arriesgado dinero propio).
- Buscan aumentar el valor de la sociedad y beneficiarse al poder desprenderse de títulos en momentos temporales posteriores.

Las inversiones que acometen son de alto riesgo, por ello deben verse premiados en el retorno; la carta de presentación del proyecto es el plan de empresa, fundamento de la viabilidad y retorno del proyecto. Un alto porcentaje de los proyectos que analizan son rechazados: según estudios del Reino Unido, siete de cada ocho proyectos presentados son desestimados, a raíz –en la mayoría de casos– de dudas fundamentadas en el crecimiento y escalabilidad del modelo de negocio.

Se habla de 4 tipos de BA, que suelen ser híbridos en la realidad:

- 1) **Empresarios.** *Managers* con mucha experiencia en el sector en el que también se encuentra la empresa *target*. Aportan capital, conocimientos, contactos, pautas de comportamiento.
- 2) **Asesores.** La contraprestación de su asesoramiento son acciones de la empresa. Su aportación es el valor añadido y sus conocimientos.

Business angels

A fecha de hoy y después de más de 10 años en este sector, aún no hemos encontrado una traducción fiel para el término, ya que no se reduce a una mera inversión sino que hay propósito de apoyo a la iniciativa empresarial (contactos, incremento de ventas, negociación de contratos, etc.), para, de esta forma, rentabilizar al máximo el importe que se ha invertido a través de la creación de valor.

3) Capitalistas. Se limitan a aportar el capital. No se involucran en la gestión empresarial. Son lo más parecido a un inversor privado tradicional.

4) Trabajadores. Buscan la entrada en el capital para conseguir ingresos regulares, a través de un vínculo laboral con el proyecto. Disponen de conocimientos complementarios a los emprendedores.

En términos estadísticos del Reino Unido (zona europea con más tradición y desarrollo de este tipo de capitalización), se puede hablar de que una de cada cinco operaciones obtiene un retorno anual del 50% o superior; por el contrario, una de cada tres acaba en una pérdida total, y el 13% sufren una pérdida parcial. También se puede evaluar el interés en las inversiones en fases iniciales con la ratio de edad del proyecto: 71% tienen menos de tres años.

Las medias dan actualmente este saldo: de cada diez operaciones capitalizadas, seis resultan fallidas, y de las cuatro restantes, dos se quedan con retornos que igualan o superan ligeramente la inversión y hay dos que, en el mejor de los casos, aportan el retorno exponencial esperado.

La mezcla del desarrollo de internet y la propia idiosincrasia de imperfección del mercado de operaciones ha originado el nacimiento de redes de BA, cubriendo el *gap* y facilitando el conocimiento y *matching* de operaciones. Algunas de las actividades que realizan las redes son las siguientes:

- Asesoramiento a los emprendedores para la realización de planes de negocio y su presentación a inversores (*pitch readiness*).
- Conocimiento de los intereses de los BA para “casar” las operaciones.
- Ofrecen acceso a una base de datos que contiene empresas que necesitan capital.
- Presentaciones regulares de negocios para los inversores en reuniones locales (foros).
- Seminarios.
- Ediciones de boletines o notas de prensa para difundir los proyectos recibidos.

Los *business angels* son los socios ideales para las empresas jóvenes en fases iniciales y con un gran potencial de crecimiento dadas sus características de tutores y de capitalistas.

1.4.2. Los family office (FO)

Son estructuras cuya misión es la diversificación de un patrimonio familiar. Pueden disponer de los vehículos que fiscalmente sean más eficientes. Sus activos tienen un rango de diversificación (permitida por su elevado volumen) superior a los de los inversores financieros (que toman únicamente participaciones empresariales) e incluyen: sector inmobiliario, arte, divisas y bolsa.

Para la toma de participaciones en empresas no cotizadas, se parecen mucho a un operador de un fondo y normalmente estructuran una SCR simplificada que les proporciona una exención en las plusvalías obtenidas del 99%.

1.4.3. Los fondos

Los fondos de *venture capital*⁵ son los primeros de la escala en invertir dinero de terceros (el de los BA es del propio patrimonio). Toman fondos de grandes estructuras (por ejemplo, fondos de pensiones, incluso de los FO) que han decidido una diversificación que contempla esta clase de activo⁶ y los invierten en alguna especificidad (sector concreto, tipología de modelo de negocio) que los gestores del fondo puedan acreditar ante los inversores institucionales. Los gestores del fondo trabajan muy de cerca con los gestores de las compañías participadas, para ayudarles a alcanzar los objetivos del plan de empresa (*hands on*).

Los fondos de *private equity*⁷ tienen el mismo origen de financiación que los fondos de *venture*, pero para el (su) inversor institucional representan un riesgo inferior al del VC puesto que, a pesar de seguir siendo propuestas ilíquidas (un fondo puede tardar de 10 a 12 años entre los periodos de inversión y de desinversión), las empresas participadas tienen mayor volumen de ventas y se encuentran globalizadas en su mayoría.

Diferencias entre PE / VC

	Private Equity	Venture Capital
Environment	Control	Chaos
Medium	Numbers	Human Beings
Primary Hard Tool	Buying and selling stock	Buying and selling stock
Primary Soft Tool	Operational Efficiency	Human Motivation
Primary Lever	Optimized Structure	Disruptive Innovation
Primary Investment Trigger	Underutilized Assets	Team
Direction of Value Creation	Top-down	Bottom-up
Economic Philosophy	Neoclassical Economics	Innovation Ecosystems ("Rainforests")

Fuente: Forbes.com

Lectura recomendada

Recomendamos la lectura de "El nuevo régimen jurídico del capital-riesgo en España" publicado por ASCRI.

⁽⁵⁾http://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital_financing

⁽⁶⁾<http://www.investopedia.com/terms/a/assetclasses.asp>

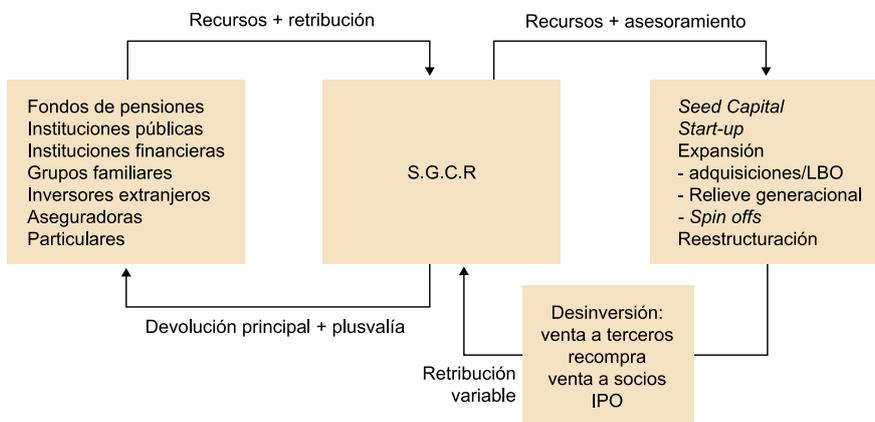
⁽⁷⁾No estamos de acuerdo en el segundo párrafo del wiki "*Private Equity*", que incluye en este tramo a los VC y a los Ba. http://en.wikipedia.org/wiki/Private_equity

	Private Equity	Venture Capital
Assumption	Rational Actors	Irrational Actors
Role of Probability	Precision	Serendipity
Model	Deming/TQM, Six Sigma	Silicon Valley
Parallels	Classical music, Fine arts, Farms, Assembly lines	Jazz, Street art, Rainforests, Design thinking

Fuente: Forbes.com

El funcionamiento de un fondo, en el marco de una ECR⁸, se puede resumir como se esquematiza en el gráfico 6.

Gráfico 6. Funcionamiento de una estructura de GP (gestora, SGCR en la legislación española), con los fondos de los LP (inversores institucionales)



Fuente: Elaboración de Carles Ferrer.

Donde:

- SGCR es sociedad gestora de capital riesgo (equivalente a la figura de GP o *general partner* en el ámbito anglosajón).
- El inversor institucional (fondos de pensiones, etc.) es el equivalente al LP (*limited partner*) en el ámbito anglosajón.
- Las posibilidades de inversión de la parte derecha podrían ampliarse a todo el abanico de posibilidades: fondos verticales (sectoriales), geografía, etc. El GP pacta con el LP tanto la etapa de vida de los proyectos a financiar como los demás parámetros a través del *Investment Memorandum*.

⁽⁸⁾ Acrónimo de *empresa de capital riesgo*.

Web recomendada

Recomendamos la visita del enlace www.cnmv.es.

Web recomendada

Encontraréis un ejemplo de *Investment Memorandum* en el enlace siguiente: <http://milesgrimshaw.com/sequoia-investment-memo/>.

1.5. La gestión de la inversión para el inversor financiero en las distintas fases del proceso

El juego del cual estamos enunciando las reglas (de inversión en empresas no cotizadas), requiere, desde la óptica del inversor, un comportamiento en serie para construir una cartera, sin la cual es casi imposible alcanzar la rentabilidad adecuada al riesgo incurrido.

Las tareas que van asociadas a la actividad de inversión se han esquematizado en el gráfico 7.

Gráfico 7. Funcionamiento de un fondo



Fuente: Elaboración propia.

Algunos conceptos que aparecen y que vale la pena comentar:

1) **Deal flow**: Corriente de proyectos / empresas susceptibles de recibir inversión y a los que los inversores quieren estar expuestos ya que necesitan ver del orden de unos 250-1000 proyectos para acabar invirtiendo en 5-10 (la proporción es menor en polos de emprendeduría, como puede ser el Silicon Valley). Los pocos *deals* ‘cerrados’ (= invertidos) os pueden dar idea de la cantidad de negativas que dan los inversores.

2) **Valoración**: Es del todo relevante llegar a determinar un valor de la empresa que será la base de negociación: si el socio financiero tiene una perspectiva exclusivamente financiera, este valor estará muy próximo al “precio” obtenido con un método de valoración (que normalmente se ha consensuado) si en su determinación se han utilizado criterios “objetivos”, ya que el financiero solo obtendrá ganancias de la diferencia entre precio de compra y de venta en el futuro (plusvalías). Aunque existen métodos de valoración basados en datos contables (y, por tanto, haciendo énfasis en el histórico) los sistemas que se utilizan se basan en las proyecciones futuras de la empresa, métodos más lógicos, a pesar de sus limitaciones, ya que la perspectiva del capital riesgo es de

obtención de ganancias futuras. La negociación de inversión en etapas tempranas de vida debe tomar el pulso de qué es lo que los fondos de la presente ronda van a posibilitar (crecimiento, nuevo escalón de valor).

Socio industrial

En el caso del socio industrial, el inversor, al final del día, es una empresa constituida que espera obtener sinergias de la nueva adquisición, con lo cual el precio definitivo de los títulos conllevará una complejidad superior y el valor que los métodos financieros proyectan puede quedarse en un mero indicador. El valor que puede aportar la inversión en la empresa adquirente (socio industrial) a través de las sinergias, va más allá de lo que el método contable refleja y por ello normalmente las ofertas se sitúan en tramos de horquilla superiores.

3) Acuerdo de inversión: Formalizado normalmente a través de una carta de interés o MOU⁹. Normalmente no son ofertas en firme, son una nota sobre la intención del inversor.

⁽⁹⁾<http://www.investopedia.com/terms/m/mou.asp>

4) Due diligence (DD): examen de la debida diligencia mantenida por los gestores de la empresa *target* antes de la entrada del inversor financiero, para separar responsabilidades y acotar quién hace frente a posibles contingencias que son el resultado de este análisis. La DD es exhaustiva y no se reduce al ámbito financiero-contractual sino que contempla los ámbitos tecnológicos, medioambientales, comerciales y de estructura organizativa y personas de la empresa. Las DD en etapas iniciales de vida de empresa no son muy profundas porque no ha habido muchas oportunidades de cometer una contingencia, lo detallamos en este apartado para evidenciar que esta diligencia ahorrará dinero en rondas futuras.

5) Firma de contratos: Los contratos serán más fáciles de cerrar cuanto más trabajado esté el MOU previo. En el periodo de su confección ocurren también: negociación de flecos, cambios posibles en la valoración de acuerdo a últimas informaciones y varios de los *tricks* que señalan en <http://www.theprivateequiteer.com/investor-tricks/>.

1.6. Los que gestionan y los que deciden: que todos queden contentos

Nuria: "Contada de un amigo, recojo la anécdota de su brillante presentación de una atractiva pero modesta oportunidad de inversión a un family office de los grandes. La cortesía del gestor (quien presenta las oportunidades a los miembros del Comité de Inversión), a quien le vino impuesta la visita por el propietario (titular de la FO, pero no único miembro del Comité de Inversiones), fue exquisita, pero la inversión era imposible de cuadrar: para el trabajo que iba a suponerle aquel deal, junto con el riesgo que le obligaba a mantener y la poca coherencia en la cartera, el gestor no contaba con suficientes recursos."

En ocasiones el interés del propietario del *family office* difiere del de su equipo de gestión; ocurre de forma similar entre ciertos intereses en la estructura de GP (comisiones de gestión) respecto a los LP. El éxito del proceso se alcanza a través de un equilibrio en los intereses de las partes y cada vez más la perspectiva del *win-win* se impone para que se pueda llegar a un *closing*.

Las partes deben tener los intereses alineados: el *limited partner* con el *general partner*, en cuanto al reparto de ganancias del fondo, evitando problemas de agencia y de conflictos de interés, y los *general partners* con los empresarios de las compañías invertidas, que conforman el portfolio y deberán posibilitar la liquidez.

En este punto es importante entender lo que está pensando el inversor mientras el emprendedor está exponiendo todo lo que ha conseguido y los planes de futuro.

Lo primero que pensarán es en la salida, en qué forma tiene (dentro de los años preceptivos, cuantos menos, mejor) (ver tablas de Coller); cualquier ayuda que podáis anticiparles en este aspecto será bienvenida. El inversor tiene puesta su mirada en la rentabilidad del fondo, que le puede dar acceso a un *carried interest*¹⁰, por ello además de si puede salirse de la inversión (vender) también estará interesado en **por cuánto** se puede vender la empresa dentro de unos años.

⁽¹⁰⁾http://en.wikipedia.org/wiki/Carried_interest

Tablas de Coller

Las tablas de Coller simplifican la búsqueda de equivalencias entre el múltiplo de plusvalía de una inversión, su TIR y los años en que se ha detentado la inversión en el marco del interés compuesto.

London: +44 20 7631 8500
New York: +1 212 644 8500
www.collercapital.com

Coller Capital
Secondaries Worldwide

COMPOUND INTEREST												
Rate	2%	4%	6%	8%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	
Year 2	1.04	1.08	1.12	1.17	1.21	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0	
3	1.06	1.12	1.19	1.26	1.33	1.5	1.7	2.0	2.2	2.5	2.7	
4	1.08	1.17	1.26	1.36	1.46	1.7	2.1	2.4	2.9	3.3	3.8	
5	1.10	1.22	1.34	1.47	1.61	2.0	2.5	3.1	3.7	4.5	5.4	
7.5	1.16	1.34	1.55	1.78	2.04	2.9	3.9	5.3	7.2	9.5	12.5	
10	1.22	1.48	1.79	2.16	2.59	4.0	6.2	9.3	13.8	20.1	28.9	
15	1.35	1.80	2.40	3.17	4.18	8.1	15.4	28.4	51.2	90.2	155.6	
20	1.49	2.19	3.21	4.66	6.73	16.4	38.3	86.7	190.0	404.3	836.7	
25	1.64	2.67	4.29	6.85	10.83	32.9	95.4	264.7	705.6	1,812	4,500	
30	1.81	3.24	5.74	10.06	17.45	66.2	237.4	807.8	2,620	8,129	24,201	

IRR													
Multiple	0.5x	1.25x	1.5x	1.75x	2x	2.5x	3x	4x	5x	6x	7x	8x	10x
Year 2	-29	12	22	32	41	58	73	100	124	145	165	183	216
3	-21	8	14	21	26	36	44	59	71	82	91	100	115
4	-16	6	11	15	19	26	32	41	50	57	63	68	78
5	-13	5	8	12	15	20	25	32	38	43	48	52	58
6	-11	4	7	10	12	16	20	26	31	35	38	41	47
7	-9	3	6	8	10	14	17	22	26	29	32	35	39
8	-8	3	5	7	9	12	15	19	22	25	28	30	33
9	-7	3	5	6	8	11	13	17	20	22	24	26	29
10	-7	2	4	6	7	10	12	15	17	20	21	23	26

Copyright ©1990-2006 Coller Capital Limited

Nuria: “Un poco de filosofía: ¿Qué hay detrás de las cláusulas de arrastre?”

Los arrastres¹¹ sirven, en un contrato entre socios, para que el inversor financiero pueda obtener liquidez de la inversión y que una venta de la compañía participada que le pueda interesar no pueda estar obstaculizada por la negativa de parte de los copropietarios: la liquidez con la que se ha obligado hacia sus inversores institucionales es la que prima. En el mundo anglosajón este hecho no suele ser problemático, las partes evalúan la transacción en términos económicos. Para el entorno judeocristiano, con un concepto de la empresa familiar distinto, la venta de la empresa puede ser traumática. Las partes en casos de desalineación solo podrán llegar un acuerdo si la parte de fundadores accede a la venta y, en caso de quererse quedar estos en la empresa, reinvierten con los inversores del tramo siguiente o con el socio industrial.”

⁽¹¹⁾http://en.wikipedia.org/wiki/Drag-along_right

Ved también

Véase el apartado 4.1. “La salida” del módulo 4 de la presente asignatura.

Lo segundo que pensarán es en qué importe será necesario invertir para obtener la plusvalía que estiman posible: su ganancia será la plusvalía entre el dinero invertido y el futuro importe de la venta (proporcional a su porcentaje de participación), suponiendo ya deducida la deuda.

La decisión de inversión irá muy ligada a estos dos parámetros y al múltiplo por el que prevé multiplicar el dinero de la entrada, además de la rentabilidad obtenida (TIR).

2. La financiación bancaria

El mundo bancario es alérgico al riesgo, estudian las operaciones con los datos históricos, por eso es difícil que una *start-up*, donde todo es futuro, pueda compartir un lenguaje con los bancos.

La **capacidad de endeudamiento** de las empresas es limitada. Aparte de los aumentos de coste de capital para los volúmenes de endeudamiento a partir de ciertos límites, esta forma de incurrir en riesgo comporta una reducción del crédito por parte de los bancos, y una reticencia de los accionistas a incrementar el capital (los beneficios son en términos relativos menores y es preciso frenar la distribución de dividendos dadas las tensiones de tesorería que provoca el crecimiento).

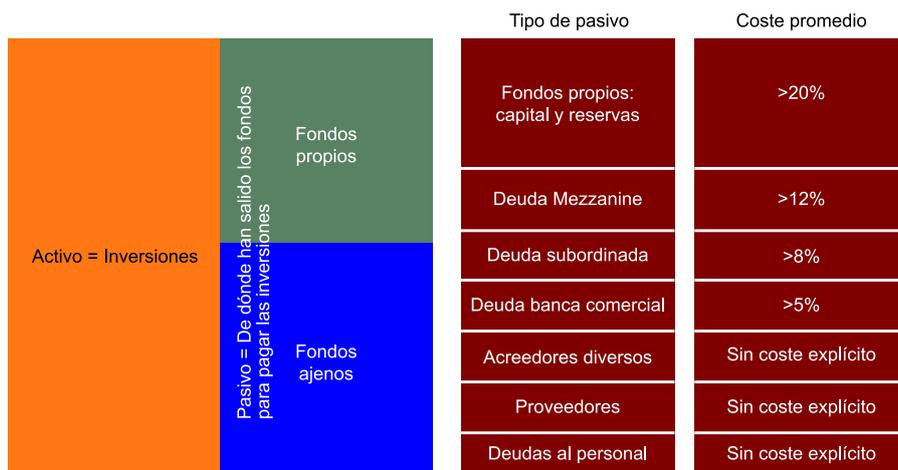
El endeudamiento (fondos propios / fondos ajenos) es una de las medidas de solvencia que complementa la del fondo de maniobra.

La proporción entre recursos propios y ajenos (de vencimiento explícito) habría de estar comprendida –orientativamente– entre 1 (igual proporción) y 1/3 (nos prestan tres veces los que los accionistas ponen).

Si la estructura financiera no peligrá, se puede aprovechar el efecto apalancamiento positivo: un endeudamiento mayor, siempre y cuando el coste de los recursos se mantenga, favorecerá la rentabilidad y contribuirá a minimizar el coste de capital ponderado (WACC) en ser los recursos ajenos más “baratos” (del orden del 6 a 8% actualmente) que los recursos propios (desde el 15 al 40% según la prima de riesgo exigida por el accionista).

Para un banco, cuyo balance y cuenta de resultados quedan muy afectados por los casos de morosidad, es esencial un análisis de la capacidad de repago de la deuda en que se incurra con una empresa. La franja de riesgo que está dispuesto a incurrir se encuentra por debajo de la deuda subordinada y, por tanto, en orden de prelación de créditos, el banco se sitúa después del personal de la empresa (por la parte acreedora de estos) y antes que la deuda subordinada. El banco estudia una operación de crédito a partir de datos históricos (y no de proyecciones como hace la industria del capital riesgo).

Gráfico 8



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 8

Deuda subordinada es una acepción genérica para deuda bancaria a largo plazo sometida a ciertas condiciones (a las que se subordina).

En España, la deuda Mezzanine se ha asimilado al préstamo participativo: híbrido entre capital y préstamo.

En general, a mayor apalancamiento, mayor riesgo percibido.

2.1. El riesgo y la rentabilidad para el banco

Los analistas financieros realizan un análisis de riesgo que incluye lo siguiente:

- Persona (física / jurídica) solicitante: moral, determinación de pagar y credibilidad personal.
- Historial crediticio (registros de anotaciones impagadas).
- Importe solicitado / operación solicitada.
- Actual *pool* bancario.
- Estados financieros: análisis de la solvencia (balance), de los beneficios generados (cuenta de resultados) y de la capacidad de generación de caja (tesorería).
- Un zoom en el pasivo del balance: razón deuda-capital, la razón de deuda a largo plazo o la razón de capital preferente a capital total.
- Capacidad de asumir el pago de intereses en los devengos.

Para daros una idea de la rentabilidad que puede suponer vuestra *start-up* para el banco, pensemos en el negocio del banco: sus rendimientos provendrán de actividades de PASIVO (depósitos obtenidos de clientes y cualquier forma de líquido que el cliente confía al banco) y de ACTIVO (préstamos y cualquier negocio crediticio).

Nuria: “(Chiste malo) Va un hombre al banco e ingresa todos sus ahorros. A los tres días recibe una carta del banco que pone:

“Debe Haber

50 mil euros.”

El hombre corre al banco y muy sulfurado le dice a la persona de la caja: “¿Cómo que debe haber 50 mil euros? ¡Tienen que estar, tienen que estar, que los metí hace tres días!”

Debe Haber

La típica pregunta que hacemos en una clase de contabilidad: ¿obedecen los términos debe / haber a algo? Sí. Aunque ahora se toman como parte izquierda (debe) o derecha (haber) de un libro diario o de un libro mayor, en su inicio, cuando eran los bancos los únicos que trabajaban en partida doble, reflejaban en el DEBE lo que era un préstamo a un cliente, que lo debía; y, por la misma lógica, el HABER, era lo que había de depósitos, que, aunque parezca contradictorio, el banco debía a los clientes.

Negocio	Tipología ¹	Rendimiento
ACTIVO	Préstamos	De los intereses (no son netos ya que el banco incurre en coste de capital al prestar)
	Créditos	
	Descuento papel comercial	+
	Factoring	Comisiones de cualquier tipo (por estudio,...)
	Tarjetas crédito	
	Hipotecas	
PASIVO	Depósitos	Remuneración del producto
	Preferentes del banco	
	Cualquier tramitación que implique días de tesorería para la entidad (por ejemplo, liquidación de seguros sociales e impuestos)	+ Rendimiento que puedan obtener de las inversiones de dichos fondos

Lectura recomendada

Recomendamos la lectura de “El volumen de negocio bancario” publicado en Caixa-bank.

Los bancos intentarán tener equilibrados los activos con los pasivos y dedicar a sus inversiones a largo plazo recursos captados a largo plazo.

El banco tiene un umbral de riesgo a asumir con cada cliente, una vez decide qué importe de crédito va a conceder y la rentabilidad que le procura, va a intentar aumentar todos los colaterales (tarjetas de crédito de los directivos de la compañía, impuestos y seguros sociales, saldo medio de la cuenta corriente, etc.) para optimizar la rentabilidad / cliente.

2.2. Lo que hay que llevarle al banco

Para ayudar al departamento de Créditos a realizar su análisis de riesgo, la empresa debe entregar la documentación siguiente:

- Estados financieros de los últimos 3 años (balance – cuenta de resultados – tesorería), si dispone de menos, de los que disponga.
 - Formato de cuentas anuales depositadas.
 - Formato entregado en liquidación IS.
 - Excel de gestión, con resumen de las masas patrimoniales y principales partidas.
- Estados financieros provisionales y plan de empresa.
- Escrituras de la sociedad: constitución y poderes de la persona física firmante.
- Acreditación de propiedad de posibles activos afectos en garantía del crédito.
- Memoria explicativa del negocio y principales eventos del ejercicio fiscal.
- Personas y cargos.
- Solicitud de la operación: concreción de producto, importe y plazo, prenegociado con la dirección de la oficina o departamento comercial del banco.
- **Una sonrisa.**

3. Las ayudas públicas: subvenciones y créditos blandos

De forma genérica las ayudas públicas existen para incentivar a la parte privada a tomar unos riesgos en los que no incurriría sin dicho estímulo. En especial, en la carrera de los países hacia la competitividad, a través de la innovación de su tejido empresarial.

A pesar de una tendencia positiva a largo plazo en la creación (y financiación) de empresas innovadoras, sigue siendo un desafío conseguir un flujo constante de este tipo de iniciativas en geografías con baja cultura de riesgo.

Empresas innovadoras

Hay dos grandes grupos de innovadores, las denominadas *empresas de base tecnológica (EBT)*, que son aquellas que basan su actividad en las aplicaciones de nuevos descubrimientos científicos o tecnológicos para la generación de nuevos productos, procesos o servicios, y por tanto, dicha tecnología sustenta el modelo de negocio. Hay otro grupo de empresas con innovación, que puede ser en producto, servicio, procesos, etc., pero que no proporcionan al mercado ninguna disrupción.

Las políticas públicas promulgadas a través de agencias intentan paliar este *gap*, con instrumentos de diversa índole, justificándose su acción porque cubre fallos de mercado y recupera los gastos iniciales a través de los futuros impuestos de las compañías supuestamente competitivas, de nueva creación. Los instrumentos tienen que ir adaptándose a nuevas realidades de los mercados. La crisis de los últimos años ha provocado una alta incertidumbre en los flujos de caja, que se ha traducido en índices de mortalidad altos para empresas de nueva creación, con el subsiguiente impacto en el repago (en el no repago en realidad) de instrumentos de crédito públicos.

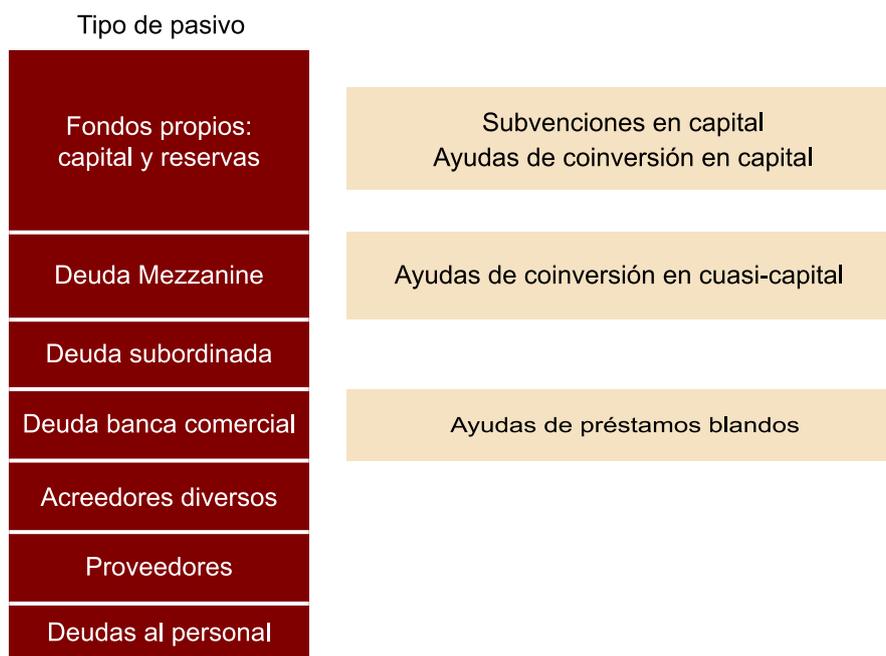
El mercado de las ayudas públicas debe ser orientado a proporcionar incentivos claros para que los inversores profesionales se sientan atraídos y para que los emprendedores tengan como primera opción establecer la empresa en su región.

La responsabilidad principal del Estado es crear las condiciones a largo plazo para el funcionamiento óptimo de los mercados competitivos y eficientes, sin reemplazar o sustituir a las acciones privadas y plenamente comerciales de inversores profesionales; eliminando la duplicación innecesaria con instrumentos ya existentes, la fragmentación y el crecimiento injustificado de los servicios públicos. La mejora de la coordinación entre organismos y una mayor orientación al cliente en la prestación de servicios públicos de apoyo a la emprendeduría deben ser una prioridad.

Lectura recomendada

Recomendamos el libro *Cómo atraer inversión extranjera a tu región o proyecto: 7 pasos y herramientas para encontrar, atraer y aterrizar inversionistas* de Xavier Hurtado.

3.1. Tipos de ayudas



Debido a la falta de fondos públicos y a la voluntad de acabar con la cultura de la subvención, no hemos encontrado programas de relevancia en el primer módulo de subvenciones a fondo perdido. Las ayudas hoy se centran principalmente en beneficios fiscales, modelos de coinversión o préstamos; en la definición de la ayuda se denota la voluntad del legislador en orientarla a un determinado objetivo.

3.1.1. Ayuda de coinversión en capital

Un ejemplo de ayuda de coinversión en capital es el fondo de coinversión en *start-ups* Isabel la Católica¹².

⁽¹²⁾http://www.axispart.com/wp-content/uploads/BEI_FEI_FLYER_ANGELS_FUND_ES_V5.pdf

Fondo de coinversión que tiene como objetivo acompañar las operaciones efectuadas por BA y otros inversores de carácter privado.

El fondo solo acompañará al inversor, no gestionará ni tomará decisiones de inversión.

El fondo aportará una cantidad de capital equivalente a la aportada por cada uno de los BA, duplicando así el importe de la inversión efectuada. Las cantidades acordadas en cada CFA podrán oscilar desde los 250M € y 5M €. El fondo no pagará comisión de gestión a los BA pero asumirá su parte proporcional de los gastos relacionados con la toma de inversiones. (Procesos, *due diligence*, notarías, abogados, etc.).

La iniciativa pertenece al European Investment Fund (EIF) cuyo mayor accionista es el European Investment Bank (EIB).

3.1.2. Ayuda de coinversión en cuasi-capital

Un ejemplo de ayuda de coinversión en cuasi-capital es el préstamo enisa¹³.

(13) <http://www.enisa.es/es/financiacion>

Fondo dedicado a creación (y posterior crecimiento) de empresas, con tres sublíneas:

- para **empresas de base tecnológica (EBT¹⁴)**,
- para pymes que contemplen la modernización de su estructura productiva y de gestión, incluyendo la innovación no tecnológica y
- para **jóvenes emprendedores**, siendo la edad de quienes ostenten la mayoría de la empresa puede ser como máximo de 35 años.

(14) Hay dos grandes grupos de innovadores, las denominadas empresas de base tecnológica (EBT), que son aquellas que basan su actividad en las aplicaciones de nuevos descubrimientos científicos o tecnológicos para la generación de nuevos productos, procesos o servicios y por tanto, dicha tecnología sustenta el modelo de negocio. Hay otro grupo de empresas con innovación, que puede ser en producto, servicio, procesos, etc., pero que no proporcionan al mercado ninguna disrupción.

La modalidad de ayuda es un préstamo participativo que cubre la necesidad financiera de la empresa con las condiciones de **cofinanciación** (el importe iguala el que un inversor de mercado invierte en la empresa, convirtiendo el instrumento en un incremento real de la TIR final del inversor), un **límite relativo** (la financiación de ENISA será siempre igual o menor a los fondos propios de la empresa solicitante) y otro **límite absoluto** (Entre 100.000 € y 1.500.000 € de préstamo en general y máximo de 50.000 € en la línea de jóvenes emprendedores).

Es interesante apreciar el coste de la financiación en *mezzanine*, ya que tiene componentes de capital y de préstamo, siendo la figura en sí un híbrido:

- El préstamo participativo es un elemento de financiación a largo plazo que tiene como principal característica el hecho de ser considerado capital a todos los efectos (grupo 1 contable), la importancia de ello reside en que computa a efectos de capital, para endeudamiento de terceros.
- Disfruta de un tipo de interés fijo (base) sumado a otro variable, relacionado con la evolución de la empresa (elemento asimilado a la distribución de dividendos del capital, aunque la variabilidad puede indexarse a *cash flows*, ventas o cualquier indicador de actividad que las partes estimen).
- Con posibilidad de poder incorporar períodos de carencia.
- Para evitar la posible descapitalización a la que podría llevar una amortización anticipada de este tipo de préstamo, se contempla la posibilidad solo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía

de sus fondos propios y siempre que estos no provengan de la actualización de los activos.

3.1.3. Ayuda de préstamos blandos (intereses por debajo de mercado)

Un ejemplo de ayuda de préstamos blandos son los préstamos CDTI.

Financiación orientada principalmente a fomentar la I+D en España, la mayoría de países disponen de este tipo de organismos (ver SBA en USA o Tekes en Finlandia).

Las ayudas PID se orientan a proyectos empresariales de carácter aplicado para la creación y mejora significativa de un proceso productivo, producto o servicio, comprendiendo tanto actividades de investigación industrial como de desarrollo experimental, para proyectos de presupuesto superior a 240.000 €.

Se concreta en un crédito a tipo de interés cero de hasta el 85% del presupuesto del proyecto, con un plazo de 10 años y 3 de carencia (si la empresa está saneada, no se piden garantías).

Las ayudas suelen cobrarse cuando se justifican, por ello alguno de los instrumentos permite movilizar el importe a través de avales o acuerdos con la red comercial de bancos.

Nuestro consejo

Acceder a todas las subvenciones posibles, a menudo las ayudas se conceden *pari passu* (el mismo importe de ayuda que el inversor destina a la inversión), en términos de rentabilidad-riesgo del inversor, al disminuir la aportación necesaria de sus fondos para financiar el tramo en que se encuentra la empresa, el inversor tiene un estímulo para 'apostar' (de hecho se duplica su rentabilidad).

3.2. El camino para conseguir ayudas

Se pueden gestionar las ayudas directamente con las entidades que las otorgan, accediendo a la tipología de ayuda a través de bases de datos que contengan este tipo de información, tipo: <http://accio.gencat.cat/cat/ajuts-financament/ajuts-entitats-FISUB/index.jsp> o a través de Guías de nuevos productos financieros: http://www.anella.cat/c/document_library/get_file?uuid=302193f4-eef6-4c58-89a4-8969ae73ae40&groupId=30582.

De todas formas, dado el alto coste administrativo de gestión, muchas empresas optan por ceder parte de la ayuda obtenida a cambio de esta ayuda administrativa acudiendo a consultores especializados.

En cualquiera de los casos, es relevante analizar de cada ayuda lo siguiente:

- Tipología de proyecto
- Presupuesto mínimo del proyecto
- Beneficiarios
- Modalidad e intensidad de la ayuda
- Organismo responsable

