



POLITÉCNICA



UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE MADRID
FACULTAD DE INFORMÁTICA

TRABAJO FIN DE MÁSTER

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA LAS
EMPRESAS ESPAÑOLAS

Autor: Diego Masa Pinto

Tutor: Javier Hernando Guijarro

4 de julio de 2014

RESUMEN

El presente documento está enmarcado en el Máster de Consultoría en Gestión de Empresas de la Universidad Politécnica de Madrid y la Asociación de Empresas de Consultoría como Trabajo de Fin de Máster. A lo largo del estudio, se introduce la problemática a la que se vienen enfrentando las pymes españolas en los últimos años, debido a la reducción del crédito bancario sufrida en nuestro país. Este problema, especialmente importante en un país con una tradicional dependencia de la financiación bancaria, necesita encontrar soluciones en las fuentes alternativas de financiación que se vienen desarrollando internacionalmente. De esta forma, se realiza un recorrido por las distintas alternativas de financiación, haciendo un repaso de su actividad en España y en países de referencia internacional, y analizando las posibilidades de futuro de cada una de ellas en la realidad de nuestro país.

ABSTRACT

This document is part of the Master in Business Management and Consultancy of the Universidad Politécnica de Madrid and the Asociación de Empresas de Consultoría as Master Degree Final Project. The problem that Spanish SMEs are facing, due to recent bank credit decrease in our country, is introduced throughout the study. This problem, which is specially critical in a country with a high bank financing tradition, needs to be solved with the alternative financing sources that have been raised internationally. Hence, this document offers an overview of the different financing alternatives, reviewing their activity in Spain and other countries taken as reference, and an analysis of the possibilities that these alternatives may bring to our country in the near future.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a Accenture la posibilidad que me ha brindado con este Máster y la confianza que ha depositado en mi carrera a la hora de complementar mi formación. Agradecimientos a todos mis compañeros del día a día, por todo el apoyo recibido, y especialmente a Matías Jiménez y Roland Sturm por sus consejos.

Mi más sincero y especial agradecimiento a Javier Hernando, que accedió a tutorizar este trabajo y que ha servido de guía y ayuda, aportando su tiempo incluso en los momentos más complicados.

Gracias igualmente al resto de profesores que en algún momento durante el Máster han aportado su experiencia y conocimientos. Especiales son las palabras de agradecimiento a mis compañeros de Máster, amigos con los que he compartido tantos duros fines de semana y de los que tanto he aprendido en lo profesional y en lo personal.

Gracias a mi familia y amigos por su apoyo en este largo viaje. Gracias, Rocío, por tu aguante, paciencia, comprensión y cariño.

Índice general

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Contexto español	1
1.2. Contexto europeo	2
1.3. Contexto internacional	3
1.4. Objetivos y estructura del documento	4
2. INVERSOR FINANCIERO	5
2.1. Capital riesgo	5
2.2. Business angels	17
2.3. Family offices	22
2.4. Fondos de deuda	25
2.5. Equity lines	28
3. SOCIO INDUSTRIAL	33
4. MERCADOS	37
4.1. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	37
4.2. Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)	43
5. FINANCIACIÓN PÚBLICA	55

6. OTRAS FUENTES DE FINANCIACIÓN	63
6.1. Crowdfunding	63
7. CONCLUSIONES	69
A. Operaciones más importantes de capital riesgo en España en 2013	93
B. Listado de empresas en el MAB a 15 de junio de 2014	95
C. Listado de empresas en el MARF a 15 de junio de 2014	97

Capítulo 1

INTRODUCCIÓN

1.1. Contexto español

La crisis económica que ha sacudido mundialmente a los países desarrollados desde 2008 ha tenido inevitables e importantes consecuencias también para España. La profunda dependencia de la economía española de un sector inmobiliario en parada, así como la estrecha relación entre la empresa y el menguante crédito bancario, han maltracheo la situación de nuestro país hasta llevarlo a dos importantes recesiones técnicas en 5 años, entre 2008 y 2013, tras 15 años consecutivos de progreso económico [1].

Lo que se gestó a partir de la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos en octubre de 2007 [2], continuó con la peor crisis en los mercados desde la gran depresión de 1929 [3] y desembocó en el colapso de numerosas entidades financieras [4, 5, 6]. Se inició así un periodo de desconfianza entre bancos de todo el mundo que cortó los préstamos entre ellos primero, y, como consecuencia, cerró también el grifo crediticio hacia particulares y empresas, en el llamado credit crunch.

España se ha visto sumida desde entonces en un repentino corte en el hasta entonces creciente crédito bancario, frenando la expansión económica y empresarial que había protagonizado en los anteriores años. La deceleración económica se vuelve aún mas influyente cuando se tiene en cuenta que España ha dependido muy estrechamente, históricamente, de la financiación bancaria.

El rescate financiero otorgado por la Unión Europea a España en junio de 2012, no hace más que empeorar las salidas de crédito de las entidades financieras españolas (figura 1.1). En los primeros meses de 2014, el crédito al sector privado alcanza valores de 2006 [8], pero se empieza a atisbar recuperación, según el Banco de España [9].

Con estos datos, la empresa española, sobre todo la pequeña y mediana, ve cómo la tradicional y, en muchos casos, única vía de financiación de la que ha dispuesto comúnmente se agota. La economía se frena en seco y cientos de miles de empresas tienen que cerrar ante la falta de financiación [10] (figura 1.2).

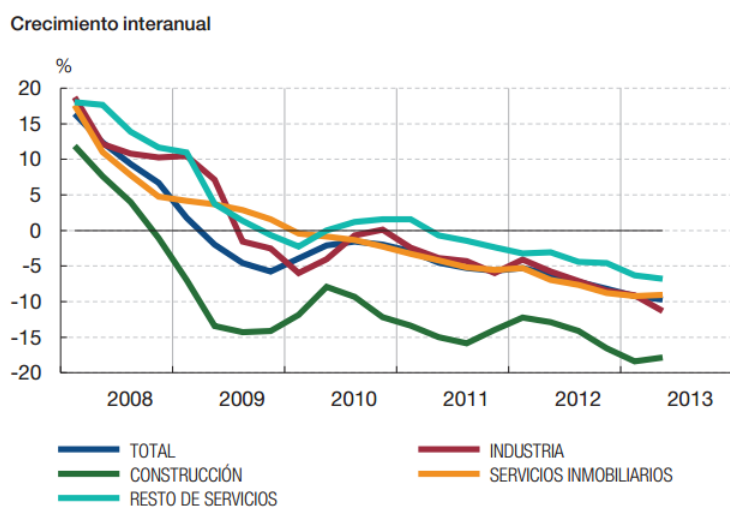


FIGURA 1.1: Evolución del crédito bancario al sector privado en España, desglosado por sector. Fuente: Banco de España [7].

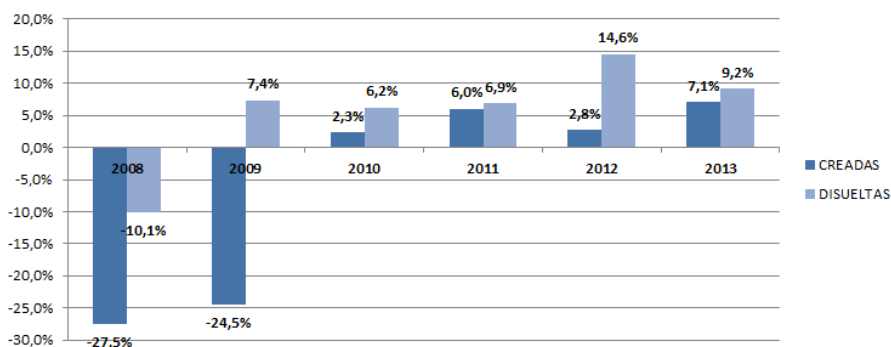


FIGURA 1.2: Comparativa interanual de sociedades creadas y disueltas en España entre 2008 y 2013. Fuente: INE [11]. Gráfico de elaboración propia.

1.2. Contexto europeo

Con motivo del rescate del sector bancario que realizó la Unión Europea sobre España, se pactó el 23 de julio de 2012 el Memorando de Entendimiento entre la Comisión Europea y España [12]. Este documento, firmado por Luis de Guindos Jurado (Ministro de Economía y Competitividad), Luis María Linde de Castro (Gobernador del Banco de España) y Olli Rehn (Vicepresidente de la Comisión Europea), establece los requerimientos que se plantean desde Bruselas a España como contrapartida a la inyección económica realizada al FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) para que el Gobierno español distribuya las ayudas entre el sector financiero nacional.

El Memorando de Entendimiento, en su apartado de condicionalidad horizontal, afectando al sector en global, hace hincapié en el párrafo 27 en la necesidad que tiene España de plantear alternativas reales y factibles a la financiación bancaria:

Debe fomentarse la intermediación financiera no bancaria. A la luz de

la considerable dependencia de la economía española de la intermediación bancaria, las autoridades españolas prepararán, antes de mediados de noviembre de 2012, propuestas para fomentar la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación del mercado de capitales y el capital riesgo.

Por lo tanto, a nivel internacional, es palpable el problema español de financiación privada, y es un requisito desde la Unión Europea el ponerle remedio con propuestas innovadoras en las que el Gobierno español tiene que trabajar. Desde la redacción de este Memorando de Entendimiento, España ha propulsado algunas nuevas medidas y políticas que pasaremos a estudiar en el presente documento.

1.3. Contexto internacional

Comparar el peso que tiene la financiación bancaria en España sobre el total de financiación del sector privado no hace más que corroborar el problema y la dependencia del sector bancario que tiene nuestro país. Sólo el 22 % de la financiación empresarial se realiza al margen de los bancos, lo que representa un porcentaje extremadamente bajo en comparación con Estados Unidos, donde estas fuentes alternativas ascienden al 70 % (figura 1.3).

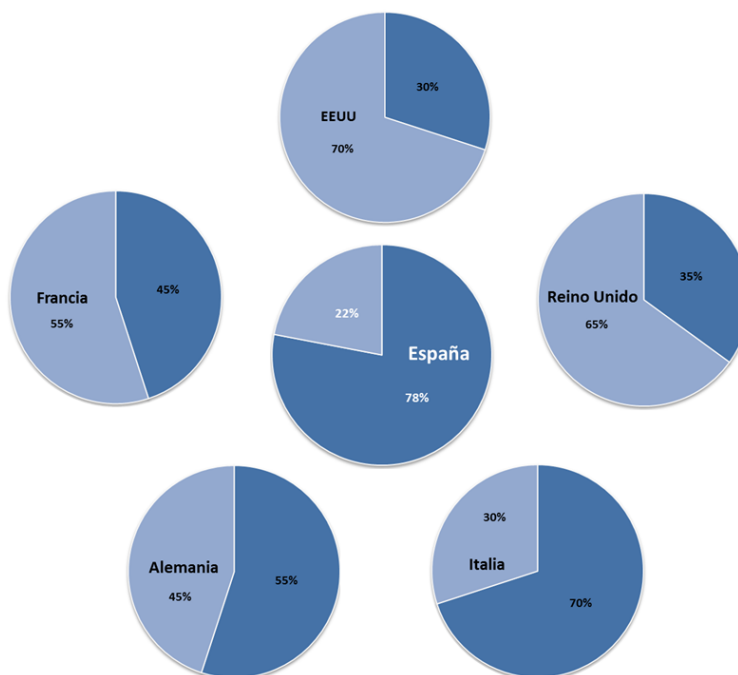


FIGURA 1.3: Comparativa internacional de porcentajes de financiación bancaria y no bancaria. Fuente: CNMV [13]. Gráfico de elaboración propia.

Mientras en otros países de referencia el porcentaje de financiación no bancaria se ha mantenido prácticamente constante o incluso ha aumentado ostensiblemente (como en el caso de Alemania) en los últimos diez años, en España se ha producido un efecto contrario y el crédito bancario ha aumentado su protagonismo hasta el punto de reducir el peso de financiación no bancaria desde el 32 % que tenía en 2002 hasta el 22 % actual. Esto sitúa a España lejos de los porcentajes de Reino Unido (65 %), Francia (55 %), Alemania (45 %) e incluso Italia (30 %).

1.4. Objetivos y estructura del documento

Partiendo del contexto presentado para España y teniendo en cuenta las indicaciones de la Comisión Europea para tratar de desacoplar la progresión económica del país y el crédito bancario, este documento tratará de aportar alternativas reales para las empresas españolas a la hora de financiarse estructuralmente.

Tomando como referencia modelos internacionales en los que la financiación alternativa es una realidad más madura, se estructurará el desarrollo de este documento en cinco bloques: inversor financiero, socio industrial, mercados, financiación pública y otras fuentes de financiación. Unas conclusiones finales harán resumen de estos cinco bloques, analizando cómo de factible es la integración de estas fuentes de financiación en la realidad española y cómo pueden llegar a aplicarse con éxito en nuestra estructura económica.

A lo largo del documento, se incluirán referencias bibliográficas para que el lector que lo desee pueda ampliar lecturas sobre los temas que sean de su interés.

Igualmente, ha de tenerse en cuenta que se realizarán comparativas que involucrarán distintas divisas. Con el objetivo de homogeneizar los datos, se ha realizado una conversión a euro en todas las divisas extranjeras, utilizando como tipo de cambio la media entre los años 2007 y 2013 (tabla 1.1).

Tipo de cambio	Valor utilizado para conversiones
EUR/USD	1,3672
EUR/GBP	0,8227
EUR/NOK	8,0136

TABLA 1.1: Tabla de conversión de divisas utilizada a lo largo del presente documento.

Capítulo 2

INVERSOR FINANCIERO

2.1. Capital riesgo

¿Qué es el capital riesgo?

Las entidades de capital riesgo realizan inversiones temporales en participaciones accionariales en empresas no cotizadas. Con la ayuda de la entidad de capital riesgo, se busca la expansión de la empresa participada y su incremento de valor, de tal forma que, una vez que los objetivos de la inversión se cumplen, la entidad de capital riesgo deshace su participación a través de diversos mecanismos de desinversión. La entidad de capital riesgo obtiene así una rentabilidad en el proyecto, que proviene básicamente de las plusvalías en la venta de la participación previamente adquirida.

El capital riesgo se convierte de esta manera en un potente medio de financiación para las pymes que deseen obtener los recursos necesarios para el lanzamiento o desarrollo de su negocio a través de esta inyección de capital. El coste de esta financiación es prácticamente nulo para la compañía que recibe la financiación, limitándose a dejar entrar en su accionariado a la entidad de capital riesgo.

Las entidades de capital riesgo (ECR) pueden dividirse en tres grupos [14]:

- **Sociedades de capital riesgo:** Son sociedades anónimas cuyo negocio se basa en adquirir participaciones temporales en empresas no cotizadas en crecimiento. Pueden adoptar también actividades de asesoramiento hacia la empresa participada.
- **Fondos de capital riesgo:** Son patrimonios administrados por una Sociedad Gestora, con el mismo objetivo de adquirir participaciones temporales en compañías en expansión que no estén cotizadas. En este caso, las labores de asesoramiento recaen sobre la Sociedad Gestora. Existe también el concepto de fondo

de fondos, en el que no se invierte directamente en los activos de las empresas, sino que se se toman participaciones en otros fondos que lo hacen.

- **Sociedades Gestoras de Entidades de capital riesgo:** Son sociedades anónimas que se dedican a la administración y gestión de Fondos de capital riesgo y de activos de Sociedades de capital riesgo. Como actividad complementaria, pueden llevar a cabo labores de asesoramiento sobre las empresas participadas a través de esos fondos y sociedades.

Aunque en castellano se use indistintamente el término capital riesgo para hacer referencia a la inversión privada en cualquier fase del ciclo de vida del negocio, la terminología anglosajona diferencia claramente entre venture capital y private equity (figura 2.1). Al producirse en etapas más tempranas, el venture capital conlleva un mayor riesgo que el private equity y, normalmente, tiene asociada por tanto una rentabilidad mayor.

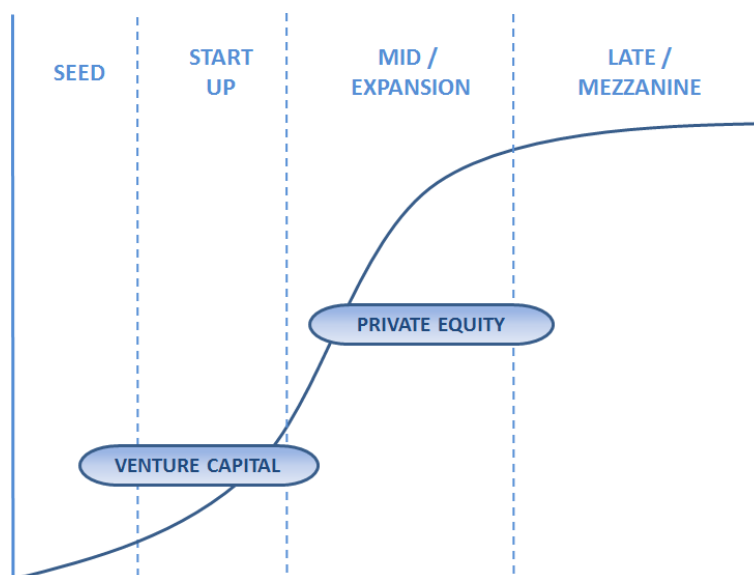


FIGURA 2.1: El capital riesgo en el ciclo de vida del negocio. Gráfico de elaboración propia inspirado en gráfico de PrivCo [15].

Venture capital es el término que se emplea para inversiones en las primeras etapas del negocio. Se suele dividir en tres tipos distintos de inversión [16]:

- **Seed o semilla:** Relacionado con empresas que acaban de arrancar o todavía no han comenzado sus actividades empresariales. Los recursos captados pueden ser destinados a estudios de mercado o desarrollo de conceptos.
- **Start-up:** Inversión hacia empresas que acaban de nacer y están en periodo de configuración, sin haber comenzado todavía su actividad comercial. El capital puede ir dirigido a desarrollo del producto o actividades iniciales de marketing.

- **Later-stage venture:** Se inclina hacia empresas que, aunque con poco recorrido (usualmente más de tres años), tienen ya una experiencia productiva y comercial y han demostrado capacidad de crecimiento de ingresos.

El uso del término *private equity* se centra en inversiones realizadas en etapas maduras en el ciclo de vida de la empresa participada. Igualmente, pueden dividirse en distintos tipos [16]:

- **Growth o expansión:** Se lleva a cabo en compañías que ya tienen una trayectoria y que tratan de financiar su crecimiento en el mercado actual o expandirse en un mercado distinto. Al contar con recorrido contrastado con resultados, la operación tiene un riesgo teórico menor que las inversiones de *venture capital*. La inversión de este tipo suele ser pequeña, pero no lo es necesariamente por definición.
- **Leveraged buyout o adquisición apalancada:** La inversión se emplea para adquirir la compañía, empleando importantes cantidades de dinero prestado (bonos o préstamos). Frecuentemente, los activos de la empresa absorbida se emplean como garantía del préstamo, para poder llevar a cabo la adquisición sin un desembolso notorio de capital. Existen tres tipos de *buyout*: MBO (*Management Buyout*, donde la adquisición de la empresa es realizada por sus propios dirigentes o administradores), MBI (*Management Buyin*, donde la adquisición se lleva a cabo por un equipo gestor externo a la empresa absorbida) y BIMBO (*Buyin Management Buyout*, donde un equipo externo se une al equipo interno para realizar la adquisición).
- **Turnaround o restructuración:** La inversión se destina a impulsar la recuperación de una empresa que lleva un tiempo prolongado acumulando malos resultados.
- **Replacement o sustitución:** No se lleva a cabo un aumento de capital, sino que se transfiere la participación de uno o varios accionistas hacia otro u otros accionistas que pasan a relevarles. También se le llama *Secondary buyout* o compra secundaria.

La desinversión por parte de la entidad de capital riesgo se puede llevar a cabo a través de distintas vías, siendo las principales:

- Oferta pública de acciones de la compañía.
- Recompra de acciones por parte de la empresa.
- Venta a un inversor estratégico.
- Venta a otra entidad de capital riesgo.

El capital riesgo suele estar más ligado a compañías con alta componente tecnológica y con grandes dosis de innovación. Se considera que este tipo de empresas son las más propensas al crecimiento y, por lo tanto, más expuestas a una rápida revalorización de sus activos.

Progresión del capital riesgo en España

El capital riesgo vuelve a tomar fuerza en España en los últimos años, después de haber sufrido el bache inevitable de la crisis financiera. En el año 2013 se contabilizó una inversión de 2.620 millones de euros según Capital & Corporate, de los que el 57% fueron captados por las cinco principales operaciones del año [17]. La cifra de inversión sigue estando lejos del techo alcanzado en 2007, con 3.800 millones de euros, pero a su vez confirma la recuperación después de que se registraran mínimos en 2009, con tan solo 1.400 millones de euros (figura 2.2). Es necesario destacar que estos números incluyen todo tipo de inversión de capital riesgo: venture capital, private equity y, también, inversiones realizadas por business angels (ver sección 2.2) y family offices (ver sección 2.3).

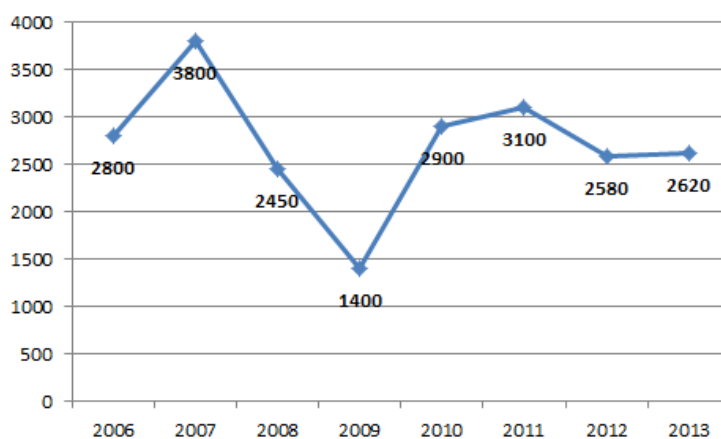


FIGURA 2.2: Evolución de las inversiones (en millones de euros) en capital riesgo en España. Fuente: Capital & Corporate [17]. Gráfico de elaboración propia.

En número de operaciones, son las inversiones de expansión las que han tenido el protagonismo de 2013, con 107 entradas, por delante de las 72 operaciones de venture capital y los 25 buyouts (figura 2.3). Sin embargo, a pesar de ser las menos numerosas, las adquisiciones apalancadas son las primeras en volumen, con un 82% del capital captado (figura 2.4), ocupando 6 de las 10 mayores inversiones del año.

Hay en los resultados de 2013 otros signos de mejoría y crecimiento. La inversión por parte de fondos extranjeros copó un 71% del volumen total, ocupando 9 de las 10 operaciones más importantes del año. Por otro lado, las desinversiones también han despegado, con un incremento del 25% con respecto al año anterior [17, 18].

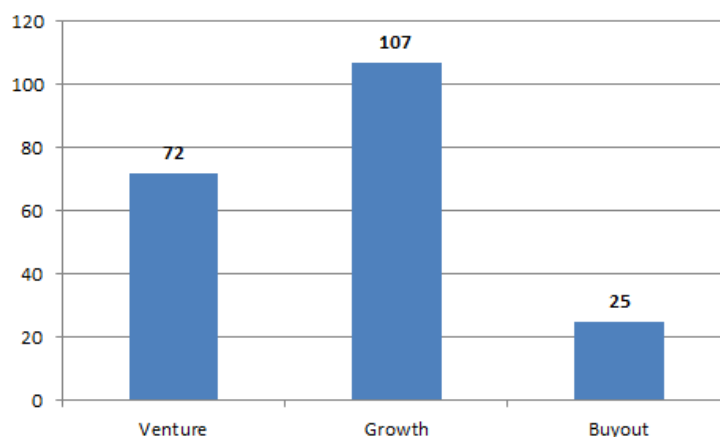


FIGURA 2.3: Distribución del número de operaciones por tipo de inversión en capital riesgo en España en 2013. Fuente: Capital & Corporate [17] y European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.

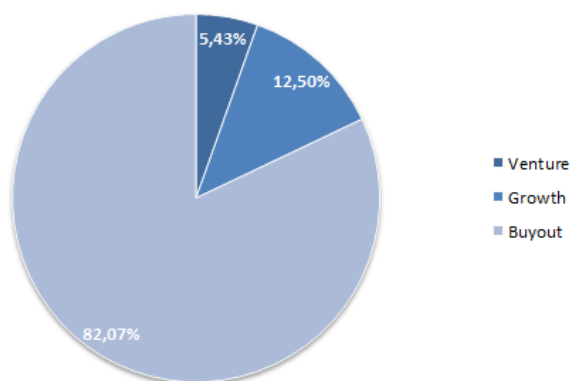


FIGURA 2.4: Distribución del volumen por tipo de inversión en capital riesgo en España en 2013. Fuente: Capital & Corporate [17] y European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.

En el Anexo A puede consultarse el listado de las diez operaciones más importantes de capital riesgo sobre empresas españolas durante 2013.

En España, el capital riesgo está regulado por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre [19]. Esta legislación aporta beneficios fiscales a las entidades de capital riesgo por llevar a cabo su actividad:

- Las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras quedan exentas en el 99% de las rentas obtenidas en la transmisión de sus valores, siempre que la inversión que se liquida sea apta y la venta se realice a partir del inicio del segundo año desde la adquisición y hasta el decimoquinto año, inclusive.
- Los dividendos percibidos por las entidades de capital riesgo desde las empresas participadas no tributan, independientemente del porcentaje de participación y tiempo de tenencia.

- La gestión y el depósito de acciones de las entidades de capital riesgo son servicios exentos de IVA.

Comparativa internacional

En las tablas 2.1 y 2.2 se presenta una comparación de las cifras españolas con otros países o grupos de países de referencia en private equity y venture capital durante 2013, respectivamente. Los datos expuestos engloban a inversores de todo tipo, incluyendo business angels (ver sección 2.2) y family offices (ver sección 2.3).

País / Zona	Volumen invertido (M€)
Estados Unidos	311585
China	26000
Reino Unido e Irlanda	9200
Francia, Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo	9100
Alemania, Suiza, Austria	5200
España	2411

TABLA 2.1: Comparativa del volumen (en millones de euros) invertido en private equity en 2013. Fuentes: Private Equity Growth Capital Council, PricewaterhouseCoopers, European Private Equity and Venture Capital Association, Capital & Corporate.

País / Zona	Volumen invertido (M€)
Estados Unidos	21636
Israel	1682
Francia, Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo	1000
Alemania, Suiza, Austria	1000
Reino Unido e Irlanda	700
España	209

TABLA 2.2: Comparativa del volumen (en millones de euros) invertido en venture capital en 2013. Fuentes: PricewaterhouseCoopers, National Venture Capital Association, Israel Venture Capital Research Center, European Private Equity and Venture Capital Association, Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

Si se busca una referencia mundial en el mundo del capital riesgo, esa es sin duda Estados Unidos. Con una larga tradición de inversiones privadas, Estados Unidos vio cómo sus dos primeras compañías de venture capital se creaban ya en 1946 (American Research & Development Corporation y J.H. Whitney & Co.) [20, 21].

Al lógico frenazo sufrido en 2009 a raíz de la crisis global, le ha ido sucediendo una recuperación constante pero moderada en la inversión en private equity (figura 2.5). Con más de 2.000 operaciones de private equity al año, las empresas norteamericanas ven en el capital riesgo una fuente común de financiación.

En datos de venture capital se sigue un perfil parecido al de private Equity en Estados Unidos, con un crecimiento uniforme pero comedido desde 2009, con una ligera bajada en 2012 (figura 2.6). Los casi 30.000 millones de dólares de inversión en empresas de

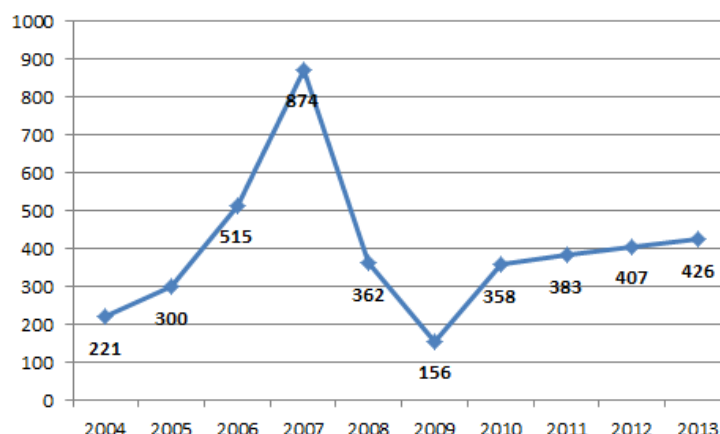


FIGURA 2.5: Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en private equity en Estados Unidos. Fuente: Private Equity Growth Capital Council [22]. Gráfico de elaboración propia.

nueva o reciente creación sitúan a Estados Unidos en una posición única en la financiación de emprendedores. Una demostración del liderazgo estadounidense es Silicon Valley, el mayor conglomerado mundial de empresas de tecnología, en la bahía de San Francisco, con presencia de las más importantes empresas y de miles de start-ups.

El año 2014 va camino de superar incluso los registros de venture capital anteriores a la crisis. En el primer trimestre del año, casi 9.500 millones de dólares han sido invertidos en 951 operaciones [23]. Teniendo en cuenta que el primer trimestre suele ser históricamente el que peor resultados registra en el global del año, 2014 podría cerrarse con una inversión cercana a los 40.000 millones de dólares.

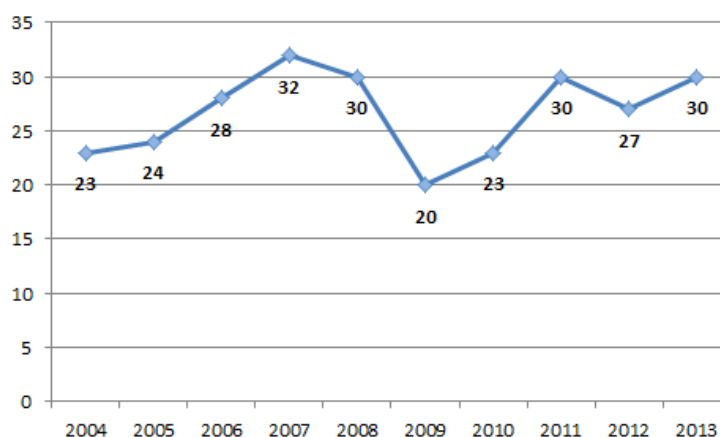


FIGURA 2.6: Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en venture capital en Estados Unidos. Fuente: PricewaterhouseCoopers, National Venture Capital Association [23]. Gráfico de elaboración propia.

Otra referencia a tener en cuenta en el panorama mundial del capital riesgo es China. Impulsado por un crecimiento anual del PIB superior al 10% de media desde el año 2000, China va adquiriendo cada vez mayor protagonismo y las inversiones en capital riesgo alcanzaron los 35.000 millones de dólares en 2013 para operaciones de

private equity (figura 2.7). La progresión de China únicamente se vio truncada en 2012, afectada por un crecimiento económico inferior al que venía protagonizando en años anteriores.

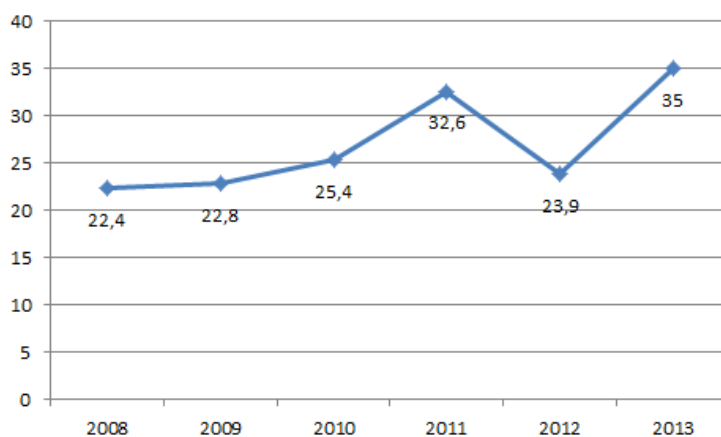


FIGURA 2.7: Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en private equity en China. Fuente: PricewaterhouseCoopers [24]. Gráfico de elaboración propia.

Especial es también el caso de Israel, uno de los pocos países del mundo en el que la inversión en venture capital supera a la inversión en private equity, como ha sucedido en 2013 [25, 26]. Este hecho no es casualidad, pues Israel y Tel Aviv en concreto se han convertido en un centro mundial de innovación y generación de ideas a través de las más de 5.000 start-ups que conviven en la ciudad israelí. No obstante, Israel es el país del mundo que mayor porcentaje de su PIB dedica a I+D (4,7%).

El éxito israelí proviene de una iniciativa llamada Yozma, que surge del propio Gobierno de Israel en 1993 [27]. El objetivo de Yozma es hacer resurgir el mercado de venture capital en el país, que hasta entonces gozaba de un casi inexistente protagonismo. Se proponía la creación de diez fondos de venture capital de 20 millones de dólares, en los que el Gobierno aportaría como máximo un 40%, dejando el resto a disposición privada doméstica y también a inversores contrastados internacionales. Con esta inversión inicial minoritaria, el Gobierno fomentaba la captación en los nuevos fondos y abría la posibilidad de que el fondo recomprase a precio de coste la participación pública para hacerlo completamente privado.

El tiempo ha dado la razón a Israel, pues se consiguieron crear diez fondos con una capitalización total de 263 millones de dólares, a partir de la inversión inicial pública de 100 millones de dólares. Esa inversión pública ya había dado una rentabilidad del 50% a las arcas públicas 5 años después. Desde la creación de Yozma, más de 26.000 millones de dólares han sido invertidos en empresas de nueva o reciente creación en Israel [28].

La experiencia de Israel no pasa desapercibida para España, que ve en este país un modelo a seguir por su actitud emprendedora [29]. Asimismo, Israel ha sido invitada

por España a participar en el fondo de capital riesgo español ICO, de reciente creación [30].

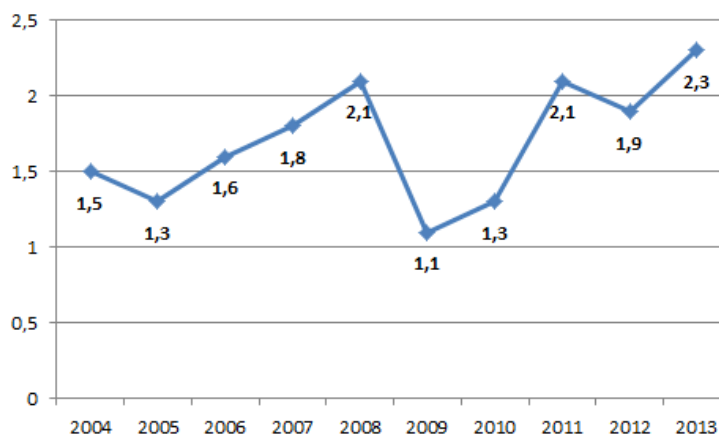


FIGURA 2.8: Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en venture capital en Israel. Fuente: Israel Venture Capital Research Center [25]. Gráfico de elaboración propia.

El papel de Europa en el panorama mundial del capital riesgo se sitúa lejos de la referencia internacional de Estados Unidos. Europa en su conjunto reunió una inversión de 35.700 millones de euros durante 2013, lo que supone un decremento del 3% con respecto al año anterior [16]. El papel de España en esos volúmenes es secundario, a tenor de los datos reflejados en las tablas 2.1 y 2.2.

Si se analiza el origen de la inversión en Europa (figura 2.9), se comprueba cómo el 71% es inversión doméstica. Es decir, el 71% de la financiación captada por las empresas europeas proviene de entidades de capital riesgo del mismo país de origen. El 26% de la inversión proviene de otros países europeos y sólo el 3% proviene de fuera de Europa. Como dato, mientras a Europa se importan 900 millones de euros en capital riesgo, desde Europa se exporta al resto del mundo una inversión de 2.900 millones de euros.

Si se contextualizan los datos europeos con el PIB de cada uno de los países que componen las estadísticas, se ve cómo España dedica un 0,192% de su PIB a inversiones de capital riesgo, por debajo del agregado europeo (0,253%) y ligeramente por debajo de la media española acumulada en los anteriores seis años (figura 2.10).

Destaca en las estadísticas el papel de Dinamarca, liderando la lista de países con mayor inversión en capital riesgo, superando ostensiblemente la media de los anteriores años. Igualmente, resalta el importante descenso de la inversión en Luxemburgo con respecto a la media de los últimos años, impactada por cambios en la regulación que afectan a la estructura de sus fondos de inversión [31].

Cuando las estadísticas se ciñen a las inversiones en venture capital, en empresas de nueva o reciente creación, el papel de España se diluye más aún en el global europeo. Con un 0,01% de inversión en este tipo de empresas sobre el PIB, España se sitúa por

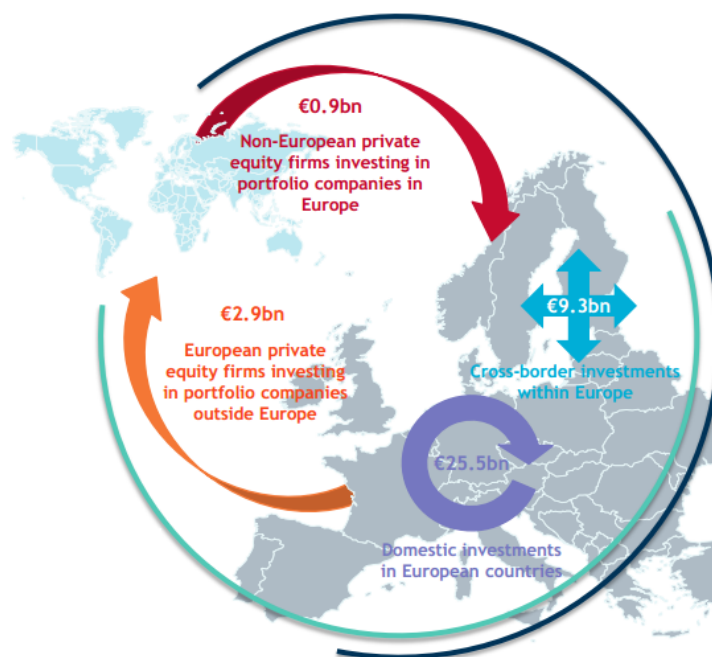


FIGURA 2.9: Origen de las inversiones en capital riesgo en Europa. Fuente: European Private Equity and Venture Capital Association [16].

detrás de países como Bulgaria, Hungría o Portugal y lejos del 0,024 total europeo (figura 2.11).

Son positivos los porcentajes de Finlandia e Irlanda. El Gobierno irlandés impulsó en 2013 este crecimiento en la inversión a través de una inyección de 175 millones de euros de capital semilla y venture, esperando que se unan otros 525 millones de euros del sector privado entre 2013 y 2018 [32]. En el lado negativo, destacan los descensos en las inversiones de Suecia, Reino Unido o Noruega.

Futuro del capital riesgo en España

España se encuentra actualmente sumida en una recuperación de la sacudida que ha provocado la crisis en las inversiones en capital riesgo. Después de un año 2009 nefasto a nivel mundial, está costando recuperar más que en otros países la tendencia positiva que se vivía en los años previos a la recesión.

Es necesario tomar medidas para que el capital riesgo termine de despegar en España. No es posible esperar resultados positivos sin hacer nada para conseguirlos. Confiar en la recuperación cíclica tras una recesión no es suficiente, como han demostrado los resultados recientes. Además, los resultados de España se salvan por la inversión en empresas maduras y el volumen que generan las operaciones de buyout, pero la inversión en start-ups es prácticamente nula, situando nuestro país prácticamente a la cola de Europa.

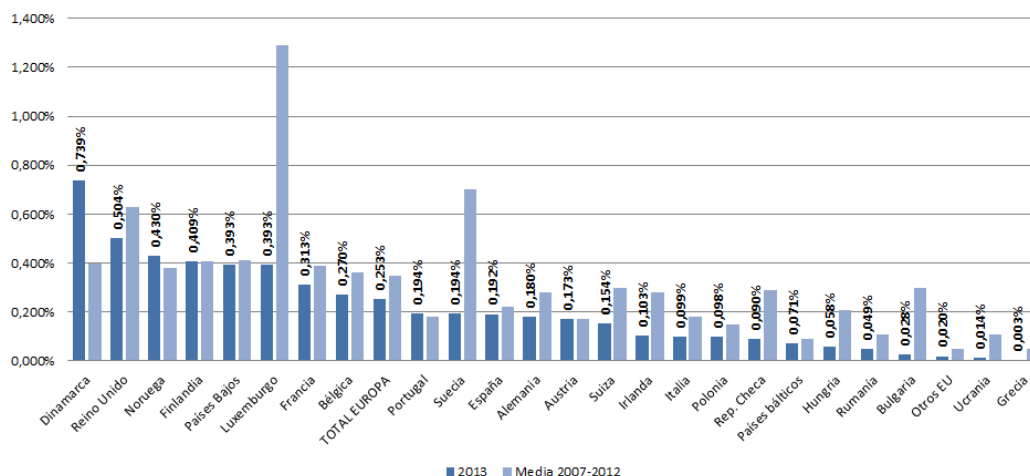


FIGURA 2.10: Comparativa de la inversión en capital riesgo en Europa en porcentaje del PIB propio de cada país en 2013. Fuente: European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.

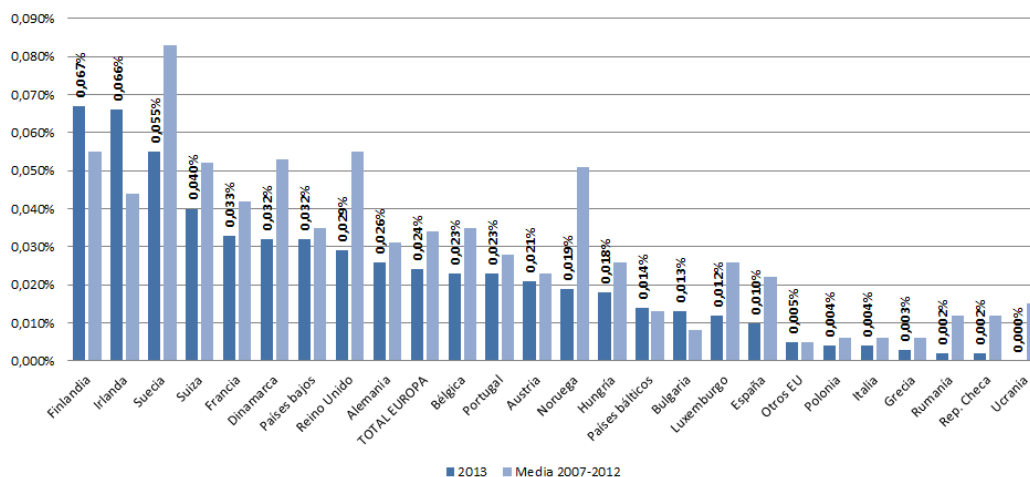


FIGURA 2.11: Comparativa de la inversión en venture capital en Europa en porcentaje del PIB propio de cada país en 2013. Fuente: European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.

Existen ejemplos internacionales que demuestran que el progreso emprendedor es posible cuando se realiza de forma meditada. El caso de Israel debe servir como modelo. El Gobierno de Israel inyectó en la década de 1990 una sustancial suma de dinero público, lo que sirvió como catalizador para atraer fondos privados destinados al desarrollo de nuevas empresas con alto componente innovador y tecnológico. El tiempo, 20 años después, ha situado a Israel y más concretamente a Tel Aviv en el centro del panorama mundial de la creación de empresas. La situación de Israel no era muy diferente a la de España, con un nivel alto de formación académica pero sin la posibilidad de impulsar las ideas económicamente para transformarlas en realidad. Además, juega a favor de España en la comparación entre ambos países el hecho de que nuestro país ostenta un PIB cinco veces mayor que Israel.

En mayo de 2013 se creó Fond-ICO Global, el fondo de fondos público de capital ries-

go dotado de 1.200 millones de euros que tiene como objetivo promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada, con el que se esperan obtener 1.800 millones de euros de capital privado. En septiembre del mismo año se promulgó la Ley 14/2013, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización [33]. Según un estudio de KPMG realizado a directivos de las principales entidades de capital riesgo [34], sólo un 38% de los encuestados se muestra optimista ante las medidas propuestas en esta Ley, frente al 55% que cree que tendrá un escaso impacto en el sector. Sin embargo, el 93% sí ve beneficiosa la creación de Fond-ICO Global. En lo que parecen estar de acuerdo casi todos los encuestados es en que 2014 será un año de crecimiento en el capital riesgo español.

Fond-ICO Global es una iniciativa que el sector debe aprovechar para que el capital riesgo despunte en España. Su creación se ha inspirado en muchos aspectos en el modelo de Israel. Por ejemplo, se da la posibilidad al fondo de comprar las participaciones públicas a precios reducidos [35]. En una primera licitación, en septiembre de 2013, se han fomentado únicamente fondos de venture capital y de capital expansión y se establece como requisito que el fondo participado públicamente destine al menos el 50% de sus inversiones a empresas españolas. Se ha realizado una segunda licitación en febrero de 2014 y se esperan una tercera en julio de 2014 y una cuarta antes del fin del mismo año [36].

Es importante atraer recursos extranjeros hacia la inversión en España. Esta es también una de las claves del éxito de Israel, con un 76% de inversores internacionales en 2013 [25]. Los datos positivos registrados en 2013 en cuanto a desinversiones deben servir de escaparate para que los inversores vean en España una posibilidad real de materializar la rentabilidad. Sin embargo, los fondos internacionales reclaman medidas facilitadoras para entrar a invertir en España, indicando que los trámites para las licitaciones de entrada en Fond-ICO Global son demasiado complejos y no se ofrecen ventajas a la hora de comprar la parte pública del fondo [37].

Es necesario aprovechar el momento de atención que está acaparando el mercado español. Las entidades de capital riesgo cuestionadas por KPMG sitúan a los precios atractivos como la principal razón para invertir en España. Los negocios interesantes y, sobre todo, la preparación de los equipos gestores quedan en segundo plano. España tiene que plantearse hacia dónde quiere enfocar la diferenciación de sus empresas con respecto al resto de mercados internacionales. La percepción ahora mismo es que la diferenciación en precios es la que hace atractiva a nuestro país, pero sería necesario trabajar para que los negocios y la preparación de los gestores aumenten su calidad percibida por parte de los inversores. Esto será fundamental cuando nuestro crecimiento y la consolidación de países con menor estructura de costes nos impida ser tan atractivos en precios. Llegado ese momento, cercano en el tiempo, será necesario captar la atención de inversores extranjeros a través de la calidad de nuestras empresas y su competencia gestora.

Otro punto a favor de España que sería conveniente explotar, a tenor de las encuestas, es la relación española con los mercados latinoamericanos, que no hace más que

resaltar la importancia de la internacionalización de nuestras empresas.

2.2. Business angels

¿Qué son los business angels?

Un business angel tiene el mismo objetivo que una entidad de capital riesgo. A través de inyecciones de capital, se fomenta el crecimiento de empresas con potencial de desarrollo, buscando su revalorización para una posterior desinversión que aporte rentabilidad al inversor. Sin embargo, hay dos diferencias clave que separan al business angel de las entidades de capital riesgo:

- Los business angels aportan sus propios fondos, a diferencia de una entidad de capital riesgo, que gestiona e invierte dinero de terceros. Aunque es difícil dar un número a la inversión típica realizada, algunos estudios la cifran entre 25.000 y 250.000 euros [38].
- Los business angels suelen intervenir únicamente en la etapa inicial del negocio, aportando capital semilla (figura 2.12).

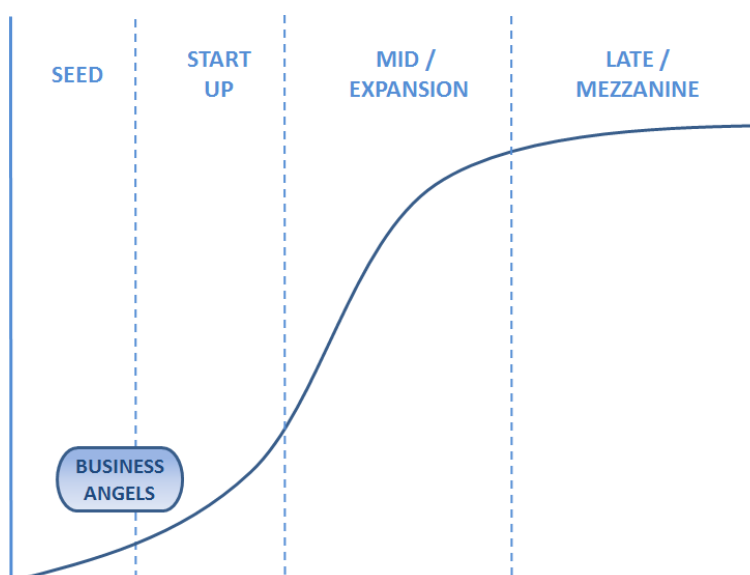


FIGURA 2.12: Los business angels en el ciclo de vida del negocio. Gráfico de elaboración propia inspirado en gráfico de PrivCo [15].

Los business angels pretenden cubrir los huecos que existen tras la inversión FFF (Family, Friends and Fools) en la primera fase de concepción de una empresa. La inversión en empresas que no han comenzado siquiera su actividad comercial conlleva un riesgo

muy alto y el business angel espera un alto retorno de su inversión. Las fuentes sitúan esta rentabilidad mínima esperada entre el 30 % y el 40 % para captar la atención de un business angel [39], por lo que las expectativas en términos de rentabilidad son muy altas.

El perfil del business angel suele ser el de persona experimentada que, además de aportar financiación, ofrece su conocimiento empresarial y su experiencia para ayudar a la empresa a crecer. Por lo tanto, no busca únicamente una rentabilidad, sino también un proyecto interesante en el que involucrarse. Es por ello que un plan de negocio atractivo y una buena capacitación de los gerentes se vuelve crucial. Un estudio de ESBAN (Red Española de Business Angels) en colaboración con EBAN (European Business Angels Network) sitúa la satisfacción personal como el tercer factor de importancia a la hora de decidir una inversión, por detrás de la rentabilidad y la diversificación del portafolio de inversión [40].

En los últimos años se vienen creando redes de business angels, que cumplen un doble objetivo hacia inversores y emprendedores. De cara al inversor, le proporcionan un canal donde encontrar ideas y planes de negocio, compartir experiencias y profesionalizar la actividad. Por su parte, los emprendedores encuentran en estas redes una vía alternativa para encontrar la financiación que necesitan [38].

Progresión de los business angels en España

La actividad de los business angels en España ha crecido considerablemente en los años previos a la crisis y el crecimiento se ha mantenido fuertemente durante la misma, impulsada por el cierre del grifo de crédito bancario.

Es complicado obtener datos estadísticos de esta actividad, por su naturaleza privada y, en muchas ocasiones, anónima de cara al exterior. Solo los business angels asociados a las redes oficiales contabilizan en estadísticas, en el llamado mercado visible. Pero el mercado visible representa únicamente alrededor del 10 % de las inversiones totales de los business angels europeos, por lo que la enorme mayoría de las inversiones se llevan a cabo en el llamado mercado invisible [41].

En 2002 se creó la primera red de business angels en España bajo el nombre de BANC (Business Angels Network Catalunya) [42]. Desde entonces, la creación de redes en nuestro país no ha parado de crecer, hasta situarse en 64 en el año 2012 [43] (figura 2.13).

Las redes más importantes hoy en día en España son ESBAN (Red Española de Business Angels) y AEBAN (Asociación Española de Business Angels). Ambas tienen carácter nacional y ejercen de red de redes, asociando redes autonómicas y locales. Según ESBAN, Cataluña, Comunidad Valenciana, Comunidad de Madrid, Galicia y País Vasco son las comunidades con mayor concentración de redes en el territorio nacional.

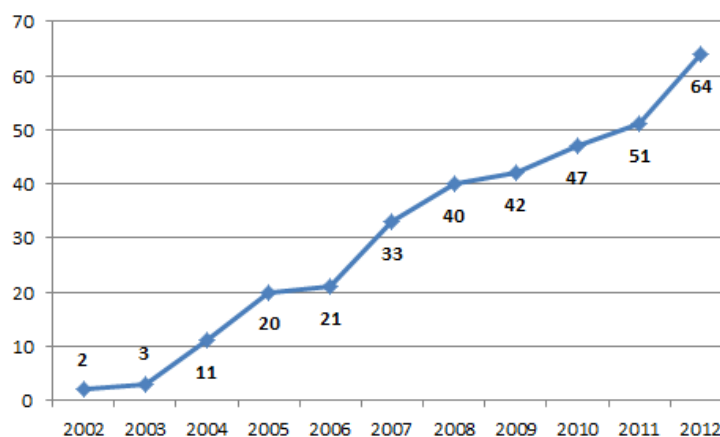


FIGURA 2.13: Evolución del número de redes de business angels en España. Fuente: ESBAN [44] y Europa Press [43]. Gráfico de elaboración propia.

El crecimiento en número de business angels y en inversiones ha sido proporcional al de redes. El año 2008 se saldaba con 1.465 business angels en el mercado visible, que realizaban una inversión total conjunta de 13 millones de euros [45]. Esas cifras se disparan hasta alcanzar en el año 2012 los 1.995 business angels invirtiendo 65 millones de euros, cifra que supone un 5% de crecimiento con respecto a 2011 [41].

Si las cifras registradas dentro de las redes oficiales se extrapolan al mercado invisible, los volúmenes que maneja la actividad de business angels sitúan esta vía de financiación como una de las más importantes para las empresas de reciente creación en nuestro país.

En España, está desarrollándose y adquiriendo protagonismo un concepto muy recurrido en Estados Unidos como es la co-inversión. La co-inversión puede ser realizada con otros business angels o puede ser realizada con mecanismos públicos de inversión, como ENISA (Empresa Nacional de Innovación S.A.) con su línea de cofinanciación con business angels [46] o CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial) con su iniciativa NEOTEC [47]. Algunas comunidades autónomas como Cataluña o Madrid tienen sus propios vehículos de co-inversión con business angels [48, 49].

En el marco legal, la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, introduce la figura del business angel y la dota de ciertos beneficios fiscales para estimular la inversión en España [33]:

- Los business angels podrán deducir en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas el 20% de la inversión realizada, siempre y cuando se cumplan ciertos requisitos. Algunos requerimientos cifran en 400.000 euros los fondos propios de la empresa participada en el momento de la operación y esta deberá llevarse a cabo en la constitución de la empresa o dentro de los tres años posteriores. La base máxima de deducción por este concepto se fija en 50.000 euros.

- Los beneficios obtenidos por la inversión quedan totalmente exentos en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, siempre y cuando se reinviertan en otra compañía nueva o de reciente creación.

Comparativa internacional

En 2008, Reino Unido, Francia y Alemania copaban el 80% del total de redes de business angels europeas [50]. Gracias al espectacular progreso en las inversiones de business angels de España, en datos de 2012 nuestro país se sitúa entre las principales referencias en Europa dentro de la actividad visible, según el informe anual de EBAN (European Business Angels Network) [41].

España es el país europeo con mayor número de redes de business angels (64 redes en 2012 [43]), que dan cabida a 1.995 business angels, situándonos como el tercer país europeo con mayor número de inversores de este tipo, solo por detrás de Reino Unido y Francia (figura 2.14).

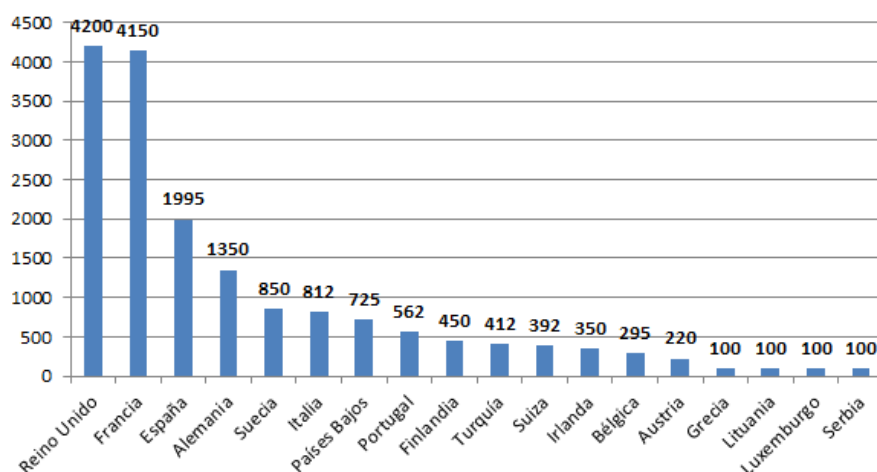


FIGURA 2.14: Comparativa del número de business angels por país en Europa en 2012. Fuente: EBAN [41]. Gráfico de elaboración propia.

En cuanto a inversiones realizadas dentro del mercado visible, los 62,5 millones de euros de 2012 solo fueron superados por Reino Unido (figura 2.15). El retroceso de Francia en inversiones la mantiene como tercera referencia europea, pero lejos de Reino Unido y España. Destacan también los crecimientos de Turquía (116%), Irlanda (61%) y Finlandia (42%). Los incrementos con respecto a 2011 de Grecia, Serbia y Austria fueron aún mayores, pero su escaso volumen absoluto de inversión pasa desapercibido en las estadísticas.

Un total de 509 millones de euros se movieron en el segmento visible ubicado bajo las redes de business angels en 2012, con una inversión media de 174.800 euros por

compañía participada. La cifra total de 2012 supone un crecimiento más que notable del 19% con respecto al año anterior, en el que se captaron 427 millones de euros.

Se estima que, además de los 509 millones de euros de las redes en 2012, se operaron otros 4.600 millones de euros en el mercado invisible, lo que supondría una inversión total en Europa de 5.100 millones de euros movidos por la financiación de business angels.

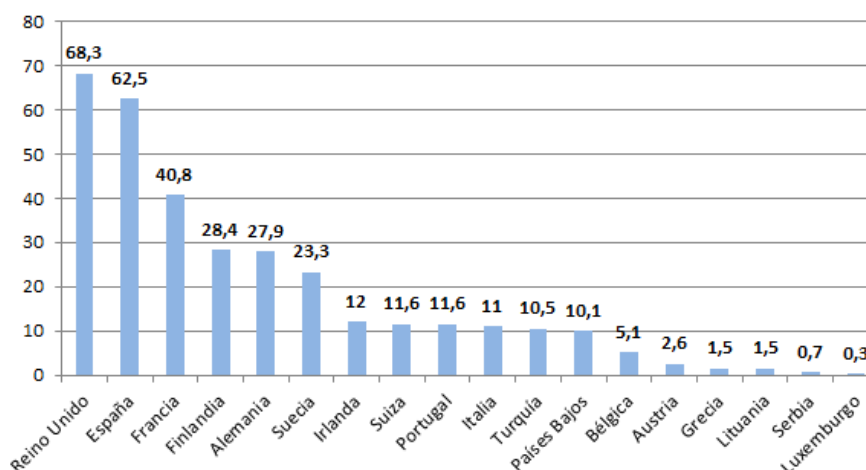


FIGURA 2.15: Comparativa de la inversión realizada por business angels por país en Europa en 2012. Fuente: EBAN [41]. Gráfico de elaboración propia.

A pesar del incremento tan importante vivido por la inversión europea, esta sigue situándose muy lejos de la actividad llevada a cabo por los business angels en Estados Unidos. El volumen de inversión estimado en Estados Unidos en el mercado visible e invisible fue de 17.400 millones de euros en 2012, un 341 % superior a la cifra estimada en Europa.

La larga tradición del capital riesgo en Norteamérica se ve por tanto reflejada también en las estadísticas de actividad de business angels. El volumen medio por operación en 2013 se situó en 931.000 dólares según el estudio Halo Report 2013 [51], muy superior también a la media europea. California destaca dentro de Estados Unidos como principal localización de las operaciones de los business angels americanos, concentrando un 18,6% de la actividad de 2013.

Según este mismo informe, En Estados Unidos ha crecido sustancialmente en los últimos años la modalidad de co-inversión, situándose en valores en torno al 70% del total de inversiones de los business angels en este país. Cuando se llevan a cabo este tipo de co-inversiones con otros business angels u otro tipo de entidades, la inversión media crece hasta los 1,7 millones de euros.

Futuro de los business angels en España

Así como en otras modalidades de financiación España juega en un papel secundario en el panorama internacional, el desarrollo en la actividad de los business angels ha situado a nuestro país como una referencia en Europa. A pesar de que los volúmenes captados por esta vía aún están lejos de los números del capital riesgo en global, la progresión que se está viviendo en los últimos años hacen que los business angels estén tomando cada vez más importancia y es de esperar que esta vaya aumentando en el corto plazo.

El notable aumento, año tras año, del número de redes de business angels en España es un dato muy positivo. Estas redes sirven de nexo entre inversores y emprendedores, con un claro enfoque hacia el networking. Muchas redes ofrecen además formación a emprendedores. Que España sea el primer país europeo en número de redes debe ser un recurso a explotar, para generar confianza en los inversores y ofrecer una alternativa práctica en la financiación a los nuevos empresarios.

Incluso teniendo en cuenta la progresión, España tiene todavía recorrido para crecer. La deducción de impuestos para los business angels españoles se fijó en 2013 en un 20% sobre una base máxima de 50.000 euros. Es decir, la deducción máxima es de 10.000 euros. Esta cifra dista todavía de las 50.000 libras que un business angel británico puede deducir (50% sobre un máximo de 100.000 libras) o los 22.500 euros en que puede hacerlo un francés (50% sobre un máximo de 45.000) [41]. La diferencia de los 10.000 euros que puede deducir un español distan todavía más de los 100.000 euros de media que un business angel realiza para una única inversión.

En definitiva, se están dando pasos hacia el estímulo y el incentivo empresarial en nuestro país, pero seguimos lejos de otros países, más teniendo en cuenta que las ventajas fiscales son un factor muy importante para alentar a la inversión en instrumentos de tanto riesgo.

2.3. Family offices

¿Qué son los family offices?

Un family office es una estructura que se encarga de gestionar las inversiones de un grupo familiar de gran poder patrimonial, para gozar de privacidad, control y servicio personalizado. El patrimonio habitual para montar un family office oscila entre 100 y 1.000 millones de dólares, si bien es posible encontrarlas por encima de los 1.000 millones y, en menor medida, por debajo de los 100 millones, según estudios de Family Offices Group, la mayor asociación de family offices del mundo [52].

Se pueden distinguir single family offices, cuando la oficina gestiona el patrimonio de una única familia, y multi family offices, cuando la oficina ofrece sus servicios a varias familias simultáneamente.

Se trata de una vía de financiación menos conocida para las pymes, ya que únicamente una pequeña parte de la inversión de los family offices va destinada a la financiación de start-ups, pues el porcentaje destinado a esta inversión, si existe, suele rondar como máximo el 10% del total invertido por el family office. El porcentaje puede crecer hasta el 25% cuando se incluyen en las estadísticas las inversiones de capital riesgo en compañías maduras [53, 54].

Sus inversiones suelen producirse algo más tarde que en el caso de los business angels y sus aportaciones de capital acostumbran a ser más cuantiosas, partiendo de los 300.000 o 500.000 euros, aunque no son extrañas las inversiones que alcanzan el millón de euros. Los requisitos de rentabilidad son en general más relajados que en el caso del capital riesgo y los business angels, pues en un family office puede primar también el criterio estratégico de la inversión, por encima del retorno [55].

Progresión de los family offices en España

En España, a mediados de 2012, se contabilizaban 160 family offices, gestionando un patrimonio total cercano a los 15.000 millones de euros [56]. Fortunas importantes de este país se han sumado a la actividad de los family offices para gestionar su patrimonio, como son los casos de Amancio Ortega (con Ponte Gadea), Alicia Koplowitz (con Omega Capital), Rafael del Pino (con Pactio), José Manuel Entrecanales (Bestinver) o Juan Abelló (con Torreal).

Con mucha diferencia, los family offices españoles destinan la mayor parte de sus inversiones (en torno a un 70%) al sector inmobiliario. Aunque la principal inversión hacia empresas sigue siendo en compañías cotizadas, la inversión en capital riesgo ha ido aumentando paulatinamente en los últimos años. Cada vez son más los family offices que invierten en empresas no cotizadas, aunque la mayor parte de estas inversiones no son directas, sino que se realizan a través de fondos. Algunos ejemplos de capital riesgo se pueden ver en la oficina de la familia Koplowitz o la de la familia Entrecanales, que dedican parte de sus inversiones a empresas de reciente creación en los sectores más innovadores [57].

Comparativa internacional

En septiembre de 2011 se estimaba que los single family offices gestionaban 1.200 billones de dólares alrededor del mundo, mientras que los multi family offices hacían lo propio con 777 billones de dólares [58].

Un informe de Grant Thornton de 2012 cita que el 78% de los family offices encuestados ha invertido en capital riesgo alguna vez, si bien es cierto que sólo la mitad lo hace directamente, sin intermediación de fondos de capital riesgo [59]. Entre los que invierten, son muy pocos los que dedican más del 25% de su cartera de inversiones al capital riesgo, situándose la gran mayoría en valores cercanos al 10%. Otro estudio de 2008 de Wharton Global Family Alliance cifra el porcentaje de capital riesgo en un 9% en América, mientras que en Europa sube ese porcentaje hasta el 12% (figura 2.16).

Los estudios evidencian igualmente la diferencia de estructura de inversión de los family offices españoles con respecto a los estándares mundiales ya que, mientras la renta variable es la protagonista en los portfolios internacionales, las oficinas españolas ponen en relieve las inversiones inmobiliarias, en un porcentaje abrumador.

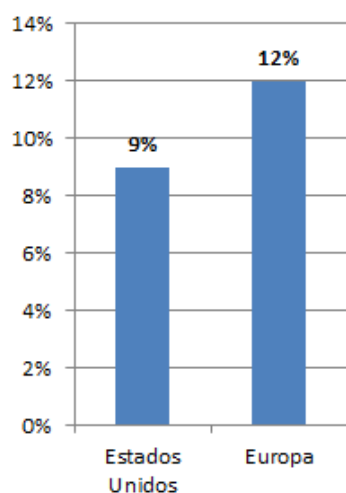


FIGURA 2.16: Porcentaje medio del portfolio de inversión destinado al capital riesgo en los family offices de Estados Unidos y Europa. Fuente: Wharton Global Family Alliance [60]. Gráfico de elaboración propia.

El incremento de inversiones en capital riesgo por parte de los family offices viene explicado por los buenos resultados cosechados en las experiencias previas. Prequin determina en un estudio realizado en 2010 que el 65% de los family offices han satisfecho expectativas con sus inversiones en capital riesgo, mientras que un 19% ha superado con creces los objetivos previstos en el inicio [61]. Tanto es así que, según el informe de Grant Thornton, el 80% de las oficinas encuestadas prevé llevar a cabo nuevas inversiones de capital riesgo y el 86% se plantea incluso aumentar el porcentaje dedicado a ellas sobre el total invertido.

Futuro de los family offices en España

Aunque algunos de los family offices más importantes de nuestro país se han decidido a invertir en capital riesgo, esta actividad sigue ocupando un porcentaje muy bajo

en los portfolios de inversión. La proporción se sitúa incluso por debajo de la media internacional, que ya de por sí es baja.

Las barreras para obtener siquiera un primer contacto son ya muy altas, dada la exclusividad de la que suelen gozar estas oficinas. Si a esto le unimos el poco protagonismo que el capital riesgo tiene en casi todas ellas, las probabilidades de éxito a la hora de obtener financiación por esta vía son muy escasas y esta alternativa sigue estando muy lejos de ser una opción factible para la práctica totalidad de las pymes españolas.

En cualquier caso, aunque la probabilidad de éxito sea baja, no conviene descartar la opción de inicio. Las cantidades de dinero que se mueven en estas oficinas hacen que los pocos elegidos que se financien por esta vía partan con una ventaja muy importante a la hora de conseguir sus objetivos.

2.4. Fondos de deuda

¿Qué son los fondos de deuda?

Los fondos de deuda son un tipo de fondo de inversión que invierte en deuda corporativa, sirviendo como fuente de financiación a la empresa que se endeuda. En los fondos de deuda, la retribución al inversor se produce antes que en los fondos de riesgo, por el cobro de intereses. Por lo tanto, no es necesario esperar a la desinversión para obtener el retorno de la inversión.

Existe también el concepto de direct lending, un mecanismo de préstamo hacia empresas no cotizadas que puede llevarse a cabo a través de estos fondos de deuda o por fuera de estos, en acuerdos bilaterales. Aunque en principio se trata de una financiación más cara que el crédito bancario, aporta ciertos beneficios a la empresa, ya que es de esperar una mayor flexibilidad por parte del prestatario para adaptarse a las necesidades de flujos de caja del prestamista [62].

Ambos conceptos están relacionados y son una opción planteable para las pequeñas y medianas empresas que tienen problemas de financiación por la escasez de crédito bancario.

Progresión de los fondos de deuda en España

La variedad de fondos de deuda en nuestro país es por el momento reducida. Uno de los fondos nacionales más importantes es el que protagoniza Arcano junto a la gestora estadounidense Muzinich desde abril de 2014, creando un fondo de deuda con un patrimonio inicial de 200 millones de euros [63]. El fondo, que espera llegar a alcanzar

los 500 millones, llevará crédito a las pymes españolas a través del direct lending, con importes máximos de 30 millones de euros, con plazos de 7 años y con tipos de interés variables, con un diferencial sobre el Euribor de entre 5 y 7 puntos. Además, realizará inversiones en emisiones privadas, como pueden ser las del MARE.

Otro ejemplo español lo representa Oquendo Capital que, con la ayuda de Banca March y del Fondo Europeo de Inversiones, gestiona un fondo de deuda de 100 millones que, a través del direct lending, ayuda a las pymes españolas a acceder al crédito [64].

En junio de 2014 se ha creado el primer fondo de deuda enteramente español. Con 200 millones de euros, AFI y Renta 4 han lanzado Aria Capital [65]. Sin embargo, la aún ausente regulación de este tipo de fondos en España ha provocado que Aria Capital tenga domicilio social en Luxemburgo, donde tributa a tipos menores que en España y tiene mayor posibilidad de captar inversión extranjera.

A pesar de que las entidades españolas empiezan a lanzar más proyectos de este tipo, son los fondos de deuda extranjeros los que predominan en España. De hecho, el interés es creciente, destacando fondos como ICG, KKR o Apollo [66]. Uno de los últimos en unirse al panorama nacional ha sido la norteamericana Generation Investment, fundada por Al Gore y David Bloom, que ha creado un fondo de deuda al que podrán acudir las pymes españolas en busca de financiación [67].

Comparativa internacional

Los fondos de deuda suponen un mecanismo de financiación a desarrollar en España, pero son una opción que ha venido gestionándose en los países en los que la pequeña y mediana empresa está más desacoplada del crédito bancario. Así, los fondos de deuda estadounidenses son un referente a nivel mundial en este tipo de financiación. En Europa destacan Reino Unido y Francia, por delante de países como Alemania o España, dado el peso que las cajas de ahorros han tenido históricamente en la financiación [66].

El direct lending es una práctica que lleva tiempo desarrollándose en Estados Unidos, a diferencia de en Europa, donde es una vía de financiación novedosa que comienza a utilizarse recientemente [68]. El ritmo de crecimiento en Europa en estos inicios está siendo realmente alto (figura 2.17), situándose Reino Unido, Francia y Alemania como los países que albergan mayor número de operaciones (figura 2.18).

Futuro de los fondos de deuda en España

En octubre de 2013, el Gobierno de España anunció la creación de unos fondos de deuda que tendrían unas características que los situarían entre los fondos de inversión

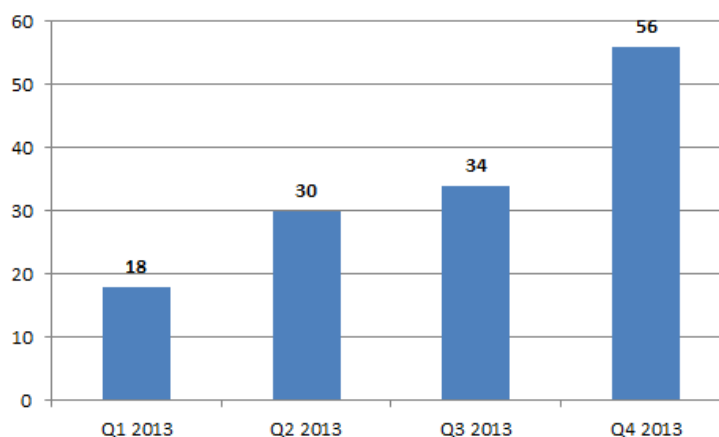


FIGURA 2.17: Evolución del número de operaciones de direct lending en Europa en 2013. Fuente: The Wall Street Journal [68]. Gráfico de elaboración propia.

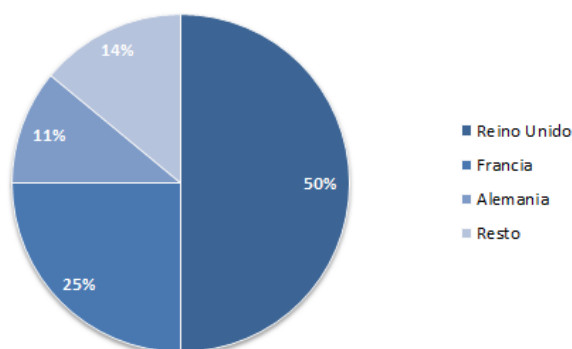


FIGURA 2.18: Distribución por país de las operaciones de direct lending en Europa en 2013. Fuente: The Wall Street Journal [68]. Gráfico de elaboración propia.

tradicionales y los fondos de capital riesgo [69]. Por una parte, los fondos de inversión en España pueden destinar un máximo del 10% a la inversión en valores no cotizados. Por su parte, los fondos de capital riesgo deben invertir al menos un 60% de su activo computable en instrumentos de capital o cuasi-capital [70].

De esta forma, los fondos de deuda surgirían como híbridos para cubrir el hueco que existe entre los otros tipos de fondo de inversión de nuestro país a la hora de invertir en deuda corporativa. Se espera así dar un impulso al Mercado Alternativo de Renta Fija (ver sección 4.2), incentivando que estos nuevos fondos inviertan en las empresas cotizadas del nuevo mercado alternativo. Para favorecer su desarrollo, el Gobierno planteaba en este anuncio dotar a los nuevos fondos de deuda de las mismas ventajas fiscales que ostentan los fondos de capital riesgo.

Este impulso de los fondos privados de deuda se verá también acelerado gracias a las inyecciones públicas que se realizarán en las futuras licitaciones de Fond-ICO Global (ver sección 2.1). En la tercera convocatoria, que se llevará a cabo en julio de 2014, se adjudicarán por primera vez fondos de deuda.

Por consiguiente, la estimulación de los fondos de deuda para la financiación tanto de pymes no cotizadas como las empresas que se atrevan a dar el salto al MARF contribuirá a contar con una medida más a sumar entre el portfolio de variantes a manejar por las empresas para obtener los recursos que posibiliten su crecimiento. Sin embargo, para conseguir este objetivo es necesario dotar a este tipo de fondos de una regulación a medida en España, para tributar por debajo del 35% con el que lo hace la banca por prestar dinero y acercarse más a los bajos porcentajes que se exigen a los fondos de inversión y de capital riesgo en nuestro país o a los propios fondos de deuda en otros países europeos, como Luxemburgo [71].

El direct lending, actividad en pleno desarrollo en Europa, debe ser tenido en cuenta también como una vía de escape a la dependencia bancaria de nuestro país. Debe darse continuidad a este progreso, atrayendo las inversiones extranjeras como en los últimos años e incentivando la entrada de actores nacionales para favorecer la expansión de este tipo de financiación.

2.5. Equity lines

¿Qué son los equity lines?

A través de un equity line o línea de capital, una entidad adquiere el compromiso de adquirir nuevas acciones de una sociedad cotizada, mediante una o varias ampliaciones de capital, por un importe máximo y durante un tiempo determinado. Estas suscripciones se llevan a cabo sin el derecho de suscripción preferente y a un precio fijado durante un periodo de referencia antes de la ampliación de capital.

La ampliación de capital se produce a requerimiento de la sociedad cotizada, siempre que se cumplan ciertas condiciones, tras el acuerdo alcanzado por ambas partes. La sociedad adquiere con la formalización del equity line el derecho a ejercer una nueva vía de financiación, recibiendo cuando así lo requiera recursos en forma de capital. El equity line se plantea así como una alternativa que goza de gran flexibilidad a la hora de captar recursos propios para la empresa [72].

Por el otro lado, la entidad inversora, interesada en entrar en el capital de la sociedad, reduce el riesgo de la operación del equity line a través de ciertas cláusulas que suelen formar parte de este tipo de contratos. Por un lado, limitando el importe máximo a reclamar por la sociedad en cada ampliación de capital a un porcentaje de la liquidez acreditada por las acciones de la empresa en el mercado secundario durante un periodo tomado como referencia. Por otro lado, obteniendo un porcentaje de descuento (entre el 5 y el 15% usualmente) en el precio de adquisición de las acciones. De esta manera, el inversor adquiere mayor seguridad para poder deshacer su posición en el corto plazo, si lo desea, y obtener rentabilidad con ello [73].

Progresión de los equity lines en España

El equity line es una fórmula de financiación que comenzó a emplearse en España a partir de 2003, con la operación entre Société Générale y Service Point Solutions [74]. Las primeras operaciones de este tipo que se llevaron a cabo en nuestro país obligaban a la entidad que otorga la línea a colocar las acciones que tomaba previamente como préstamo. Con los fondos de estas ventas, realizaba la ampliación de capital acordada y las nuevas acciones suscritas mediante la ampliación de capital eran a su vez devueltas a la entidad emisora, como devolución del préstamo previamente concedido. Es decir, en el equity line concedido a Service Point Solutions en 2003 la entidad inversora actuaba como intermediario en el flujo de acciones, ejerciendo como colocador. Esta misma fórmula se utilizó en otras operaciones como las de Jazztel (2003 y 2005) [75, 76], Sniace (2006) [77] o Zeltia (2007) [78].

Sin embargo, este tipo de operaciones en España han cambiado en los últimos años para alinearse con su comportamiento internacional, donde la entidad que suscribe la ampliación de capital puede opcionalmente realizar la colocación en el mercado secundario de las acciones adquiridas, pero no est  obligada a ello. A partir de 2010 se han realizado concesiones de equity line bajo esta fórmula para Nyesa Valores Corporación (2010) [79], Quabit Inmobiliaria (2010 y 2013) [80, 81], Fergo Aisa (2010) [82] o Ezentis (2011) [83], siempre con la francesa GEM Capital como contrapartida.

Comparativa internacional

A partir de 1998, movidas por una alta prosperidad en los mercados de capitales y, especialmente, en las empresas tecnológicas, algunas entidades y fondos americanos comenzaron a ofrecer a pequeñas empresas en dificultades la posibilidad de negociar compromisos de suscripción para aumentar su capitalización. Fue el comienzo del equity line, que vio incrementada su actividad con la crisis de las empresas tecnológicas del año 2000. Entre abril de 2000 y abril de 2002, 297 compañías recibieron esta nueva vía de financiación [84].

Desde entonces, a través del gran éxito en Estados Unidos, los equity lines se han reproducido en otros países como Francia, Reino Unido o Canadá. En todos estos países se sigue la fórmula americana a partir de la cual se permite a la entidad que suscribe la ampliación de capital mantener las acciones adquiridas. Para evitar la especulación a la hora de fijarse el precio durante el periodo de referencia, algunos países prohíben por ley la venta de acciones de la misma empresa en los días inmediatamente anteriores a la finalización del periodo de referencia. Así, por ejemplo, Estados Unidos, en la Regla 105 de la Securities Act de 1933 [85], prohíbe realizar ventas en los 5 días previos a la fijación de precio del periodo de referencia, cuando la parte vendedora est  a su vez implicada en la emisión a realizar. Francia, por su parte, establecía en 2001 a través

de la Commission des Opérations de Bourse el compromiso de las entidades involucradas en la ampliación de capital de no intervenir en el mercado durante el periodo de referencia [86].

Futuro de los equity lines en España

Con una gran progresión en mercados internacionales, el equity line tiene una progresión discreta en España, donde tan solo existen algunos casos de empresas que han optado por esta vía de financiación desde la incursión de estas operaciones en 2003 en nuestro país.

Con suerte dispar para las empresas que han acudido a este tipo de captación de fondos propios, los resultados dejan claro que el equity line no conlleva automáticamente la salvación para la compañía, pero sí puede constituir una alternativa válida para diversificar las fuentes de financiación de las empresas españolas y reducir la dependencia con el crédito tradicional bancario.

Como muestra en el lado negativo del fracaso, se puede citar el caso de Fergo Aisa, que en julio de 2010 declaró el concurso de acreedores y finalmente en diciembre de ese mismo año entró en fase de liquidación del concurso [87]. Por el lado del éxito, cabe citar la tecnológica Ezentis, que desde su equity line negociado con GEM Capital a finales de 2011 ha protagonizado una importante revalorización de sus acciones (figura 2.19).



FIGURA 2.19: Evolución de las acciones de Ezentis desde su acuerdo de equity line con GEM Capital en diciembre de 2011.
Fuente: Reuters.

Se trata de una vía de financiación a la que, por su naturaleza, sólo pueden acogerse empresas cotizadas, lo que delimita bastante su radio de acción. Entre las empresas medianas cotizadas, es una alternativa que necesita progresar en España, pero para favorecer su impulso se ve necesario contar con más entidades que ofrezcan estas líneas de capital a las empresas españolas.

Únicamente la francesa GME Capital ha apostado por estas operaciones en los últimos años en España. Sería positivo que entraran nuevos actores en juego, por ejemplo con la vuelta a la actividad del equity line de entidades como Société Générale o Santander, que protagonizaron los primeros equity lines en España entre 2003 y 2007.

Capítulo 3

SOCIO INDUSTRIAL

¿Qué es el socio industrial?

El socio industrial es una alternativa que se presenta a las empresas para conseguir su expansión y crecimiento. A diferencia del socio financiero (ver capítulo 2), el socio industrial no aporta capital social a la empresa, sino que proporciona prestaciones físicas e intelectuales, a través de su conocimiento tecnológico o comercial en la industria.

El socio industrial obtiene derechos restringidos en la sociedad colectiva [88]:

- Participación de los beneficios de la compañía.
- No hay involucración en la gestión, salvo pacto expreso a la hora de entrar en la sociedad.
- No hay participación en las eventuales pérdidas, salvo que se establezca lo contrario en la negociación.

Progresión del socio industrial en España

Para los emprendedores españoles, esta alternativa de financiación supone, según los expertos, una opción a tener en cuenta por varios motivos [89]:

- Las inversiones en capital riesgo son escasas en España por lo que el acceso a esta vía es complicado. Sin embargo, existen cientos de compañías industriales que podrían estar interesadas en participar en la empresa.

- La vía del socio industrial posibilita el crecimiento de la compañía sin ceder parte del capital social y la gestión. Además, se establece un horizonte temporal de la sociedad normalmente más amplio que en la inversión financiera, donde el socio capitalista piensa ya desde su entrada en una desinversión a medio plazo.
- Un socio industrial experimentado puede cumplir las carencias del equipo de gestión en conocimientos sobre, por ejemplo, competidores internacionales, últimas tecnologías o nuevos mercados. En definitiva, un socio industrial conocedor del sector tiene un recorrido a sus espaldas que puede compartir por el beneficio común.
- La capacidad de networking que puede aportar una empresa que ya opera en el sector, de cara a obtener proveedores o clientes, supone en principio una ventaja sobre un inversor financiero ajeno a las operaciones del día a día.

La participación de socios industriales se vienen empleando en España desde hace muchos años, no solo para empresas de reciente creación que buscan hacerse un hueco en el mercado de la mano de un socio experimentado, sino también en empresas que disponen ya de un nombre en su sector. Así se hacen mediáticos los casos de empresas españolas que buscan crecimiento a través de socios industriales, como FCC Energía [90], Spanair [91] o Cementos Portland [92]. También es la vía elegida por los bancos para salvar la situación de Pescanova, con la búsqueda de un socio industrial gallego [93].

Comparativa internacional

Acudir a un socio industrial es práctica habitual en todos los países, para posibilitar el crecimiento de empresas que buscan expansión. Por ejemplo, el WEF (World Economic Forum), la asociación internacional sin ánimo de lucro con base en Ginebra que organiza anualmente en Davos una de las asambleas económicas más importantes del mundo, presenta un extenso grupo de socios industriales afiliados al Foro. Este grupo, entre el que se encuentran empresas españolas como Banco Santander o Telefónica, aporta su experiencia en unos objetivos comunes hacia el progreso empresarial y económico mundial.

En las últimas décadas se ha desarrollado internacionalmente el Corporate Venture Capital, que llevan a cabo algunas compañías lanzando un fondo que invierte en startups externas, para obtener con ello ventaja competitiva. Además del beneficio económico, se da especial importancia en estas operaciones al beneficio estratégico que pueden suponer a largo plazo [94].

Futuro del socio industrial en España

La experiencia, contactos y operaciones que puede aportar un socio industrial, lo convierten en una opción adicional para conseguir la expansión de la empresa. Varias son las ventajas que presenta y que la hacen una vía recurrida por muchas compañías, pero también hay que tener en cuenta que esta alternativa cuenta con detractores que presentan sus principales inconvenientes. El conocido business angel François Derbaix cita algunos de ellos, agrupándolos en dos principales argumentos: otros compradores potenciales no se acercarán a la empresa y esta perderá su capacidad de decidir a quién vender la empresa en el futuro [95].

Los socios industriales han existido y seguirán existiendo durante largo tiempo en España, al igual que los socios capitalistas. La decisión de optar por unos o por otros reside en el seno de la propia empresa, teniendo en cuenta las ventajas e inconvenientes que presentan cada uno de ellos.

Capítulo 4

MERCADOS

4.1. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

¿Qué es el MAB?

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) se creó en España en 2006, inicialmente como sistema de financiación de las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable). En 2007 se amplió su acción a entidades de capital riesgo y, después, en 2008 se creó el segmento de empresas en expansión. Recientemente, a finales de 2013, se ha creado un nuevo segmento para SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria). Está integrado dentro de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y está supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

El MAB surge como mercado para empresas con capitalización reducida que buscan expandirse y optar a fuentes alternativas de financiación, además de gozar de mayor visibilidad y liquidez. Este mercado ofrece condiciones al alcance de las pymes, con costes y procesos adaptados a sus necesidades, además de una regulación más flexible [96]. De esta forma, sociedades que, en la práctica, no tienen los recursos necesarios para entrar en el Mercado Continuo español, tienen en el MAB una alternativa para disponer de las ventajas que otorga la cotización en bolsa.

Según BME, el MAB se caracteriza por ser:

- Un Sistema de Negociación operado por las Bolsas (SMN).
- Promovido por BME y supervisado por la CNMV.
- Para valores de la Unión Europea y también Latinoamérica.
- Para inversores institucionales y particulares.

- Que proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración.
- Con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.
- Una plataforma de aprendizaje o lanzamiento hacia la Bolsa para las empresas que alcancen la dimensión adecuada.

Para acceder al MAB, la empresa debe cumplir los siguientes requisitos:

- Debe ser sociedad anónima, española o extranjera, con el capital íntegramente desembolsado, y representado por anotaciones en cuenta.
- Debe estar comercializando productos o servicios en la actualidad.
- La información financiera debe ajustarse al estándar nacional, a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o al US GAAP.
- Debe asumir el compromiso de suministro de información requerido por el MAB: información periódica (semestral y anual), informaciones relevantes y de interés para los inversores, participaciones significativas, operaciones realizadas por administradores y directivos, pactos parasociales, etc.
- Debe contar con un Asesor Registrado. Esta figura es la que decide la idoneidad de la empresa para empezar a cotizar en el MAB, evaluando los requerimientos de entrada. Además, se encarga de asistir a la entidad con todos los trámites y dudas que puedan surgir en el proceso de entrada y periodo de pertenencia al mercado. Sirve también de enlace con el MAB, aportando al mercado respuestas sobre el emisor, su actividad y el grado de cumplimiento de los requisitos estipulados.
- Debe contratar un Proveedor de Liquidez. El proveedor de liquidez se convertirá en un intermediario para facilitar la negociación, buscando la contrapartida necesaria para hacer lo más eficiente posible la formación del precio de sus acciones.

La incorporación al MAB conlleva unos costes para la empresa que entra a cotizar. Estos se distribuyen en:

- Comisión de dirección, aseguramiento y colocación, en su caso.
- Gastos de publicidad y asesoría legal, en su caso.
- Costes del Asesor Registrado.
- Costes del Proveedor de Liquidez.

- Costes de incorporación al MAB: tarifa fija de 6.000 euros, más variable de 0,05 por mil sobre el importe nominal admitido a negociación.

Los costes de incorporación varían en función de la sociedad a cotizar, aunque suelen suponer entre el 8% y el 11% del capital obtenido, según la experiencia de Armabex, uno de las entidades que ejercen como Asesor Registrado [97].

Además de los costes de incorporación, existe un coste de mantenimiento fijo de 6.000 euros al año, que incluye el servicio de mantenimiento de la emisora en el sistema de contratación electrónico del mercado, además del servicio de acceso a los medios de información (publicación de precios, volúmenes, anuncios en el Boletín de cotización y difusión automática de dicha información a medios de comunicación). A su vez, debe hacerse frente a una tarifa de ampliación de capital, en caso de que proceda, y a un canon por operaciones diarias liquidadas.

El Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la ENISA (Empresa Nacional de Innovación S.A.), ayuda a las empresas que lo soliciten a financiar su entrada al MAB. Comunidades Autónomas como Andalucía y Comunidad Valenciana disponen a su vez de programas para incentivar la salida a este mercado.

Las ventajas del MAB también van dirigidas a los inversores. Algunas Comunidades Autónomas (Madrid, Cataluña, Aragón y Galicia) permiten deducir en la cuota íntegra autonómica del IRPF el 20% de la inversión (15% en Galicia), hasta un máximo de 10.000 euros (4.000 en Galicia), y siempre que se mantenga la inversión durante 2 años (3 años en Galicia) y no se supere el 10% del capital social de la compañía [98].

Progresión del MAB

Desde su creación en 2008, el MAB para empresas en expansión ha tenido un progreso irregular en número de empresas y capitalización. La primera empresa en cotizar fue Zinkia, en julio de 2009, a la que siguió Imaginarium en diciembre de ese mismo año. Los resultados fueron más que satisfactorios al cierre de 2009, lo que supuso la entrada de nuevas empresas en 2010 (figura 4.1).

Sin embargo, de 2010 a 2012 el crecimiento del mercado alternativo fue muy discreto. El número de empresas cotizadas subió, pero los resultados no eran consecuentes en términos de capitalización (figura 4.2).

A comienzos de 2013, solo 47 millones se habían captado en ampliaciones de capital por parte de empresas cotizadas en el MAB [99]. Los malos resultados de algunas compañías han terminado desembocando en la presentación de concurso de acreedores y suspensión de cotización en el MAB: Negocio [100], Nostrum [101], Zinkia [102] o Bodaclick [103] son algunos de estos casos. Las dos primeras han sido incluso expulsadas del MAB por incumplimiento de varios de los requisitos que exige el mercado [104].

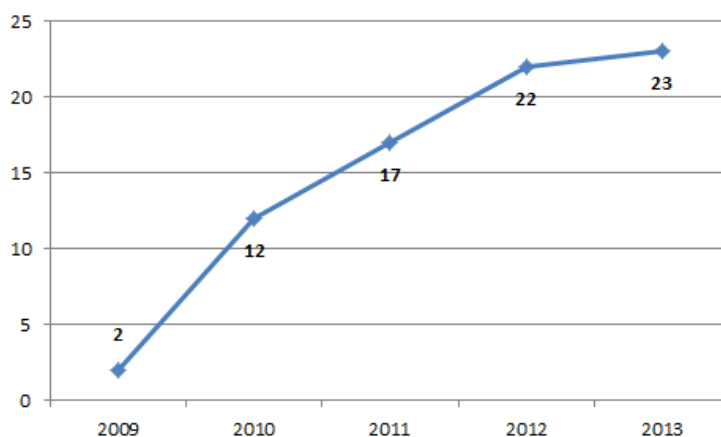


FIGURA 4.1: Evolución del número de empresas cotizadas en el MAB. Fuente: BME. Gráfico de elaboración propia.

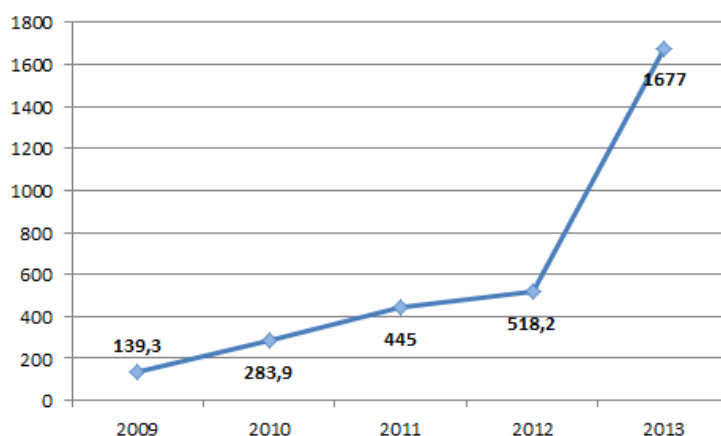


FIGURA 4.2: Evolución de la capitalización (en millones de euros) de empresas cotizadas en el MAB. Fuente: BME. Gráfico de elaboración propia.

A pesar de los malos resultados en algunos casos particulares, el crecimiento global del MAB en 2013 fue altamente positivo en comparación con los años anteriores. La capitalización se triplicó ese año, sobre todo impulsado por el incremento del 710% del valor de Carbures y el 485% del valor de Gowex [105]. Durante ese año, se captaron 45 millones de euros en financiación, un 12% más que el año anterior. Con esto, son ya más de 200 millones de euros los que las empresas del MAB han captado desde su creación, entre colocaciones y ampliaciones de capital [106].

En el Apéndice B puede encontrarse un listado de las empresas del MAB, con su precio de salida y su cotización a 15 de junio de 2014.

Comparativa internacional

Si comparamos los resultados del cierre de 2013 entre el MAB y otros mercados alternativos de referencia (tabla 4.1), vemos que España, a pesar del avance, se encuentra

aún muy lejos de países en los que la financiación a través de mercados es más madura.

Mercado alternativo	País	Empresas	Capitalización (M€)
AIM	Reino Unido	1087	92222
TSX Venture Exchange	Canadá	2442	25454
Entry Standard	Alemania	192	24503
Alternext	Francia, Bélgica, Países Bajos, Portugal	184	8325
MAB	España	23	1677
MAC	Italia	36	1127

TABLA 4.1: Comparativa del MAB con los principales mercados alternativos de valores internacionales a 31 de diciembre de 2013. Fuentes: London SE Group, TSX Group, Deutsche Börse, NYSE Euronext, BME, Borsa Italiana.

Reino Unido, con gran tradición bursátil, sitúa en el AIM, su mercado secundario creado en 1995, a 1.087 empresas que aglutinan un capital de más de 90.000 millones de euros. AIM otorga gran flexibilidad a las compañías que pasan a formar parte de este mercado secundario, favoreciendo su entrada y activando incentivos para el propio mercado y sus stakeholders (tabla 4.2). La figura del Asesor Registrado del MAB, existe igualmente como obligatoria en el AIM, bajo el nombre de Nominated Adviser.

El enfoque internacional que tiene AIM (cerca del 25 % de las empresas cotizadas son extranjeras, provenientes de Estados Unidos y otros países de Europa), hace de este el mercado alternativo más importante a nivel mundial.

AIM	London Stock Exchange
No existe capitalización mínima	700.000 libras de capitalización mínima
No hay requerimientos de existencia previa	3 años de registros de auditoría financiera
No hay mínimo de acciones en manos públicas	25 % mínimo de acciones en manos públicas

TABLA 4.2: Principales diferencias en los requisitos de AIM y London Stock Exchange. Fuente: London SE Group [107]

En 2005, se crearon el Entry Standard alemán y el Alternext francés. El éxito de estos mercados para pymes europeas y su carácter más acotado y nacional que el AIM los convierten en modelo a seguir por el MAB español. Diversas fuentes no dudan en reconocer a Alternext como el camino a seguir para obtener los objetivos buscados e incluso piensa en superar a Alternext en un futuro, teniendo en cuenta que el MAB surge también con foco hacia las empresas latinoamericanas [108].

Alternext, de origen francés, vio ampliado su radio de acción a Bélgica y Holanda en 2006 y a Portugal en 2011. Aunque no se goza de ventajas tan notorias como en el AIM, Alternext sigue ofreciendo condiciones de entrada más relajadas con respecto a su mercado principal correspondiente, el Euronext (tabla 4.3). La figura del Asesor Registrado sigue siendo obligatoria, bajo el nombre de Listing Sponsor.

La comparativa internacional de la tabla 4.1 se completa con la situación de los mercados alternativos de Canadá e Italia. Canadá, en ausencia de un mercado alternativo

Alternext	Euronext
2,5 millones de euros de capitalización mínima	15 millones de euros de capitalización mínima
2 años de registros de auditoría financiera	3 años de registros de auditoría financiera

TABLA 4.3: Principales diferencias en los requisitos de Alternext y Euronext. Fuente: Euronext [109]

en Estados Unidos, es el mayor referente fuera de Europa en este tipo de mercados y goza de gran madurez, ya que se cotiza en el TSX Venture Exchange desde 1999. Por su parte, el Mercato Alternativo di Capitale italiano se creó en 2008, al igual que el MAB, por lo que es una referencia válida de comparación con nuestro mercado. En este caso, a pesar de contar con menos empresas, el MAB posee mayor capitalización que el mercado italiano, impulsada en buena parte por la marcha de algunas compañías específicas que cotizan en España.

Futuro del MAB

Con el impulso de Carbures y Gowex, la capitalización del MAB se ha duplicado en el primer trimestre de 2014, hasta alcanzar los 3.530 millones de euros. Es obvio que estas dos compañías están disparando las estadísticas del mercado, pero excluyendo de los resultados estas dos empresas, en el primer trimestre de 2014 ya se ha cuadruplicado el volumen de negociación de 2013 [110].

El Gobierno Español estudia facilitar la entrada de empresas del MAB en el Mercado Continuo, contemplando una ley ascensor similar a la que ya existe en el AIM o Alternext [111]. El salto de Carbures y Gowex al Mercado Continuo, sin duda perjudicaría las excelentes estadísticas que está disfrutando el MAB desde 2013, pero este impulso serviría como motivación a las empresas que ya cotizan en el MAB y otras que plantean su entrada.

Además, el Gobierno está planteando facilitar también el camino inverso, llevando empresas de baja capitalización desde el Mercado Continuo, donde han perdido protagonismo, al MAB [112]. De esta forma, se ofrecería a empresas de capital menor a los 100 millones de euros continuar disfrutando de las ventajas de la renta variable, pero con condiciones más adecuadas a su tamaño.

Una vez que los peores años de la crisis económica están pasando, es momento de que el MAB se presente ante las pymes españolas como una alternativa real y al alcance de sus posibilidades. Carbures, Gowex, Ebyoss, Catenon o Ibercom son algunos claros ejemplos de éxito de cotización en nuestro mercado alternativo.

Si los inversores siguen adquiriendo confianza en este mercado, si se continúan impulsando desde el Estado beneficios fiscales para empresas e inversores y se sigue promocionando la inclusión de nuevas empresas, el MAB puede continuar con los avances de 2013 hacia una progresión similar a la de Alternext. Además, si se incentiva la entrada

de empresas latinoamericanas en nuestro mercado, el MAB puede ganar en presencia y prestigio y aportar beneficios también a las empresas españolas. La consideración del MAB como un mercado amplio, internacional, con prestigio y con buenos resultados, atraería cada vez a más empresas e inversores y a buen seguro se repetirían casos como los de Carbures o Gowex en el futuro.

4.2. Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

¿Qué es el MARF?

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se formó en octubre de 2013 con el objetivo de facilitar la emisión de títulos de renta fija a las pymes españolas. El MARF responde a las exigencias del Memorando de Entendimiento creado a partir del rescate bancario realizado a España en julio de 2012 (ver sección 1.2), en el que la Comisión Europea insta a España a estimular vías alternativas de financiación para las compañías nacionales, dada la fuerte dependencia del crédito bancario que existe en nuestro país.

El MARF se basa en la flexibilidad de acceso frente a los mercados oficiales regulados, al adoptar estructura jurídica de Sistema Multilateral de Negociación (SMN), como el Mercado Alternativo Bursátil (ver sección 4.1). El MARF aporta por tanto mayor agilidad a la hora de tramitar las emisiones, lo cual redundará en una simplificación de trámites y una reducción de costes para las empresas que se acogen a este sistema de financiación [113]. El MARF piensa en un perfil institucional como inversor objetivo, siendo el nominal unitario mínimo de 100.000 euros. Este mercado se encuentra integrado dentro de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y está supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Asimismo, el MARF está dirigido por AIAF Mercado de Renta Fija, S.A.U.

Hay requerimientos concretos a cumplir por las empresas que se decidan a emitir sus propios títulos [114]:

- Es requerido aportar toda la documentación inicial: acreditación de la existencia de la empresa, estatutos vigentes, acreditación de poderes de los firmantes, estados financieros auditados de los dos últimos ejercicios, solicitud de incorporación de los valores, documento informativo.
- Es necesario mantener actualizada la información continua de la emisión: estados financieros periódicos (anuales o intermedios), anuncio de hechos relevantes relacionados con el emisor y cualquier modificación o variación de los datos técnicos de la emisión (fechas, tipos de interés, reducciones en nominal, etc.).

- Debe contar con un Asesor Registrado. De forma análoga al MAB, el Asesor Registrado asiste a la empresa para llevar a cabo los preparativos de la emisión y hacerla realidad, así como para coordinar la documentación inicial necesaria y la información periódica a presentar por la compañía.
- Debe contar con un Informe de evaluación crediticia y de riesgo emitido por una agencia de rating homologada por el regulador europeo ESMA (European Securities and Markets Authority).

En cuanto a las características financieras del emisor, no hay restricciones concretas oficiales, pero el Gobierno Español puso el foco en su salida en empresas medianas, solventes y con cuenta de resultados saneada. Los expertos estiman que, en la práctica, las empresas deben cumplir al menos las siguientes condiciones para obtener rentabilidad a partir de estas emisiones [115]:

- EBITDA entre 12 millones y 400 millones de euros.
- Rating superior o igual a BB.
- Ratio Deuda / EBITDA menor que 4, siendo óptimo un ratio 3 (después de emisión).
- Cifra de negocio superior a los 50 millones de euros.

El MARF se concibe en principio para emisiones de pagarés y bonos de entre 10 millones y 50 millones de euros, con una rentabilidad media de entre el 7% y el 8% [115]. Además del pago implícito del cupón, las compañías que emitan títulos en el MARF deberán hacerse cargo de los siguientes costes:

- Comisión de dirección, aseguramiento y colocación, en su caso.
- Gastos de publicidad y asesoría legal, en su caso.
- Costes del Asesor Registrado.
- Costes de la agencia de Rating para la elaboración del Informe de evaluación crediticia y de riesgo.
- Costes del estudio del documento base informativo: para pagarés, el 0,025 por mil sobre el saldo vivo máximo establecido, con un mínimo de 2.000 euros y un máximo de 20.000 euros; para valores con vencimiento superior a 12 meses, el 0,025 por mil sobre el importe nominal de los valores a emitir, con un mínimo de 3.000 euros y un máximo de 20.000 euros [116].

- Costes de la incorporación de valores al MARF: para valores con vencimiento igual o inferior a 12 meses, el 0,005 por mil sobre el importe nominal de los valores incorporados, con un mínimo de 1.000 euros y un máximo de 20.000 euros para el conjunto de todas las incorporaciones realizadas con cargo al documento base informativo; para valores con vencimiento superior a 12 meses, el 0,025 por mil sobre el importe nominal de los valores incorporados, con un mínimo de 2.000 euros y un máximo de 20.000 euros [116].

Además, se establecen tarifas por mantenimiento de valores hasta su amortización final en el sistema de contratación electrónico y el acceso a los medios de información (publicación de precios, anuncios en el Boletín de cotización y la difusión de dicha información a medios de comunicación, webs y re-difusores de información). Esta tarifa de mantenimiento tiene un valor del 0,005 por mil sobre el importe nominal de los valores incorporados al MARF, con un mínimo de 2.000 euros y un máximo de 27.500 euros y es exigible desde el 1 de enero del año siguiente a la emisión (quedando excluidos valores con vencimiento igual o inferior a 12 meses). Igualmente, existen tarifas para cubrir una eventual exclusión de valores del mercado.

Los costes adicionales al propio pago del cupón pueden ascender al 2% o 3% para toda la vida de la emisión, según diversas fuentes [117, 118].

Para incentivar el uso del MARF por parte de las empresas, el Estado ha eliminado para las sociedades anónimas el límite de apalancamiento a través de bonos, siempre que las emisiones de dichos bonos vayan dirigidas a inversores cualificados. También se han flexibilizado las obligaciones de escritura pública, la inscripción en el Registro Mercantil, la publicidad y el alta en el registro de anotaciones en cuenta [119].

Desde el punto de vista del inversor, en el Real Decreto 633/2013 [120], de 2 de agosto, se modificó el Reglamento del Impuesto de Sociedades para equiparar el tratamiento que reciben las rentas obtenidas por los inversores en el MARF a las obtenidas en mercados secundarios oficiales. Con esto, se consigue eliminar la obligación de retención a la que tendrían que haber sido sometidos los beneficios obtenidos en el MARF. Además, se ha modificado la normativa de seguros privados y fondos de pensiones para que este tipo de entidades puedan invertir en estos mercados y las inversiones sean aptas para la cobertura de provisiones técnicas en el caso de los seguros [119].

Progresión del MARF

El MARF cuenta en junio de 2014 con cuatro empresas emitiendo títulos, entre bonos y pagarés de empresa.

La primera en lanzarse a este mercado alternativo fue la constructora Copasa. En diciembre de 2013, Copasa cerró la emisión de 50 millones de euros, a 5 años de vencimiento, en la que ofrece un cupón de 7,5%. La agencia española Axesor, otorgó a la emisión un rating de BB con tendencia positiva [121].

No ha sido hasta abril de 2014 cuando una segunda empresa ha pasado a formar parte de las emisiones del MARF. En este caso, la consultora TecnoCom emitió 35 millones de euros, con un cupón de 6,5% y con vencimiento, como en el caso de Copasa, de 5 años. La emisión obtuvo un rating de BB+ por parte de Axesor y un rating de BB de Scope Corporation, ambos con perspectiva estable [122].

En el mismo mes que Telecom, tan solo unos días después, la empresa de ingeniería bilbaína Elecnor anunció la emisión en el MARF de hasta 100 millones de euros en pagarés de empresa [123]. También se ha unido en junio de 2014 la emisión de hasta 29,9 millones por parte de la industrial vasca Tubacex [124]. En estos dos últimos casos, al tratarse de emisiones a corto plazo, de menos de un año, no fue necesaria la calificación de una agencia de rating, pero sí la certificación de solvencia de los emisores.

La vida del MARF es muy corta para evaluar la adecuación o no de este mercado a las necesidades financieras de las empresas españolas. Si bien es cierto que las emisiones producidas en estos meses de vida han sido pocas, las dos empresas que se han lanzado a las emisiones de bonos, como son Copasa y TecnoCom, no dudan en dar como positivo su acceso al mercado para financiarse [125, 126].

En el caso de la constructora Copasa, la empresa acude al MARF para obtener financiación extra a la ya conseguida a través del crédito bancario. La compañía gallega cuenta entre sus proyectos más importantes en el corto plazo con el tren de alta velocidad de Medina a La Meca, la circunvalación de São Paulo o el paseo olímpico de Rio de Janeiro y busca mayor financiación para seguir expandiendo su presencia internacional.

Por su lado, TecnoCom busca en el MARF diversificar riesgo. Con unos ingresos en continua mejora y en plena expansión por Latinoamérica, la deuda de TecnoCom no es grande y podría sostenerse con el crédito bancario. Sin embargo, TecnoCom ha visto en el MARF la posibilidad de distribuirla hacia otras fuentes de financiación, sin la necesidad de acudir a mercados high yield, pues sus necesidades de endeudamiento no son elevadas. A partir de su emisión, el 60% de la financiación se realizará en el mercado y el 40% a través de los bancos. TecnoCom no busca mejorar el coste de su deuda, ya que los tipos en los préstamos bancarios en los que suele entrar son inferiores al 6,5% del cupón de sus emisiones, en palabras de su consejero delegado Javier Martín, pero sí espera obtener estabilidad de esa deuda, gracias a los plazos más largos y, a su vez, visibilidad para la empresa.

El volumen de negociación no está siendo alto en estos meses de vida de los bonos de Copasa y TecnoCom. Las emisiones de los segundos cotizan al valor nominal, mientras que los primeros lo hacen con un precio del 99,05% a fecha 30 de abril de 2014.

La tabla de empresas con emisiones en el MARF a 15 de junio de 2014 puede consultarse en el Apéndice C.

Comparativa internacional

El MARF, con escasos meses de vida, tiene varios referentes internacionales que pueden ser tomados como modelo. En la tabla 4.4 se compara el número de nuevas emisiones y el volumen¹² de las mismas en los principales mercados alternativos de renta fija.

Mercado alternativo	País	Emisiones	Volumen (M€)
Nordic ABM	Noruega	337	14351
Mid-Cap Bond Market	Alemania	44	2880
ExtraMOT PRO	Italia	32	2674
ORB	Reino Unido	8	871
Alternext	Francia, Bélgica, Países Bajos, Portugal	15	434
MARF	España	1	50

TABLA 4.4: Comparativa del MARF con los principales mercados alternativos de renta fija internacionales en número de emisiones y volumen emitido en 2013. Fuentes: Oslo Børs, Deutsche Börse, Borsa Italiana, London SE Group, NYSE Euronext, BME.

Nordic ABM, encuadrado en la Oslo Børs, es el mercado alternativo de renta fija pionero y un referente internacional. Desde su creación en 2005, ha ido madurando hasta superar las 1.000 emisiones listadas en abril de 2014 (figura 4.3). El Nordic ABM se divide en dos submercados:

- Nordic ABM Retail, con inversores particulares e institucionales, y valor nominal inferior a 500.000 coronas.
- Nordic ABM Professional, con inversores institucionales, con valor nominal superior a 500.000 coronas.

Nordic ABM ofrece simplicidad a las empresas que decidan emitir su deuda en este mercado, relajando las condiciones de admisión con respecto al acceso al mercado principal de renta variable de Oslo Børs. Sin embargo, las obligaciones de información a los que se ven sometidos los emisores son muy similares a las que se tiene en el mercado principal, aunque en el Nordic ABM no es obligatorio aplicar las normas contables NIIF [127].

El modelo de Alemania es citado también en diversas fuentes como la principal referencia para el nuevo mercado español [115]. El Mid-Cap Bond Market engloba segmentos alternativos de renta fija lanzados por diversas bolsas regionales alemanas a

¹En el caso de Nordic ABM y Alternext se muestra el volumen en millones de euros tanto de emisiones nuevas como ampliaciones de emisiones existentes, por falta de datos segregados.

²En el caso de Mid-Cap Bond Market se muestra un volumen en millones de euros a noviembre de 2013, por falta de datos finales del año.

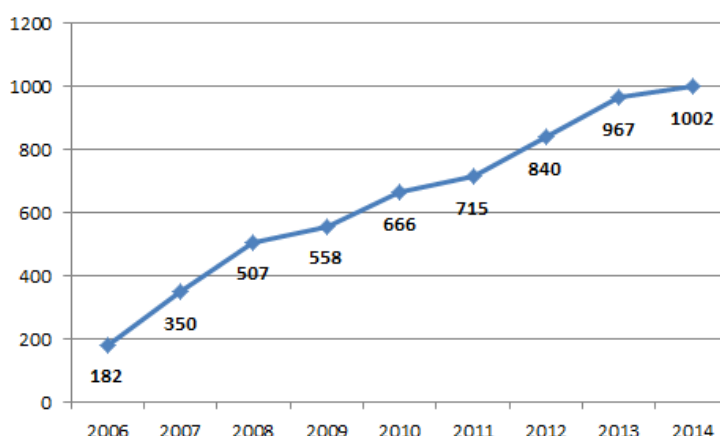


FIGURA 4.3: Evolución del número de emisiones vivas listadas en Nordic ABM, entre sus segmentos Retail y Professional [128]. Gráfico de elaboración propia.

partir de 2010 (m:access en Munich; Mittelstandsmarket en Dusseldorf; Mittelstandsbourse en Hamburgo-Hannover; y Bondm en Stuttgart, siendo este último el más representativo desde su creación en 2010) y también segmentos de otras bolsas donde las pymes pueden emitir su deuda (Entry Standard, Open Market y Prime Standard en Frankfurt).

El MARF nace como reflejo del Bondm: mercado no oficial regulado, especial importancia de la transparencia del emisor, requisitos mínimos financieros y documentales para emitir la deuda y la obligatoriedad de un Bondm-Coach (similar al Asesor Registrado del MARF) y de un rating emitido por una agencia certificada [129].

En noviembre de 2013, el Mid-Cap Bond Market alemán en conjunto había puesto ya en circulación 147 emisiones con un volumen total de más de 7.600 millones de euros. A pesar de que el número de emisiones sigue subiendo año tras año, no lo hace al nivel que se podría esperar de un mercado como el alemán. La confianza de los inversores se está viendo perjudicada por la declaración de insolvencia de 9 emisores a fecha noviembre de 2013, lo que suponía un 7,4 % de los emisores totales en el Mid-Cap Bond Market. También ha habido revisiones a la baja de las certificaciones por parte de las agencias de rating, bajando del rating mínimo de B recomendable en la entrada al mercado (figura 4.4).

El mercado alternativo alemán, a medida que ha ido adquiriendo madurez, ha ido dando cabida a empresas más pequeñas, disminuyendo el volumen medio de emisión en el Mid-Cap Bond Market. Con la entrada de pequeñas empresas, el riesgo inevitablemente ha aumentado y esto se ha traducido en una disminución del porcentaje colocado con éxito sobre el total del volumen de emisiones, que en 2013 bajó a un 86,8 % desde el 94,6 % del año anterior (figura 4.5).

Aun así, el Mid-Cap Bond Market en general y el Bondm en particular es uno de los principales modelos en los que se mira el MARF para crecer, aspirando a alcanzar ni-

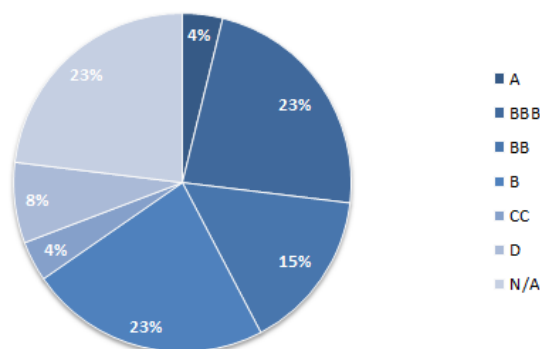


FIGURA 4.4: Distribución de emisores en el Bondm Stuttgart por rating. Fuente: Stuttgart Börse. Gráfico de elaboración propia.

veles de emisión similares a los de Alemania para poder hacer despegar el MARF en España.

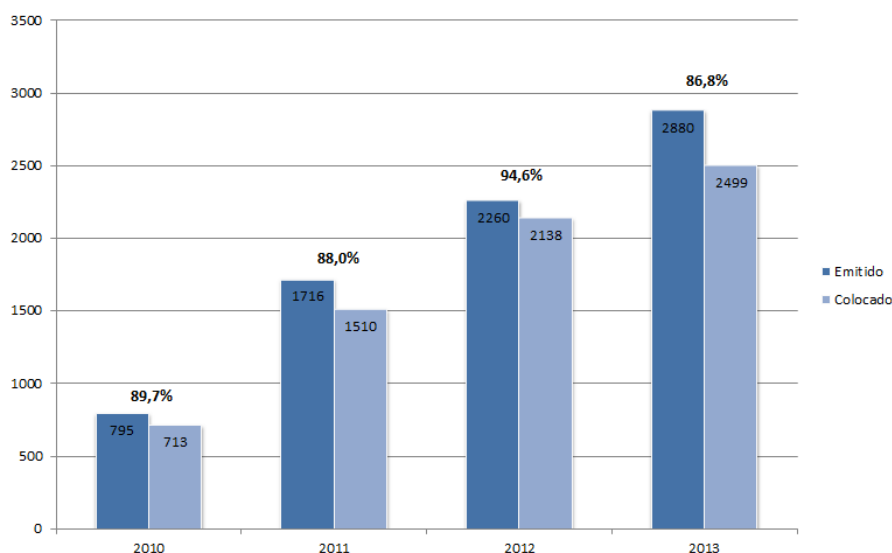


FIGURA 4.5: Evolución del porcentaje colocado sobre las emisiones (en millones de euros) del Mid-cap Bond Market alemán. Fuente: IKB Deutsche Industriebank [130]. Gráfico de elaboración propia.

En Italia, se desarrolla el ExtraMOT PRO, el segmento profesional de ExtraMOT dedicado a emisiones privadas, en especial las de pequeñas y medianas empresas, dadas sus características flexibles y de coste reducido. Desde su creación en febrero de 2013, la evolución del ExtraMOT PRO ha sido más que notable, contando en abril de 2014 con 47 emisiones vivas listadas [131]. Las pymes italianas han podido encontrar en este mercado una vía de escape a la crisis crediticia que ha vivido el país en los últimos años, muy impulsados por los bajos precios de este mercado (2.500 euros por listado [132]). Se presenta como una referencia a seguir por el MARE, pues comparten la característica común de que sólo se admiten inversores institucionales.

Francia, por su parte, creó en 2012 un segmento de renta fija en Alternext, el mercado para pequeñas y medianas empresas del país galo, con inversores tanto particulares

como institucionales. A pesar de la buena marcha del segmento de renta variable de Alternext, el mercado de bonos no termina de consagrarse como una referencia internacional. El año 2013 se saldó con 15 emisiones que suponían un volumen de 434 millones de euros, aunque solo dos de esas emisiones fueron nuevas.

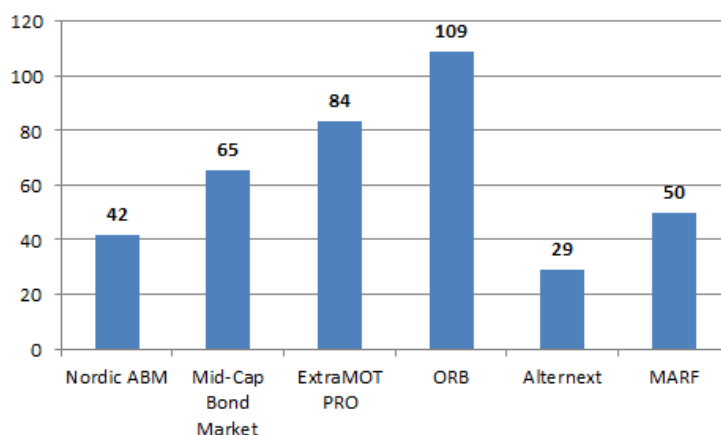


FIGURA 4.6: Comparativa del volumen medio (en millones de euros) por emisión entre los principales mercados alternativos de renta fija. Fuentes: Oslo Børs, Deutsche Börse, Borsa Italiana, London SE Group, BME, NYSE Euronext. Gráfico de elaboración propia.

En Reino Unido existe el ORB (Order book for Retail Bonds) desde 2010, un segmento de renta fija destinado a inversores retail, para extender a todo el público la posibilidad de inversión en deuda corporativa, con nominales unitarios máximos de 1.000 libras.

La posibilidad de emitir volúmenes más pequeños hace pensar en principio en una vía de financiación para empresas medianas, pero en la práctica el ORB está siendo utilizado por emisiones de grandes empresas como Tesco, National Grid o Lloyds TSB Bank. En 2013, el volumen medio de emisión en el ORB fue de 109 millones de euros, muy por encima de los mercados alternativos de renta fija que se han visto en esta sección (figura 4.6). Esta es una de las principales críticas hacia el ORB, que, además de para acercar a los inversores particulares la renta fija corporativa, debía surgir en teoría para ayudar a las pymes a encontrar una vía alternativa de financiación. Sin embargo, no está siendo capaz de dar respuesta a las necesidades de financiación de empresas con menos recursos [133].

Por último, a pesar de no ser un mercado surgido con las mismas motivaciones y las mismas características del MARE, cabe destacar, por su tradición financiera en los mercados, el caso de Estados Unidos y su mercado USPP (US Private Placement). En estos mercados de renta fija, las emisiones de deuda no son públicas, sino que se dirigen a una selección de inversores privados, mayoritariamente compañías aseguradoras. Los requerimientos flexibles que exigen estas colocaciones privadas, atraen no solo a empresas norteamericanas, sino a compañías europeas en busca de financiación. El 35% de las colocaciones en el mercado USPP durante 2012 fueron llevadas a cabo por firmas europeas, de las que más de la mitad eran de Reino Unido [134]. Ese año de 2012

fue precisamente el que registró los mayores volúmenes de emisión de este mercado, con más de 53.000 millones de dólares [135].

La flexibilidad del mercado USPP permite emitir volúmenes desde los 15 millones hasta los 1.500 millones de dólares, con vencimientos desde los 3 a los 30 años. Esta flexibilidad en el tamaño de las emisiones permite que las colocaciones privadas se conviertan en un referente más para la renta fija internacional. Aunque, sin embargo, como en el caso del ORB inglés, son empresas grandes, con fuerte solvencia económica, las que acuden en la práctica a estos mercados.

Futuro del MARF

El MARF es aún joven para poder sacar conclusiones. El devenir de las cuatro compañías que han decidido tomar el MARF como fuente alternativa de financiación (Copasa, Tecnocom, Elecnor y Tubacex) será clave para que empresas e inversores decidan dar también su confianza a este mercado. Otras empresas parecen ir mostrando interés en el nuevo mercado, como es el caso del gigante de infraestructuras Ferroviaria, para la financiación de proyectos [136], o Audax, la comercializadora de electricidad catalana, que parece que durante 2014 puede realizar una emisión de alrededor de 25 millones para sus planes de expansión [137]. Se espera un impulso importante al MARF en 2014.

A nuestro alrededor, en Europa, existen ejemplos claros de que el mercado alternativo para pymes puede prosperar. Alemania e Italia deben ser tomadas como referencias de que es posible acercar el mercado de deuda a este tipo de empresas.

En el arranque del MARF, se calculó que entre 700 y 800 empresas españolas cumplían con las especificaciones recomendadas y serían potenciales emisores en el MARF. Axesor restringía más este número, hasta las 100 empresas [115], incidiendo en que es un mercado que tiene que transmitir confianza y, para ello, dará cabida a empresas buscando fondos para crecer y expansionarse y no para salvar problemas de liquidez coyunturales. Entre las 100 candidatas que propone Axesor para estos inicios del MARF, dos tercios responderían a un rating BB (riesgo de default por debajo del 2% aproximadamente), mientras que prácticamente el otro tercio se correspondería con un rating BBB (riesgo de default por debajo del 1% aproximadamente).

La rentabilidad debe ser uno de los principales argumentos para convencer a inversores. Atendiendo a los ratings estimados para las potenciales entradas en el mercado alternativo (figura 4.7), Axesor estimaba en la puesta en marcha una rentabilidad media de 6,86% en las emisiones del MARF, tomando como referencia los tipos de comienzos de 2013. Si bien, a medida que el mercado madure y adquiera confianza y liquidez, se esperan modificaciones a la baja en las rentabilidades, por el momento las emisiones de Copasa y Tecnocom hacen una media del 7% en los primeros meses de vida del mercado. Frente a otras opciones de inversión en renta fija en España, la rentabilidad del MARF es muy elevada según la comparación realizada por Axesor con cálculos de

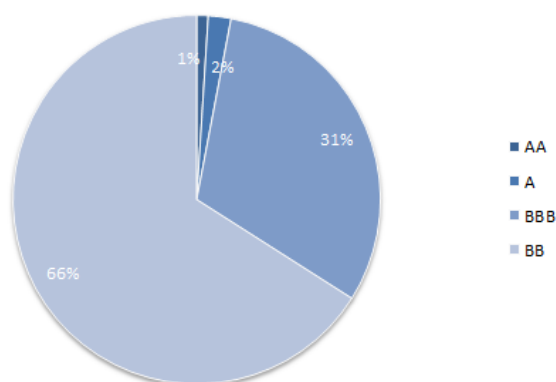


FIGURA 4.7: Distribución de potenciales emisores del MARF por rating. Fuente: Axesor [115]. Gráfico de elaboración propia.

comienzos de 2013. La tabla 4.5 muestra, como ejemplo, una comparación de la rentabilidad de inversiones a 5 años.

Opción de inversión	Rentabilidad
MARF	6,86 %
Deuda pública	2,84 %
AIAF	2,75 %
Fondos de inversión	1,98 %
Planes de pensiones	1,95 %

TABLA 4.5: Comparativa de las rentabilidades del MARF y otras opciones de inversión de Renta Fija en España a 5 años. Fuente: Axesor [115].

Es de esperar que, a tenor de lo ocurrido en los referentes internacionales, a medida que el MARF adquiera madurez, se vaya dando cabida en el mercado a empresas más pequeñas, a las que ahora quedan demasiado grandes los niveles mínimos de emisión, que rondan los 10 millones de euros para ser eficientes en costes. El crecimiento del MARF será siempre positivo mientras no se pierda de vista la seguridad que debe aportar el emisor al inversor y los niveles mínimos de solvencia exigibles.

En una encuesta realizada por D&B en noviembre de 2011, un mes después de la puesta en marcha, el 98% de las empresas potenciales descartan el MARF por falta de información [138]. Por lo tanto, la comunicación debe ser importante hacia empresa e inversor objetivo, sobre todo en estos primeros meses de vida. Es necesario saber transmitir las bondades del mercado y qué ventajas puede aportar a las pymes españolas frente a otras alternativas. Algo similar ocurriría con los inversores, por lo que la información del mercado debe fluir también hacia este lado.

Por último, cabe citar como una de las potenciales vías de crecimiento del MARF la existencia de incentivos fiscales, tanto para empresas como para inversores. De momento, se ha conseguido modificar el Reglamento del Impuesto de Sociedades para que las rentas obtenidas por los inversores en este mercado no esté sujeta a retenciones. Sin embargo, varias voces se han alzado para reclamar mayores incentivos [139].

Al igual que ocurre en el MAB (ver sección 4.1), donde diversas Comunidades Autónomas han impulsado medidas para hacer más atractivo el acceso al mercado, ayudaría al desarrollo del MARF la puesta en marcha de ayudas o beneficios fiscales por parte de las instituciones públicas.

Estos incentivos fiscales son necesarios para competir con otros mercados europeos en los que las empresas españolas han depositado su confianza en los últimos años para realizar sus emisiones. Más de 61.000 millones de euros han sido emitidos por empresas españolas en el extranjero, centrándose el 34% en países con mayores beneficios fiscales como Luxemburgo, Holanda y, sobre todo, Irlanda, que se ha convertido en uno de los destinos preferidos de las compañías de nuestro país [140].

Capítulo 5

FINANCIACIÓN PÚBLICA

¿Qué financiación pública existe en España?

El ICO (Instituto de Crédito Oficial) es un banco público adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad de España [141]. Su creación se remonta a 1971 y ha sufrido varias transformaciones hasta su actual naturaleza jurídica de Entidad de Crédito y su consideración de Agencia Financiera del Estado. El ICO tiene autonomía de gestión y se financia en mercados nacionales e internacionales, con la garantía directa el Estado Español.

ICO, además de actuar como entidad individual, tiene participaciones en varias sociedades que apoyan la financiación empresarial española:

- **Axis:** Sociedad gestora de capital riesgo constituida en 1986 y que actualmente gestiona los fondos FOND-ICO pyme, FOND-ICO infraestructuras y FOND-ICO Global. Este último promueve la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada para realizar inversiones en empresas españolas en fase de desarrollo (ver sección 2.1).
- **CERSA (Compañía Española de Reafianzamiento):** Desarrolla principalmente una actividad de reafianzamiento de las operaciones formalizadas por las sociedades de garantía recíproca.
- **COFIDES (Compañía Española de Financiación del Desarrollo):** Desde 1988 apoya financieramente proyectos privados viables en países emergentes o en desarrollo en los que exista algún tipo de interés español.
- **FEI (Fondo Europeo de Inversiones):** Su mayor accionista es el Banco Europeo de Inversiones y desde su creación en 1994 otorga financiación de capital riesgo a pequeñas y medianas empresas europeas, además de servir de garantía a las entidades financieras que realizan préstamos a estas.

El ICO pone a la disposición de las empresas españolas distintas líneas de financiación que tramita a través de la mediación de entidades privadas de crédito (figura 5.1). La empresa acude a la entidad de crédito privada, que es la que se encarga de evaluar el proyecto y decidir la concesión o no de la financiación. Por su parte, el ICO aporta la financiación total del préstamo. La entidad de crédito privada mediadora responde ante el ICO, asumiendo el riesgo de impago, por lo que es quien establece la exigencia de garantías al cliente final.

Las líneas ICO de 2014 para pymes y autónomos son [142]:

- ICO Empresas y Emprendedores 2014: Hasta 10 millones de euros, para entidades españolas o extranjeras, para gastos en circulante o inversiones productivas dentro del territorio nacional.
- ICO Garantía SGR/SAECA 2014: Hasta 1,5 millones de euros, para entidades que cuenten con el aval de una SGR (Sociedad de Garantía Recíproca) o de la SAECA (Sociedad Anónima Estatal de Caución), para gestión de circulante o inversiones dentro del país.
- ICO Internacional 2014: Hasta 10 millones de euros o su equivalente en dólares, para empresas españolas o domiciliadas en el extranjero que cuenten con mayoría de capital español, para gastos en circulante o inversiones productivas fuera del territorio nacional.
- ICO Exportadores Corto plazo: Hasta 10 millones de euros, para entidades españolas, para anticipo de facturas con vencimiento no superior a 180 días.
- ICO Exportadores Medio y Largo plazo: Hasta 25 millones de euros o su valor en dólares, para empresas españolas o extranjeras, para la compra o venta de bienes o servicios de su actividad exportadora con aplazamiento de pago.

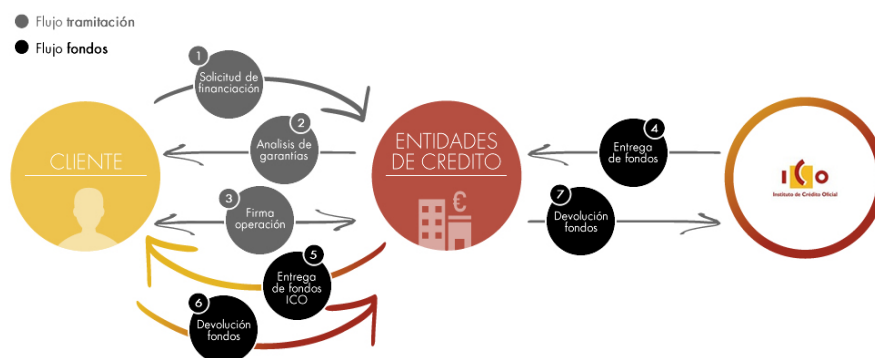


FIGURA 5.1: Esquema del funcionamiento de las líneas ICO. Fuente: ICO [141]

ENISA (Empresa Nacional de Innovación S.A.) es una empresa pública española, dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, que enfoca sus objetivos a la financiación de la pequeña y mediana empresa de nuestro país desde 1982 [46].

Además de colaborar con participaciones directas en entidades de capital riesgo y co-financiar con ellas y con business angels distintos proyectos emprendedores, ENISA cuenta con varias líneas de financiación a través de préstamos participativos, que se tramitan directamente, sin mediación de otras entidades y sin necesidad de garantías.

Los préstamos participativos son un tipo de deuda subordinada en los que la entidad prestamista (en este caso ENISA) percibe un interés variable, en función de la evolución del negocio de la empresa prestataria. Esa evolución de la empresa solicitante puede medirse en beneficio neto, volumen de negocio, patrimonio total o cualquier otro indicador que negocien ambas partes. Además de este interés variable, se puede marcar un interés fijo adicional [143].

Las cinco líneas de préstamos participativos de ENISA son:

- Línea ENISA Jóvenes Emprendedores: Para empresas con menos de dos años de vida, creadas por menores de 40 años, con un mínimo de 25.000 euros y un máximo de 75.000 euros. Tipo de interés en dos tramos, uno variable en función del Euribor y otro variable en función de la rentabilidad de la empresa.
- Línea ENISA Emprendedores: Para empresas con menos de dos años de vida, con un mínimo de 25.000 euros y un máximo de 75.000 euros. Tipo de interés en dos tramos, igual que en el caso anterior, pero con porcentajes superiores.
- Línea ENISA Competitividad: Para empresas que buscan crecimiento y mejoras competitivas, con un mínimo de 25.000 euros y un máximo de 100.000 euros. Con intereses similares a la línea de emprendedores, pero con vencimientos y carencias mayores.
- Línea ENISA Mercados alternativos: Para empresas que buscan expandirse en el MAB (ver sección 4.1) o en el MARF (ver sección 4.2), con un mínimo de 300.000 y un máximo de 1,5 millón de euros.
- Línea ENISA Fusiones y adquisiciones: Para empresas que contemplan una operación societaria para obtener ventaja competitiva, con un mínimo de 300.000 euros y un máximo de 1,5 millones de euros.

Progresión de la financiación pública en España

Los préstamos concedidos por ICO a través del sistema de mediación, dirigidos a pequeñas y medianas empresas, experimentaron un fuerte impulso en los peores años de crisis, con subidas muy pronunciadas en 2009 y 2010 (figura 5.2). La progresión se ha cortado sin embargo en los años posteriores, según el banco público, por la baja demanda experimentada [144].

Los 11.511 millones de euros formalizados en préstamos por ICO en 2012 suponen una cantidad muy elevada cuando se compara, por ejemplo, con las inversiones en capital riesgo en España, superando en varias veces los volúmenes anuales típicos de este tipo de inversión. Sin embargo, cabe citar que más de la mitad de los préstamos (6.775 millones de euros) se concedieron bajo la línea ICO-Liquidez 2012 para financiar el circulante, por lo que se trata más de una financiación operativa que estructural. La línea ICO-Inversión 2012 repartió 4.175 millones de euros, mientras que las líneas ICO-Internacionalización 2012 e ICO-Emprendedores 2012 formalizaron únicamente 231 y 141 millones de euros respectivamente (tabla 5.1).

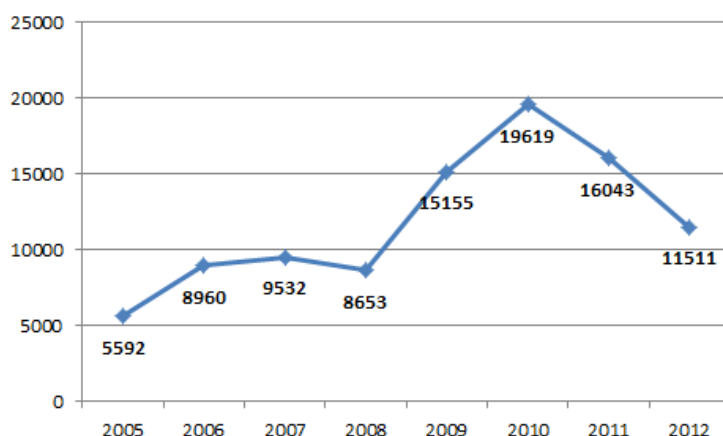


FIGURA 5.2: Evolución del volumen (en millones de euros) de préstamos con mediación hacia pymes formalizados por ICO. Fuente: ICO [144]. Gráfico de elaboración propia.

Línea ICO	Número de operaciones	Volumen
ICO-Liquidez 2012	89741	6775
ICO-Inversión 2012	65728	4175
ICO-Internacionalización 2012	462	231
ICO-Emprendedores 2012	4261	141
Resto	1883	189

TABLA 5.1: Distribución de los préstamos formalizados por ICO en 2012 entre las distintas líneas de mediación. Fuente: ICO [144].

Los volúmenes que ENISA formaliza para sus préstamos participativos son mucho menores que los manejados por el ICO, pero tienen un foco total hacia la pequeña y mediana empresa. El 61,5% de las operaciones de 2012 se llevaron a cabo con empresas de menos de 10 empleados y en el 60,5% del total la empresa tenía una antigüedad menor de 4 años [145].

El presupuesto destinado a estos préstamos participativos ha ido creciendo año tras año, hasta situarse en los casi 100 millones de euros de 2012 (figura 5.3). Desde 1995, los préstamos de ENISA han aportado 469.6 millones de euros a las empresas españolas, lo que ha supuesto una inversión inducida de más de 3.138 millones de euros, teniendo

en cuenta las colaboraciones que mantiene ENISA con un gran número de entidades públicas y privadas.

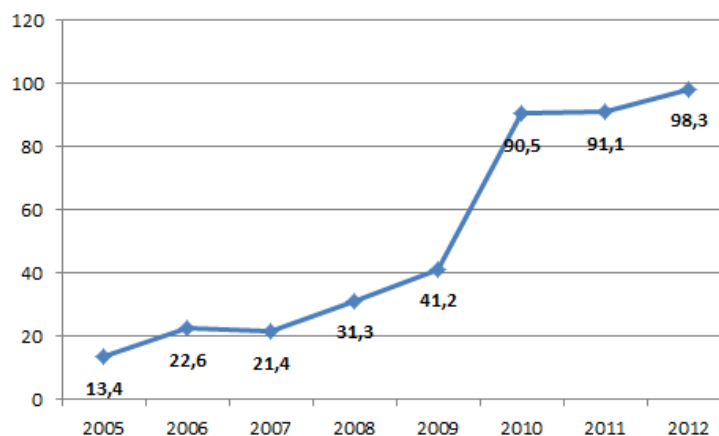


FIGURA 5.3: Evolución del volumen (en millones de euros) de préstamos participativos hacia pymes formalizados por ENISA. Fuente: ENISA [145]. Gráfico de elaboración propia.

Comparativa internacional

El papel del ICO como entidad pública de crédito para pequeñas y medianas empresas en España tiene sus equivalentes en varios países europeos. NEFI (Network of European Financial Institutions for Small and Medium Sized Enterprises) es la red que conecta a este tipo de instituciones públicas procedentes de 16 países europeos (tabla 5.2).

El KfW Bankengruppe alemán es una referencia en este tipo de instituciones. Propiedad en un 80% del Gobierno alemán y en un 20% por los estados federados alemanes, entre sus distintos segmentos de acción realizó operaciones por un valor de 73.400 millones de euros en 2012. El segmento dedicado a los préstamos a largo plazo para pequeñas y medianas empresas y a la protección del medioambiente es uno de los más activos, con un volumen total de 24.100 millones de euros en 2012 [146].

Las entidades de crédito públicas asociadas en NEFI, suelen tener programas de colaboración con el EIB (European Investment Bank) o entre ellas mismas. Como ejemplo, los dos préstamos recibidos por el ICO entre noviembre de 2013 y mayo de 2014 por parte del EIB para apoyar la financiación de pymes españolas [147] o el préstamo de 200 millones de euros concedido por KfW Bankengruppe también al ICO en diciembre de 2013 [148].

Futuro de la financiación pública en España

El desarrollo de una nueva vía de financiación para las empresas españolas es siempre un motivo de satisfacción, pero en el caso de los préstamos ICO surgen demasiadas

País	Entidad
Alemania	KfW Bankengruppe
Austria	Austria Wirtschaftsservice
Bulgaria	Bulgarian Development Bank
Croacia	Croatian Bank for Reconstruction and Development
Eslovaquia	Slovak Guarantee and Development Bank
Eslovenia	SID Bank
Estonia	Fund KredEx
España	Instituto de Crédito Oficial
Finlandia	Finnvera
Francia	Bpifrance
Hungría	Hungarian Development Bank
Letonia	Latvian Development Financial Institution Altum
Luxemburgo	Société Nationale de Crédit et d'Investissement
Polonia	Bank Gospodarstwa Krajowego
República Checa	Czech-Moravian Guarantee and Development Bank
Suecia	Almi Företagspartner

TABLA 5.2: Listado de las entidades pertenecientes a la Network of European Financial Institutions for Small and Medium Sized Enterprises. Fuente: NEFI .

críticas alrededor. Críticas que van desde la escasa organización y falta de coordinación entre la propia entidad pública y las entidades privadas asociadas [149] al escaso ratio del 7% de aprobaciones del préstamo [150].

Los volúmenes prestados han descendido en los últimos años y el ICO lo achaca a una disminución de la demanda. En 2012 únicamente 11.511 millones de euros fueron captados por las empresas solicitantes, a pesar de que la línea de financiación del ICO de ese año ascendía hasta los 22.000 millones de euros [151].

Es la entidad de crédito privada mediadora la que estudia el negocio y toma la decisión de concesión o no del crédito de fondos públicos. El hecho de que la entidad de crédito privada mediadora sea a su vez la que asume el riesgo de impago del cliente final, hace que en la práctica los bancos exijan los mismos requisitos a las empresas para otorgarles el préstamo ICO público que para aceptarles un crédito propio bancario. Por lo tanto, en la gran mayoría de las ocasiones, como indican las estadísticas, las ayudas públicas se quedan en el camino y no llegan hasta las empresas que lo necesitan. Esto explica que más del 46% de los fondos previstos para el año 2012 se quedaran sin repartir.

En estos términos, podría pensarse que la eliminación de la mediación por parte de los bancos privados podría mejorar el ratio de concesión, pero ya existe un claro precedente fallido con la línea ICO-Directo, creada en 2010 y cancelada en 2012. En esta línea, las pymes acudían directamente al ICO para la aprobación de sus préstamos, saltando la barrera mediadora. Los porcentajes de préstamos aprobados fueron muy

bajos y disminuyeron aún más a medida que la morosidad iba creciendo entre los empresarios que mantenían un préstamo, incluso por debajo de los ratios de las líneas de mediación. A finales de 2013, la línea ICO-Directo arrastraba una mora del 40 %.

Por todo ello, la esperanza de muchos empresarios se enfoca más hacia los préstamos participativos como el de ENISA. En estos préstamos, no existe entidad mediadora privada que decida sobre la concesión, que se realiza sin necesidad de garantías y con cálculo de intereses en función de la progresión del negocio. Entidades como Cofides, participada por el propio ICO, también ofrecen este tipo de préstamos. Sin embargo, el volumen presupuestario de estas entidades para aportar crédito es insuficiente para dar cobertura a las necesidades de financiación de las empresas españolas.

El futuro de la financiación pública en España es por tanto incierto. Con los volúmenes de préstamos ICO disminuyendo en los últimos años, se necesitan soluciones para evitar que la desconfianza de la banca privada prive a los empresarios de recibir fondos públicos de los que son destinatarios en primera instancia. Es preciso encontrar medidas que mitiguen el riesgo de las entidades de crédito privadas para favorecer y estimular el crecimiento en las concesiones.

Por otro lado, es conveniente estudiar el progreso de los préstamos participativos gestionados por ENISA. En caso de ver en este tipo de préstamos posibilidades reales de crecimiento sostenible, podría plantearse esta vía como alternativa factible y funcional, aumentando con fondos públicos las concesiones otorgadas por ENISA o entidades similares.

Capítulo 6

OTRAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

6.1. Crowdfunding

¿Qué es el crowdfunding?

El crowdfunding se ha postulado como una de las fuentes de financiación más innovadoras y con mayor progresión de los últimos años. Se basa en la financiación colectiva o en masa, usualmente a través de plataformas on-line.

Surgido inicialmente para financiar especialmente proyectos culturales, medioambientales o benéficos, el crowdfunding se ha abierto en los últimos años a la financiación de empresas, impulsado por los cambios legislativos que se están produciendo en varios países para comenzar su normalización.

Existen cuatro tipos de crowdfunding según el retorno que recibe el inversor [152]:

- **Crowdfunding basado en donativos:** El inversor realiza la contribución como donativo y no espera ningún tipo de retorno material a cambio. Es el utilizado en causas sociales benéficas. Algunas plataformas importantes de este tipo son Razoo o Donors Choose.
- **Crowdfunding basado en recompensas:** La inversión va encaminada a realizar una compra anticipada del producto o servicio que se financia. Las plataformas más conocidas de este tipo son Kickstarter, que ayudó a financiar el reloj Pebble, o Indiegogo, que hizo lo propio con el teléfono Ubuntu Edge.
- **Equity crowdfunding:** Las contribuciones van encaminadas a realizar inversiones en capital de la empresa. Por lo tanto, se reciben parte de los beneficios en caso de que la marcha de la empresa sea exitosa. En este tipo de crowdfunding se encuadran plataformas como Seedrs, CrowdCube y AngelList.

- Crowdlending o peer-to-business lending: El inversor realiza un préstamo a una empresa, esperando un retorno en forma de interés. Las plataformas más destacadas de este tipo son Zopa, Lending Club y Prosper.

Progresión del crowdfunding en España

España se encuentra inmersa en estos momentos en la preparación de una Ley de fomento de la financiación empresarial, en la que se comenzará a regular el equity crowdfunding y el crowdlending, variantes en las que el inversor espera un retorno de su contribución. Por lo tanto, hasta que no prospere esta ley, estos dos tipos de crowdfunding no tienen un marco jurídico y regulado en España.

El Anteproyecto de Ley XX/2014 de fomento de la financiación empresarial [153] contempla la utilización por parte de las empresas españolas de este tipo de financiación y establece unos límites en estos tipos de inversión:

- Máxima aportación individual de 3.000 euros de inversión para una misma iniciativa y máximo de 6.000 euros de inversión total en una misma plataforma por año¹.
- Máxima captación de 1 millón de euros por esta vía de financiación, por parte de los receptores de la inversión.

La llegada de esta legislación llegará en un momento en el que el crowdfunding está viviendo espectaculares progresos en los últimos años, en línea con la tendencia internacional. En 2013 se han captado 19,1 millones de euros en España a través del crowdfunding, lo que supone prácticamente doblar el volumen del año anterior (figura 6.1).

En este aumento influyen sobre todo los crecimientos del crowdfunding basado en donación (248%) y el crowdfunding basado en recompensa (112%). El equity crowdfunding, aunque aumenta un 48%, lo hace a un menor ritmo que los otros tipos de financiación colectiva. El crecimiento menor en la aplicación del crowdfunding a la empresa se debe en parte al menor número de plataformas de este tipo, todavía no amparadas por una ley que las regule (figura 6.2).

¹El Gobierno ha flexibilizado esta cláusula en mayo de 2014 y elimina los límites para inversores profesionales que dispongan de, al menos, 100.000 euros. Aún queda por determinar qué baremo se utilizará para definir al inversor profesional, si el nivel de renta o el patrimonio [154].

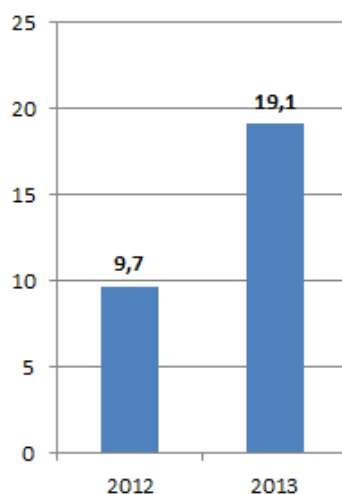


FIGURA 6.1: Evolución del volumen (en millones de euros) captado por crowdfunding en España entre 2012 y 2013. Fuente: InfoCrowdsourcing [155]. Gráfico de elaboración propia.

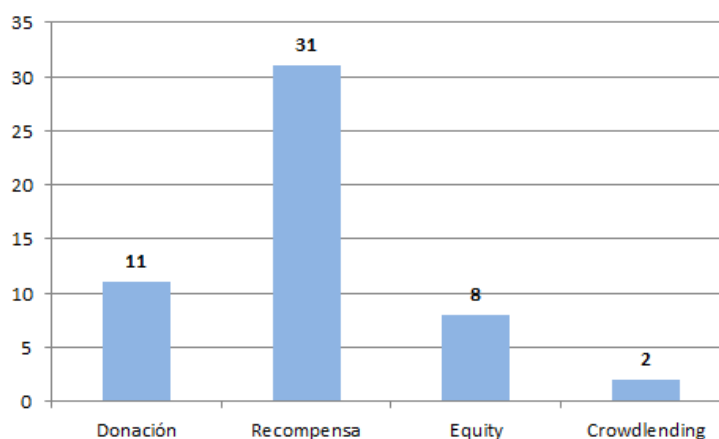


FIGURA 6.2: Distribución del número de plataformas activas entre los diferentes tipos de crowdfunding en España en 2013. Fuente: InfoCrowdsourcing [155]. Gráfico de elaboración propia.

Comparativa internacional

El progreso experimentado en España por las plataformas de crowdfunding se ha reproducido en el resto del mundo en los últimos años. En 2012 se incrementó el volumen captado por las plataformas de crowdfunding mundiales un 81 % con respecto al año anterior, hasta situarse en 1952,9 millones de euros (figura 6.3). Las previsiones indican que ese crecimiento se mantendrá en los siguientes años.

La situación de España en el panorama internacional del crowdfunding es alentadora, con crecimientos por encima de la media mundial y con estadísticas que registran buenos resultados en número de porcentaje de éxito. El 17% de los proyectos exitosos de crowdfunding en Europa han sido financiados en plataformas españolas, sólo por detrás de Alemania (24 %) y por delante de Francia (16 %) y Reino Unido (12 %), según

el estudio realizado por la European Crowdfunding Network AISBL para la Comisión Europea [156].

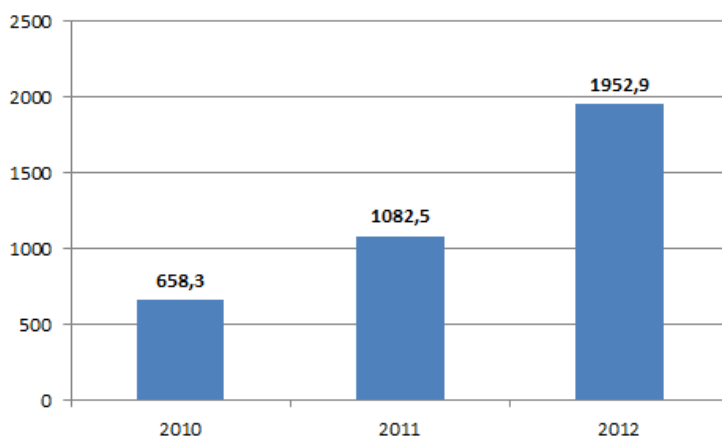


FIGURA 6.3: Evolución del volumen (en millones de euros) captado por crowdfunding en el mundo entre 2010 y 2012. Fuente: Massolution [157]. Gráfico de elaboración propia.

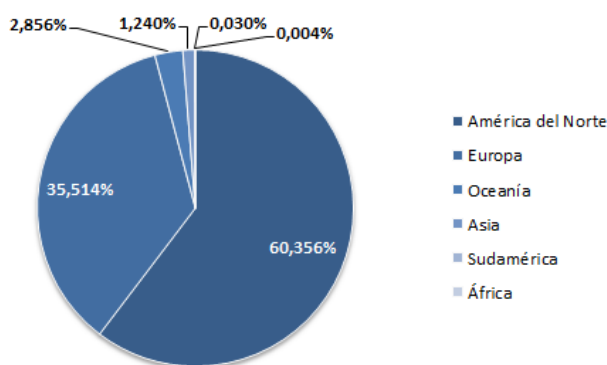


FIGURA 6.4: Distribución del volumen captado por crowdfunding en el mundo en 2012. Fuente: Massolution [157]. Gráfico de elaboración propia.

Estados Unidos lidera el mercado mundial del crowdfunding, con un 60% del volumen total mundial (figura 6.4). En abril de 2012, el Gobierno estadounidense firmó la Jumpstart Our Business Startups Act, más conocida como JOBS Act [158], para regular las actividades de crowdfunding en este país. A pesar de que el crowdfunding americano ha ido desarrollándose y creciendo año a año y pese a ser uno de los primeros países en regular el crowdfunding con retorno de inversión, Estados Unidos todavía no ha conseguido poner en práctica los segmentos de ley que enmarcan legalmente el equity crowdfunding. La actividad de este tipo en Estados Unidos se sigue produciendo a través de otras partes de la ley, que permiten a las plataformas de crowdfunding publicitar empresas de reciente creación para invertir en ellas, pero sin admitir en la práctica a las empresas ofrecer aún en la red sus propias acciones [159].

Aunque Estados Unidos lidera las estadísticas de crowdfunding en el mundo, debe tenerse en cuenta que estas estadísticas de Massolution engloban conjuntamente los

cuatro tipos de crowdfunding. Cuando el foco se centra en el equity crowdfunding y en las posibilidades que este tipo de financiación aporta a las start-ups, Europa se sitúa por encima de Estados Unidos [160], posición favorecida en parte por los problemas que la JOBS Act está teniendo para ponerse en práctica y en parte por el emerger del capital riesgo en Europa, frente a un mercado más maduro como el norteamericano.

Europa ha estado moviéndose en los últimos años en modificaciones y creaciones de leyes para enmarcar jurídicamente el crowdfunding [161]. En Alemania, el equity crowdfunding está ya operando bajo una regulación a medida. En Reino Unido e Italia se está llevando a cabo esta actividad gracias a exenciones puestas en práctica por sus respectivos reguladores sobre las leyes existentes, aunque se está trabajando en regulaciones específicas de este mercado.

Futuro del crowdfunding en España

España tiene en el crowdfunding una posibilidad para mejorar los registros actuales de financiación alternativa en empresas que buscan financiación para comenzar sus actividades o en pequeñas y medianas empresas en busca de recursos para crecer.

A pesar de que el crowdfunding empresarial sigue teniendo porcentajes inferiores a los basados en donaciones y recompensas, tal y como ocurre en el resto del mundo, España cuenta con potencial para aumentar los volúmenes movidos por el equity crowdfunding y el crowdlending. Un ejemplo de ello es la plataforma Socios Inversores, pionera mundial entre las plataformas de equity crowdfunding, nombrada Mejor Empresa de Internet en 2012 y que está presente ya en 19 países, habiendo ayudado a financiar más de 60 proyectos empresariales [162].

La nueva regulación se espera con expectación entre las plataformas, por poder contar con una regulación que ampare al mercado y aporte seguridad a los inversores, pero a la vez se critican los límites que el Gobierno está planteando establecer en el Anteproyecto de Ley XX/2014 de fomento de la financiación empresarial [153], tanto a inversores como a empresas financiadas por esta vía. Por poner un ejemplo, en Socios Inversores, la inversión media por individuo es de 44.000 euros por año, cifra muy superior a los 3.000 euros por proyecto y 6.000 euros por plataforma y por año que plantea la nueva normativa.

Si la nueva Ley a promulgar en 2014 tiene en cuenta las opiniones de todos los interesados, puede llevarse a buen puerto una iniciativa que sitúe a España al frente del panorama internacional del crowdfunding empresarial, potenciando la financiación alternativa en nuestro país con una nueva fuente de recursos en pleno auge.

Capítulo 7

CONCLUSIONES

Categorización de los tipos de financiación

A lo largo del documento, se han presentado alternativas a la financiación bancaria a través de las cuales las empresas españolas pueden ser capaces de obtener los recursos necesarios para potenciar su crecimiento.

La naturaleza de cada una de las alternativas estudiadas las hace recomendables en etapas determinadas de la vida de la empresa (figura 7.1). La categorización de las distintas opciones no es absoluta, pero cada vía de financiación suele seguir ciertos patrones que la sitúan más habitualmente en ciertos momentos concretos del ciclo de vida de la compañía, donde actúa más eficientemente. Asimismo, se puede llevar a cabo una clasificación según el tipo de inversión que se realiza en la empresa. De esta manera, encontraremos opciones de financiación que harán a la empresa ceder parte de su capital social, mientras que otras alternativas evitarán abrir los fondos propios de la empresa a terceros, a fuerza de aumentar el endeudamiento de la misma. Dependiendo de la estructura de la empresa y del objetivo buscado en sus planes de crecimiento, le serán más adecuadas o favorables unas formas de financiación u otras.

No todas las alternativas de financiación estudiadas son maduras en España. En un país donde el crédito bancario ha supuesto tradicionalmente porcentajes cercanos al 70% y 80% del total de financiación empresarial, es comprensible que muchos de estos mecanismos estén creándose desde cero en nuestro país actualmente, inspirados en referencias internacionales donde estos modelos están funcionando y están ofreciendo posibilidades de crecimiento a las pequeñas y medianas empresas. Otros medios de financiación llevan tiempo funcionando en nuestro país, aunque con un éxito moderado, dada la tradición bancaria arraigada en nuestra sociedad.

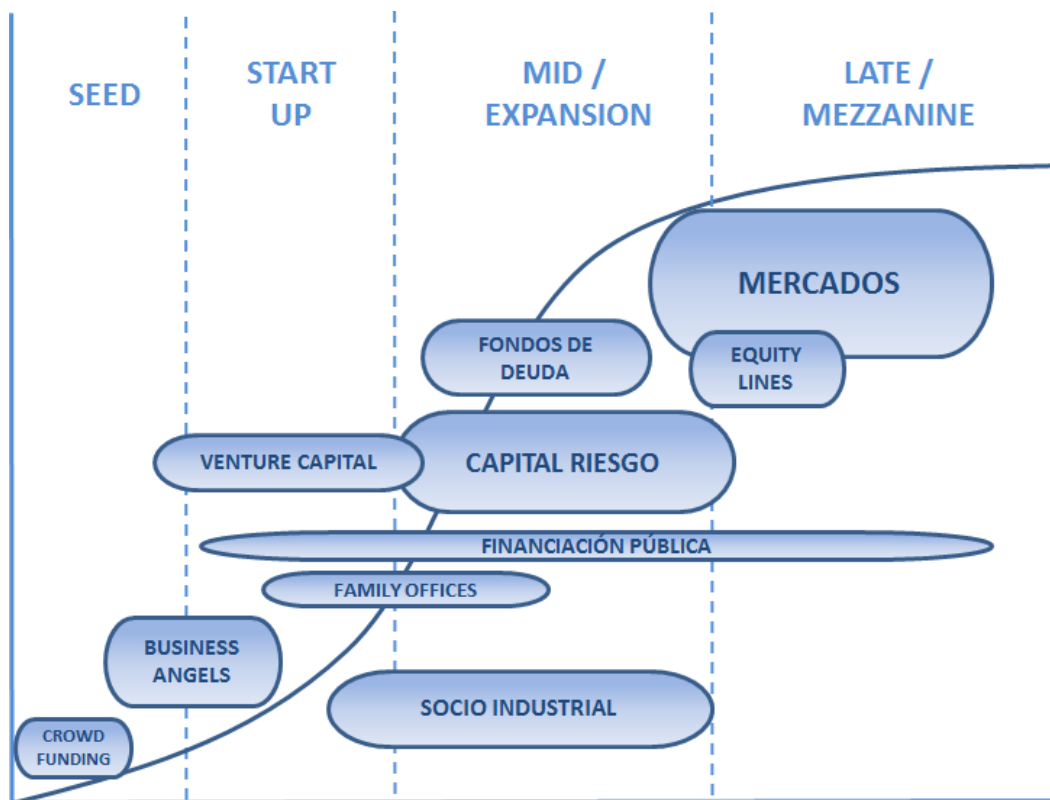


FIGURA 7.1: Las alternativas de financiación en el ciclo de vida de la empresa. Gráfico de elaboración propia.

El comienzo de la empresa

Las empresas, en su fase de concepción y arranque, necesitan generalmente capital para poder emprender el nuevo proyecto. Cuando se agota la vía de la financiación FFF (Family, Friends and Fools), los inversores privados entran en juego a través del crowdfunding y los business angels.

El crowdfunding está comenzando a despegar en España. Si se sientan adecuadamente sus bases en la futura ley de fomento de la financiación empresarial, con límites de inversión adecuados para expandir y no contraer este mecanismo, el crowdfunding se puede erigir como una vía idónea para la primera captación de recursos de la empresa y posibilitar su puesta en marcha. España juega un papel pionero y conductor del equity crowdfunding en Europa, por lo que sería importante saber aprovechar y gestionar esa posición por el beneficio de nuestras empresas actuales y futuras.

Los business angels españoles juegan también un papel de referencia en Europa, siendo nuestro país el que mayor número de redes ostenta en Europa y el segundo, detrás de Reino Unido, en volumen de inversión de este tipo. Es importante explotar este recurso y convencer con estos datos a los inversores españoles para dotar de confianza a esta vía de financiación. Las instituciones públicas deben ser catalizador de este tipo de financiación y no freno para su desarrollo. A pesar de los buenos resultados, estamos muy lejos en materia fiscal de países como Reino Unido o Francia. En igualdad

fiscal con estos países, probablemente estaríamos hablando de unos resultados aún mejores para la actividad de business angels en España.

El crecimiento en busca de mayores objetivos

Cuando la empresa ha pasado los momentos más complicados del arranque y ha emprendido marcha en la actividad comercial, puede pasar a encontrar mayores recursos en los family offices, las entidades de capital riesgo, los socios industriales o los fondos de deuda. La primera es una opción poco transitada por las empresas españolas por el momento, mientras que la segunda y tercera son alternativas con mayor tradición en nuestro país, aunque de características diferenciadas. La cuarta comienza a desarrollarse recientemente como sustituto natural del crédito bancario.

Para una empresa que comienza sus actividades, obtener financiación desde los family offices es realmente complicado, especialmente en España. El porcentaje que se dedica a este tipo de inversión en las oficinas que gestionan las grandes fortunas españolas es bajo o, en la mayoría de ocasiones, directamente inexistente. Es necesario transmitir a estas oficinas confianza y planes de estabilidad a largo plazo, para que pasen a apoyar al desarrollo de las empresas españolas.

Las entidades de capital riesgo están recuperando en España la posición previa a la crisis económica y al horrible 2009 que se vivió en el sector, pero los números se ven favorecidos por la inversión en empresas maduras, mientras que la inversión en venture capital sigue siendo mínima. El capital riesgo es básico en el desarrollo empresarial de cualquier país. En este sector, España tiene un claro modelo a seguir, como es Israel. El apoyo público en Israel desde comienzos de los años 90, ha puesto a este país en la primera línea de referencia a nivel mundial en el capital riesgo, contando con menores recursos que nuestro país. España es un país atractivo para la inversión extranjera por sus precios, pero es necesario también enfocar la diferenciación hacia otros factores, previendo que los precios españoles dejarán de ser competitivos más temprano que tarde. A modo de resumen, podrían citarse tres puntos a desarrollar para marcar en positivo el futuro del capital riesgo en España:

- Necesidad de acciones e impulsos públicos para catalizar la actividad privada en el capital riesgo español. La creación de Fond-ICO Global es un buen ejemplo.
- Atraer la inversión extranjera, facilitando la entrada de fondos internacionales en nuestro país (por ejemplo, simplificando los trámites de las licitaciones de Fond-ICO Global).
- Tender hacia la diferenciación en negocios interesantes y preparación de los equipos gestores, teniendo en cuenta que la diferenciación en precios desaparecerá con nuestro propio crecimiento y la entrada en escena de países con menores costes.

Con el socio industrial, a diferencia del capital riesgo, la empresa no da entrada al inversor externo en el capital de la sociedad. Se plantea por tanto como una alternativa para buscar el crecimiento y expansión de la compañía con los recursos propios, sin financiación externa, pero sí con la ayuda de un socio que conoce bien la industria y los pasos que son necesarios para progresar en la actividad productiva y comercial.

Los fondos de deuda comienzan a tomar forma en España actualmente. El direct lending se plantea como sustituto natural del crédito bancario, donde la empresa capta financiación a través de un préstamo, pero lo hace sin la contrapartida bancaria que tradicionalmente ha actuado en este tipo de financiación. Para el prestamista resulta una financiación más cara que la bancaria, pero cuenta con una flexibilidad para realizar el préstamo a medida con la que no cuenta en un crédito bancario. Es necesario que se cuente con apoyos públicos a este tipo de financiación, ahora que está despegando. Este impulso público se necesita sobre todo en materia fiscal, para dotar de regulación a este tipo de fondos y equiparlos a los porcentajes de tributación de los fondos de inversión y de capital riesgo o, al menos, acercarlo a los beneficios que tienen los fondos de deuda en otros países europeos. Es importante igualmente que las empresas españolas sepan que pueden contar con otras fuentes cuando los bancos cortan el crédito. De hecho, para las empresas más tradicionales que prefieran no dar entrada a actores externos en su capital social y que no estén preparadas para saltar al mercado cotizado de deuda, esta opción se plantea como una buena alternativa para obtener los medios necesarios para afrontar el crecimiento.

La madurez y la apertura al gran público

La empresa, al adquirir cierto grado de madurez, comienza a plantear cotas mayores y los mercados juegan en este sentido un papel importante. El acceso a los mercados de renta variable y renta fija expone a la empresa públicamente y la dota de gran visibilidad hacia el exterior, pero también conlleva riesgos inherentes.

Hasta 2008 en el caso de la renta variable y 2013 en el caso de la renta fija, las empresas españolas contaban únicamente con los mercados oficiales para la captación de nuevos recursos. Sólo las grandes empresas tenían la capacidad de cubrir los costes asociados a las emisiones en estos mercados. A partir de esos años, el MAB y el MARE, respectivamente, han surgido como alternativa para que las medianas empresas que deseen acceder a los mercados en busca de financiación puedan hacerlo a través de unos costes y unos trámites a su medida. Sin embargo, España está muy lejos de otros países en lo que a tradición del mercado de capitales se refiere. Esta circunstancia, que se da ya en los mercados oficiales, ha sido la tónica inevitable de los arranques en los mercados alternativos de nuestro país.

El MAB comienza a ver la luz cinco años después de su creación, gracias fundamentalmente al crecimiento exponencial de un grupo reducido de compañías que mejoran los resultados globales. La experiencia más que positiva de estos casos de éxito han de

hacerse ver entre inversores y empresas para captar su atención hacia este mercado y dotarlo de mayor protagonismo progresivamente. Los primeros resultados de 2014 parecen alentadores y el MAB comienza a adquirir la importancia que necesita, para ser una opción real y confiable para las empresas españolas. Además, hay que tener en cuenta la posibilidad de expansión hacia valores latinoamericanos. Aunque no es probable que se realice en el corto plazo, sí es una posibilidad en el futuro. Si se aprovecha la oportunidad de esta zona en expansión con la que España comparte tanto culturalmente y el MAB se posiciona también como mercado para empresas latinoamericanas, puede ganar en prestigio y visibilidad, atrayendo mayor capitalización en su conjunto.

El MARF, por su lado, está sufriendo la dificultad de los comienzos en estos primeros meses de vida. Son pocas las empresas que han acudido a financiarse a este mercado y la mayoría de las potenciales empresas que podrían hacerlo aluden a falta de información del mercado como principal razón para no acudir a él. La marcha de las pocas empresas que se han lanzado por el momento al nuevo mercado va a marcar inevitablemente el devenir del MARF en el corto plazo. Se vuelve necesario informar a las empresas e inversores de lo que el MARF puede aportarles y del éxito que están generando mercados similares en otros países como Alemania e Italia.

Las decisiones del Gobierno en materia fiscal alrededor de estos nuevos mercados serán fundamentales también para el desarrollo de los mismos. Estos mercados, por la naturaleza de las compañías que albergan, suponen un riesgo para el inversor. La atención del inversor hacia ellos sólo se captará con altas rentabilidades y aquí no entra en juego únicamente el retorno que aportan las empresas en el mercado, sino también los beneficios fiscales que se brindan desde la administración.

La financiación pública como eje continuo

La financiación pública debe plantearse como un medio financiero a lo largo de toda la vida de la empresa. Sin embargo, surgen dos problemas fundamentalmente, que afectan en primer lugar a las líneas ICO y en segundo lugar a los préstamos participativos de entidades como ENISA.

Los préstamos encuadrados en las líneas ICO aportan capacidad en el volumen de las ayudas, pero estas no llegan a coparse y el crédito no llega a las empresas. El foco de críticas se centra en que las entidades financieras mediadoras, al hacerse responsables del impago por parte de las empresas, acaban aplicando los mismos criterios a estos préstamos públicos que a sus propios créditos y el crédito no fluye. La experiencia vivida en años anteriores con líneas ICO en las que la tramitación era directa con la administración pública, tampoco fueron positivas, con tasas de aprobación del crédito incluso menores que en los préstamos mediados por bancos y altos niveles de morosidad.

Por la otra parte, el problema que viven ENISA y entidades públicas similares con sus préstamos participativos es el escaso volumen del que disponen para financiar a las

empresas que lo desean. La fórmula parece funcionar, pero el dinero no es suficiente para llevarlo hasta todas las empresas españolas que lo necesitan.

Los cambios en el planteamiento de los préstamos públicos son obvios, pero es incierto el camino que han de seguir. Posiblemente, una mayor tendencia en volúmenes destinados a préstamos participativos y un cambio de orientación en los criterios de otorgación de los préstamos ICO sea un comienzo para que las ayudas públicas acaben cumpliendo su cometido de impulso a la empresa española.

Un buen momento para el cambio

Los últimos años han sido duros para la economía mundial y España no ha sido una excepción en la última gran crisis económica. Las empresas españolas, acostumbradas a disponer del crédito bancario para financiarse estructuralmente, se vieron con una negativa por parte de los bancos y sin otras alternativas a las que acudir.

La crisis, con todos los desencadenantes negativos que ha producido en nuestro país, ha traído también consigo la oportunidad de desarrollar alternativas de financiación que hasta el momento o no habían ni siquiera entrado a formar parte del panorama financiero español o no habían tenido el protagonismo que sí habían disfrutado en otros países. La necesidad acuciante de las pymes españolas de encontrar otras opciones para financiar sus planes de negocio ha servido para que España dé un protagonismo hasta ahora inusual a otras vías de financiación.

Estos momentos problemáticos para las empresas españolas deben servir también para concienciar de que la optimización interna es esencial para reducir las necesidades de financiación de nuestras compañías. La gestión bancaria es fundamental para minimizar riesgos, pero la optimización pasa también por la gestión de pagos comerciales y una adecuada gestión del working capital.

Por lo tanto, este periodo debe servirle a España para disminuir su dependencia con los bancos, para diversificar su portfolio de financiación y para hacer más fuerte al tejido empresarial de nuestro país ante futuras crisis financieras. Las alternativas de financiación existen y España tiene ahora la oportunidad de abrazarse a ellas.

Bibliografía

- [1] Expansión. Confirmado: España sale de la recesión, Octubre 2013.
- [2] Anthony Sanders. The subprime crisis and its role in the financial crisis. *Arizona State University*, 2008.
- [3] Dawn Kawamoto (CNET). Dow Jones decline rate mimics great depression, Marzo 2009.
- [4] Roddy Boyd (CNN). The last days of Bear Stearns, Marzo 2008.
- [5] Zachary A. Goldfarb et al (The Washington Post). Treasury to rescue Fannie and Freddie, Septiembre 2008.
- [6] Sam Mamudi (MarketWatch). Lehman folds with record 613 billion dollar debt, Septiembre 2008.
- [7] Juan Ayuso. Un análisis de la situación del crédito en España. *Boletín Económico del Banco de España*, 2013.
- [8] Alejandro Bolaños (El País). El crédito al sector privado cae al nivel de 2006 después de tres años de recortes, Febrero 2014.
- [9] Expansión. El Banco de España insiste en que la caída del crédito se modera, Junio 2014.
- [10] Javier González (ABC). Unas 180 empresas cierran cada día desde que empezó la crisis, Enero 2013.
- [11] Página web del Instituto Nacional de Estadística. <http://www.ine.es/>.
- [12] Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación. Memorando de entendimiento entre la Comisión Europea y España. *Boletín Oficial del Estado*, 2012.
- [13] Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2010.
- [14] Página web de Know Capital. <http://www.knowcapital.net/>.

- [15] Página web de PrivCo. <http://www.privco.com>.
- [16] European Private Equity and Venture Capital Association. Statistics on fundraising, investments & divestments. *2013 European Private Equity Activity*, 2014.
- [17] Anuario CAPCorp 2014. *Capital & Coporate*, 2014.
- [18] Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo. Anuario ASCRI Capital Riesgo. *Anuario ASCRI Capital Riesgo*, 2014.
- [19] Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. *Boletín Oficial del Estado*, 2005.
- [20] David H. Hsu et al. Organizing venture capital: The rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973. 2004.
- [21] Página web de J.H. Whitney & Company. <http://www.whitney.com>.
- [22] Private Equity Growth Capital Council. Private equity activity picks up in Q4. *Private Equity Trends*, 2014.
- [23] PricewaterhouseCoopers. Total U.S. investments by year Q1 1995 - Q1 2014. *National Venture Capital Association MoneyTree Report*, 2014.
- [24] PricewaterhouseCoopers. PWC private equity 2013 review and 2014 outlook. 2014.
- [25] Israel Venture Capital Research Center. Israeli high-tech companies raised 2.3 billion dollar in 2013, highest in 10 years. *Summary of Israeli High-Tech Company Capital Raising 2013*, 2014.
- [26] Israel Venture Capital Research Center. 2013 Israeli private equity deals attracted 2.2 billion dollar. *Summary of Israeli Private Equity Deals 2013*, 2014.
- [27] George Gilder. Silicon Israel: How market capitalism saved the Jewish state. *City Journal*, 2009.
- [28] Gil Avnimelech. VC policy: Yozma program 15-years perspective. *Summer Conference 2009 Copenhagen Business School*, 2009.
- [29] Sergio Saiz (Expansión). España se inspira en Israel para crear start up biotecnológicas, Febrero 2014.
- [30] El Confidencial. España invita a Israel a participar en el fondo de capital riesgo del ICO, Julio 2013.
- [31] PricewaterhouseCoopers. AIFMD - Impact on annual reports of AIFs. 2014.
- [32] Business ETC. Government launches 175m euros seed and venture capital scheme, Mayo 2013.

- [33] Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. *Boletín Oficial del Estado*, 2013.
- [34] KPMG España. Perspectivas del capital riesgo en España. 2013.
- [35] Lanzaremos la segunda convocatoria de Fond-ICO Global en febrero. *Capital & Corporate*, 2013.
- [36] La Vanguardia. Fond-ICO Global toma 'velocidad' y moviliza más capital en segunda licitación, Mayo 2014.
- [37] Ruth del Moral (Invertia). Israel constata interés inversor en España, pero pide facilitar su entrada, Noviembre 2013.
- [38] Red Española de Business Angels. Los business angels en España, una nueva vía de financiación para la PYME. 2006.
- [39] Venture Giant. What is your potential 'return on investment' for an angel investor?
- [40] Albert Colomer et al. Redes españolas de business angels: investigación y procedimientos y volumen de mercado. *Red Española de Business Angels*, 2008.
- [41] EBAN. European angel investment overview 2012. 2013.
- [42] Página web de BANC (Business Angels Network Catalunya). <http://www.bancat.com/>.
- [43] Europa Press. España lidera el número de redes de 'business angels' en Europa, Septiembre 2012.
- [44] Antoni Abad (ESBAN). La inversión privada, innovando en la financiación de empresas. *Jornada Informativa sobre instrumentos de apoyo financiero a la Pyme*, 2012.
- [45] Spanish angel investment industry update. *Red Española de Business Angels*, 2009.
- [46] Página web de ENISA (Empresa Nacional de Innovación S.A.). <http://www.enisa.es/>.
- [47] Página web de CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial). <http://www.cdti.es/>.
- [48] Página web de Institut Català de Finances. <http://www.icf.cat/>.
- [49] Página web de Madrid Emprende. <http://www.madridemprende.net/>.
- [50] Albert Colomer et al. Los business angels, innovando en la cultura de la financiación de las empresas. *Red Española de Business Angels*, 2008.

- [51] US angel group update: 2013 year in review. *Halo Report 2013*, 2013.
- [52] Family Offices Group. The family office report.
- [53] Todd Ganos (Forbes). What is a family office?, Agosto 2013.
- [54] Elena Rivo López et al. Family office: instrumento de gestión del patrimonio familiar. *Revista de Empresa Familiar*, 2011.
- [55] Susana Pérez (Grant Thornton). Alternativas de financiación no bancaria para pymes, Noviembre 2011.
- [56] Miguel Ángel García (El País). Manos que conservan fortunas, Junio 2012.
- [57] Javier Escudero (Emprendedores). Asóciate con un 'family office', Enero 2013.
- [58] Carolyn Cohn (Reuters). With plenty of money and time, family offices eye risky markets, Octubre 2013.
- [59] Grant Thornton. Raising capital from single-family offices: Perspectives for private equity firms and investment bankers. 2012.
- [60] Wharton Global Family Alliance. Single family offices: Private wealth management in the family context. 2008.
- [61] Preqin. Survey of family offices investing in private equity. *Preqin Research Report*, 2010.
- [62] Esteban Sánchez (El País). Direct lending: una alternativa al crédito bancario, Febrero 2014.
- [63] Daniel Badía (Expansión). Muzinich y Arcano lanzan un fondo de 200 millones para pymes españolas, Abril 2014.
- [64] Carlos Hernanz (El Confidencial). Los March entran en el negocio de préstamos a empresas aprovechando la falta de crédito, Enero 2013.
- [65] Verónica Lechuga (El Confidencial). Renta 4 y afi lanzan un fondo de financiación directa para empresas, Junio 2014.
- [66] Daniel Badía (Expansión). Diez fondos extranjeros buscan prestar a compañías españolas, Abril 2014.
- [67] Carlos Hernanz (El Confidencial). Al Gore acude al auxilio de las pymes españolas con 'dinero fresco' para financiar, Febrero 2014.
- [68] Noémie Bisserbe (The Wall Street Journal). Direct lending takes off in Europe, Abril 2014.
- [69] Ruth Ugalde (El Confidencial). El Gobierno creará fondos de deuda hechos a la medida exacta del MARF, Octubre 2013.

- [70] Arturo Rojas et al (Analistas Financieros Internacionales). Alternativas de financiación para las pymes. *Economía y Finanzas Españolas*, 2013.
- [71] Inés Abril (Expansión). Los fondos de deuda españoles huyen a Luxemburgo ante la falta de regulación nacional, Junio 2014.
- [72] Julio Lujambio. Equity line, una ampliación discreta. *Capital & Corporate*, 2011.
- [73] Javier Redonet. La línea de capital (equity line) como técnica de financiación mediante recursos propios de las sociedades cotizadas. *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, 2005.
- [74] T.G. (Cinco Días). Service Point reservará 50 millones de capital para Société Générale, Enero 2003.
- [75] Expansión. Oxígeno para Jazztel, Octubre 2003.
- [76] El País. Société Générale comprar  hasta el 11.4 por ciento del capital de Jazztel, Diciembre 2005.
- [77] N. Bolado (El Diario Montañes). Sniace podrá emitir 10 millones de nuevos títulos que comprar  Société Générale, Noviembre 2006.
- [78] Expansión. Zeltia firma con Santander la financiación de 'yondelis', Abril 2007.
- [79] Reuters. Nyesa Valores Corporación, S.A. increases its capital by more than 100 million euros, Abril 2010.
- [80] El Mundo. Quabit firma un acuerdo con GEM para ampliar capital, Junio 2010.
- [81] Expansión. GEM podrá suscribir aumentos de capital en Quabit por 90 millones, Mayo 2013.
- [82] Cinco Días. Fergo Aisa podrá ampliar capital hasta un total de 60 millones en tres años, Julio 2010.
- [83] Expansión. Ezentis prepara su ampliación con una línea de capital de 30 millones, Diciembre 2011.
- [84] Luisa Kroll (Forbes). Toxic stocks, Abril 2002.
- [85] Securities and Exchange Commission. Securities Act of 1933. 1933.
- [86] Commission des opérations de bourse. Rapport annuel 2001. 2001.
- [87] Lluís Pellicer (El País). La crisis también se traga a Fergo Aisa, Diciembre 2013.
- [88] Energía y Turismo Ministerio de Industria. Formas jurídicas de empresa.
- [89] Sébastien Chartier (Cinco Días). El socio industrial, una alternativa de financiación para los emprendedores, Noviembre 2012.

- [90] Javier Fernández (Cinco Días). FCC Energía ampliará capital para dar entrada a un socio industrial, Noviembre 2010.
- [91] Cinco Días. Spanair busca socios industriales y financieros que aporten 150 millones, Diciembre 2010.
- [92] Javier Fernández (Cinco Días). Cementos Portland busca socios industriales para ampliar capital, Febrero 2012.
- [93] Lara Graña (La Opinión A Coruña). La banca diseña una alternativa con un 'socio industrial gallego' en Pescanova, Marzo 2014.
- [94] Henry Chesbrough (Harvard Business School). Making sense of corporate venture capital, Marzo 2002.
- [95] François Derbaix. No dejes que un socio industrial invierta en tu startup, Noviembre 2012.
- [96] Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión. *Bolsas y Mercados Españoles*.
- [97] Página web de Armabex. <http://www.armabex.es/>.
- [98] Miriam Calavia (Cinco Días). Cuatro autonomías deducen en el IRPF la inversión en el MAB, Diciembre 2013.
- [99] V. Martínez (El Economista). El MAB solo capta 47 millones en ampliaciones de capital, Febrero 2013.
- [100] PrNoticias. Negocio entra oficialmente en concurso de acreedores: ya no se puede ver ni en internet, Octubre 2012.
- [101] Cinco Días. El grupo Nostrum presenta concurso de acreedores, Enero 2013.
- [102] Expansión. Zinkia entra en concurso, Febrero 2014.
- [103] El Economista. Bodaclick está en concurso de acreedores: el juzgado aprueba la solicitud de su matriz, Abril 2014.
- [104] El Economista. El MAB excluye de cotización a Nostrum y Negocio, Marzo 2014.
- [105] Alberto Roa (Cinco Días). 2013 cierra como el año del despegue del MAB con las mayores alzas bursátiles, Diciembre 2013.
- [106] Expansión. Las empresas del MAB captaron 45 millones en 2013, el 12 por ciento más, Enero 2014.
- [107] A guide to AIM. *London Stock Exchange Group*, 2010.
- [108] David Cano. El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB EE español. *Análisis Financiero Internacional*, 2008.

- [109] Règles des marchés Alternext. *Euronext*, 2014.
- [110] Nuria Salobral (Cinco Días). El MAB, una alternativa para cotizar que toma cuerpo, Abril 2014.
- [111] Virginia Gómez (Cinco Días). Economía estudia facilitar el paso de empresas del MAB al Continuo, Marzo 2013.
- [112] Pablo Martín et al (Cinco Días). Economía facilita que las pequeñas cotizadas pasen de la Bolsa al MAB, Marzo 2014.
- [113] Página web del Mercado Alternativo de Renta Fija. <http://www.bmerf.es/>.
- [114] Mercado Alternativo de Renta Fija. *Bolsas y Mercados Españoles*, 2013.
- [115] Jesús Hernando Sarría Pedroza et al. MARF: Oportunidad para PYMES y perspectiva para inversores. *Instituto de Estudios Bursátiles y Axesor*, 2013.
- [116] Circular 9/2013, de 18 de diciembre, sobre tarifas del mercado alternativo de renta fija. *Circulares del Mercado Alternativo de Renta Fija*, 2013.
- [117] M. L. Verbo (Expansión). Diez claves para entender el MARF, Octubre 2013.
- [118] Economistes Digital (Colegio de Economistas de Valencia). Bienvenido MARF, Octubre 2013.
- [119] Comunicación corporativa BME. Nace el MARF como mercado alternativo de renta fija para financiación de empresas, Octubre 2013.
- [120] Real Decreto 633/2013, de 2 de agosto, por el que se modifican el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades. *Boletín Oficial del Estado*, 2013.
- [121] Expansión. La constructora Copasa protagoniza la primera colocación en el MARF, Diciembre 2013.
- [122] Cinco Días. TecnoCom debuta en el MARF con una emisión de 35 millones, Abril 2014.
- [123] Expansión. Elecnor emitirá hasta 100 millones de euros en pagarés a través del MARF, Abril 2014.
- [124] Expansión. Tubacex lanzará una emisión de pagarés a través del marf, Mayo 2014.
- [125] N.S. (Cinco Días). El MARF no será un mercado de entrar y salir todos los días, Febrero 2014.
- [126] Isabel Blanco et al (El Economista). Javier Martín, TecnoCom: Todo era financiación bancaria nacional y ahora los bonos supondrán el 60 por ciento, Abril 2014.

- [127] Nordic ABM: The Oslo Børs alternative marketplace for fixed income instruments. *Nordic ABM*, 2011.
- [128] Oslo Børs. Fastest-growing Nordic marketplace now has over 1,000 securities listed, Abril 2014.
- [129] Página web de Börse Stuttgart. <https://www.boerse-stuttgart.de/en/tradingsegmentsandtradinginitiatives/bondm/bondm.html>.
- [130] IKB Deutsche Industriebank. Mid cap financial markets in times of macro uncertainty and tightening bank regulations. *German Market Outlook 2014*, 2013.
- [131] Página web de Borsa Italiana. <http://www.borsaitaliana.it/>.
- [132] ExtraMOT PRO: Borsa Italiana answer to the Italian corporates needs. *Borsa Italiana*, 2013.
- [133] Louise Bowman (EuroMoney). UK's retail bond market still out of reach for many SMEs, Abril 2013.
- [134] Slaughter and May. US private placements for European issuers. *Financing Briefing*, 2013.
- [135] American College of Investment Counsel. U.S. private placement market. *Market update*, 2013.
- [136] Pablo M. Simón (Cinco Días). Ferrovial sondea la posibilidad de emitir deuda en el mercado alternativo de renta fija, Febrero 2014.
- [137] J. Orihuel et al (Expansión). Audax será la primera compañía catalana que emita deuda en el MARF, Abril 2014.
- [138] Expansión. El 98 por ciento de las pymes descarta el MARF por falta de información, Noviembre 2013.
- [139] Europa Press. Hortalà pide incentivos fiscales para impulsar el Mercado Alternativo de Renta Fija, Noviembre 2013.
- [140] María Vega (El Mundo). Las emisiones españolas, en Irlanda, Abril 2014.
- [141] Página web del Instituto de Crédito Oficial. <http://www.ico.es/>.
- [142] Instituto de Crédito Oficial. Líneas ICO 2014 para empresas y autónomos. 2014.
- [143] Empresa Nacional de Innovación S.A. Financiación ENISA. 2014.
- [144] Instituto de Crédito Oficial. Informe anual 2012. 2013.
- [145] Empresa Nacional de Innovación S.A. Informe anual ENISA 2012. 2013.
- [146] Página web de KfW Bankengruppe. <http://www.kfw.de/>.

- [147] Instituto de Crédito Oficial. EIB-ICO: new EUR 1 billion credit line for SMEs, Mayo 2014.
- [148] Instituto de Crédito Oficial. El ICO recibe un préstamo de KfW por importe de 200 millones de euros. 2013.
- [149] Verónica Rodríguez (El Economista). ¿Quiere pedir un préstamo ICO? Será mejor que vuelva usted mañana, Enero 2008.
- [150] Carlos Otiniano (Cinco Días). El laberinto de los préstamos ICO, Marzo 2014.
- [151] Nuria Salobral (Cinco Días). Guía para pymes: cómo lograr crédito sin morir en el intento, Junio 2013.
- [152] Gary Dushnitsky (London Business School). Crowd monogamy. *Business Strategy Review*, 2013.
- [153] Ministerio de Economía y Competitividad. Anteproyecto de Ley xx/2014, de fomento de la financiación empresarial. 2014.
- [154] Jesús Sérvulo (El País). El Gobierno levanta los límites al crowdfunding solo a los profesionales, Mayo 2014.
- [155] InfoCrowdsourcing. Mercado de crowdfunding en España y Latinoamérica en 2013. 2014.
- [156] European Crowdfunding Network. Startup Europe crowdfunding network. 2014.
- [157] Massolution. 2013CF: The crowdfunding industry report. 2013.
- [158] Securities and Exchange Commission. Jumpstart Our Business Startups Act. 2012.
- [159] Jeff John Roberts (Gigaom). Crowdfunding comes up short: Why the final part of the JOBS Act will never work, Febrero 2014.
- [160] Jeff Lynn (Every Investor). Why the UK and Europe are leading the world in equity crowdfunding, Abril 2014.
- [161] European Crowdfunding Network. Regulation of crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the impact of the European single market, Junio 2013.
- [162] Universo Crowdfunding. Ley equity crowdfunding. Entrevista exclusiva a Javier Villaseca, sociosinversores.es, Marzo 2014.

Índice de figuras

1.1. Evolución del crédito bancario al sector privado en España, desglosado por sector. Fuente: Banco de España [7].	2
1.2. Comparativa interanual de sociedades creadas y disueltas en España entre 2008 y 2013. Fuente: INE [11]. Gráfico de elaboración propia.	2
1.3. Comparativa internacional de porcentajes de financiación bancaria y no bancaria. Fuente: CNMV [13]. Gráfico de elaboración propia.	3
2.1. El capital riesgo en el ciclo de vida del negocio. Gráfico de elaboración propia inspirado en gráfico de PrivCo [15].	6
2.2. Evolución de las inversiones (en millones de euros) en capital riesgo en España. Fuente: Capital & Corporate [17]. Gráfico de elaboración propia.	8
2.3. Distribución del número de operaciones por tipo de inversión en capital riesgo en España en 2013. Fuente: Capital & Corporate [17] y European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.	9
2.4. Distribución del volumen por tipo de inversión en capital riesgo en España en 2013. Fuente: Capital & Corporate [17] y European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.	9
2.5. Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en private equity en Estados Unidos. Fuente: Private Equity Growth Capital Council [22]. Gráfico de elaboración propia.	11
2.6. Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en venture capital en Estados Unidos. Fuente: PricewaterhouseCoopers, National Venture Capital Association [23]. Gráfico de elaboración propia.	11
2.7. Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en private equity en China. Fuente: PricewaterhouseCoopers [24]. Gráfico de elaboración propia.	12

2.8. Evolución del volumen invertido (en miles de millones de dólares) en venture capital en Israel. Fuente: Israel Venture Capital Research Center [25]. Gráfico de elaboración propia.	13
2.9. Origen de las inversiones en capital riesgo en Europa. Fuente: European Private Equity and Venture Capital Association [16].	14
2.10. Comparativa de la inversión en capital riesgo en Europa en porcentaje del PIB propio de cada país en 2013. Fuente: European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.	15
2.11. Comparativa de la inversión en venture capital en Europa en porcentaje del PIB propio de cada país en 2013. Fuente: European Private Equity and Venture Capital Association [16]. Gráfico de elaboración propia.	15
2.12. Los business angels en el ciclo de vida del negocio. Gráfico de elaboración propia inspirado en gráfico de PrivCo [15].	17
2.13. Evolución del número de redes de business angels en España. Fuente: ESBAN [44] y Europa Press [43]. Gráfico de elaboración propia.	19
2.14. Comparativa del número de business angels por país en Europa en 2012. Fuente: EBAN [41]. Gráfico de elaboración propia.	20
2.15. Comparativa de la inversión realizada por business angels por país en Europa en 2012. Fuente: EBAN [41]. Gráfico de elaboración propia.	21
2.16. Porcentaje medio del portfolio de inversión destinado al capital riesgo en los family offices de Estados Unidos y Europa. Fuente: Wharton Global Family Alliance [60]. Gráfico de elaboración propia.	24
2.17. Evolución del número de operaciones de direct lending en Europa en 2013. Fuente: The Wall Street Journal [68]. Gráfico de elaboración propia.	27
2.18. Distribución por país de las operaciones de direct lending en Europa en 2013. Fuente: The Wall Street Journal [68]. Gráfico de elaboración propia.	27
2.19. Evolución de las acciones de Ezentis desde su acuerdo de equity line con GEM Capital en diciembre de 2011. Fuente: Reuters.	30
4.1. Evolución del número de empresas cotizadas en el MAB. Fuente: BME. Gráfico de elaboración propia.	40
4.2. Evolución de la capitalización (en millones de euros) de empresas cotizadas en el MAB. Fuente: BME. Gráfico de elaboración propia.	40

4.3.	Evolución del número de emisiones vivas listadas en Nordic ABM, entre sus segmentos Retail y Professional [128]. Gráfico de elaboración propia. .	48
4.4.	Distribución de emisores en el Bondm Stuttgart por rating. Fuente: Stuttgart Börse. Gráfico de elaboración propia.	49
4.5.	Evolución del porcentaje colocado sobre las emisiones (en millones de euros) del Mid-cap Bond Market alemán. Fuente: IKB Deutsche Industriebank [130]. Gráfico de elaboración propia.	49
4.6.	Comparativa del volumen medio (en millones de euros) por emisión entre los principales mercados alternativos de renta fija. Fuentes: Oslo Børs, Deutsche Börse, Borsa Italiana, London SE Group, BME, NYSE Euronext. Gráfico de elaboración propia.	50
4.7.	Distribución de potenciales emisores del MARF por rating. Fuente: Axsor [115]. Gráfico de elaboración propia.	52
5.1.	Esquema del funcionamiento de las líneas ICO. Fuente: ICO [141]	56
5.2.	Evolución del volumen (en millones de euros) de préstamos con mediación hacia pymes formalizados por ICO. Fuente: ICO [144]. Gráfico de elaboración propia.	58
5.3.	Evolución del volumen (en millones de euros) de préstamos participativos hacia pymes formalizados por ENISA. Fuente: ENISA [145]. Gráfico de elaboración propia.	59
6.1.	Evolución del volumen (en millones de euros) captado por crowdfunding en España entre 2012 y 2013. Fuente: InfoCrowdsourcing [155]. Gráfico de elaboración propia.	65
6.2.	Distribución del número de plataformas activas entre los diferentes tipos de crowdfunding en España en 2013. Fuente: InfoCrowdsourcing [155]. Gráfico de elaboración propia.	65
6.3.	Evolución del volumen (en millones de euros) captado por crowdfunding en el mundo entre 2010 y 2012. Fuente: Massolution [157]. Gráfico de elaboración propia.	66
6.4.	Distribución del volumen captado por crowdfunding en el mundo en 2012. Fuente: Massolution [157]. Gráfico de elaboración propia.	66
7.1.	Las alternativas de financiación en el ciclo de vida de la empresa. Gráfico de elaboración propia.	70

Índice de tablas

1.1. Tabla de conversión de divisas utilizada a lo largo del presente documento.	4
2.1. Comparativa del volumen (en millones de euros) invertido en private equity en 2013. Fuentes: Private Equity Growth Capital Council, PricewaterhouseCoopers, European Private Equity and Venture Capital Association, Capital & Corporate.	10
2.2. Comparativa del volumen (en millones de euros) invertido en venture capital en 2013. Fuentes: PricewaterhouseCoopers, National Venture Capital Association, Israel Venture Capital Research Center, European Private Equity and Venture Capital Association, Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.	10
4.1. Comparativa del MAB con los principales mercados alternativos de valores internacionales a 31 de diciembre de 2013. Fuentes: London SE Group, TSX Group, Deutsche Börse, NYSE Euronext, BME, Borsa Italiana.	41
4.2. Principales diferencias en los requisitos de AIM y London Stock Exchange. Fuente: London SE Group [107].	41
4.3. Principales diferencias en los requisitos de Alternext y Euronext. Fuente: Euronext [109].	42
4.4. Comparativa del MARF con los principales mercados alternativos de renta fija internacionales en número de emisiones y volumen emitido en 2013. Fuentes: Oslo Børs, Deutsche Börse, Borsa Italiana, London SE Group, NYSE Euronext, BME.	47
4.5. Comparativa de las rentabilidades del MARF y otras opciones de inversión de Renta Fija en España a 5 años. Fuente: Axesor [115].	52
5.1. Distribución de los préstamos formalizados por ICO en 2012 entre las distintas líneas de mediación. Fuente: ICO [144].	58

5.2. Listado de las entidades pertenecientes a la Network of European Financial Institutions for Small and Medium Sized Enterprises. Fuente: NEFI
..... 60

Glosario

AEBAN	Asociación Española de Business Angels
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo
BIMBO	BuyIn Management BuyOut
BME	Bolsas y Mercados Españoles
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EBAN	European Business Angels Network
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations
ECR	Entidad de Capital Riesgo
EIB	European Investment Bank
ENISA	Empresa Nacional de Innovación S.A.
ESBAN	Red Española de Business Angels
ESI	Empresas de Servicios de Inversión
ESMA	European Securities and Markets Authority
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
IBO	Initial Bond Offer
ICO	Instituto de Crédito Oficial
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MBI	Management BuyIn
MBO	Management BuyOut
NEFI	Network of European Financial Institutions for SME
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
ORB	Order book for Retail Bonds
PYMES	Pequeñas y Medianas Empresas
SAECA	Sociedad Anónima Estatal de Caución
SICAV	Sociedades de Inversión de Capital Variable
SGR	Sociedad de Garantía Recíproca
SMN	Sistema Multilateral de Negociación
SOCIMI	Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria
USPP	US Private Placement
WEF	World Economic Forum

Apéndice A

Operaciones más importantes de capital riesgo en España en 2013

Compañía	Sector	Inversor	% Adquirido	Volumen operación	Tipo
BEFESA	Medioambiente	Triton Partners	100%	620 M€ + 450 M€ (deuda asumida)	Leveraged buyout
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	Financiero	Warburg Pincus / General Atlantic	50%	1023,5 M€	Growth
PORT AVENTURA ENTERTAINMENT	Ocio	KKR	49,9%	440 M€ (deuda asumida incluida)	Growth
CLÍNICA TEKNON	Sanitario	Doughty Hanson / Familia Cordón	100%	más de 230 M€	Secondary buyout
SERVIHABITAT GESTIÓN INMOBILIARIA	Inmobiliario	Texas Pacific Group (TPG)	51%	158,1 M€	Leveraged buyout
COMPAÑÍA LOGÍSTICA DE HIDROCARBUROS	Químico	Ardian	5%	Conf.	Growth
BANKIA HABITAT	Inmobiliario	Cerberus Capital Management	100%	90 M€	Leveraged buyout
SOFTONIC INTERNACIONAL	Tecnología	Partners Group	30%	82,5 M€	Growth
GAMO	Otros	Bruckmann, Roser, Sherrill & Co (BRS)	100%	unos 85 M€	Secondary buyout
IBERCHEM	Farmacéutico	Magnum Capital Industrial Partners	87,1%	80 M€	Secondary buyout

Apéndice B

Listado de empresas en el MAB a 15 de junio de 2014

Compañía	Fecha de salida	Precio salida	Cierre salida	Variación de salida	Cotización 15/06/2014	Variación histórica
1NKEMIA	21/12/2013	0,800	0,840	5,00%	2,490	211,25%
AB-BIOTICS	20/07/2010	2,530	2,650	4,74%	2,650	4,74%
ALTIA	01/12/2010	2,720	2,780	2,21%	9,940	265,44%
BIONATURIS	26/01/2012	2,250	2,300	2,22%	10,000	344,44%
BODACLICK	30/06/2010	2,780	2,780	0,00%	0,470	-83,09%
CARBURES	23/03/2012	1,080	1,130	4,63%	33,650	3015,74%
CATENON	06/06/2011	3,640	3,950	8,52%	1,700	-53,30%
COMMCENTER	30/12/2010	2,800	2,870	2,50%	2,200	-21,43%
EBOSS	05/07/2013	8,000	8,700	8,75%	3,290	-58,88%
EUROESPES	16/02/2011	2,800	2,870	2,50%	0,800	-71,43%
EURONA	15/12/2010	1,100	1,230	11,82%	4,130	275,45%
GOWEX	12/03/2010	3,500	4,200	20,00%	19,040	444,00%
GRINÓ	29/07/2011	2,290	2,290	0,00%	2,940	28,38%
IBERCOM	30/03/2012	3,920	3,930	0,26%	20,600	425,51%
IMAGINARIUM	01/12/2009	4,310	4,500	4,41%	1,860	-56,84%
LUMAR	06/07/2011	4,600	4,690	1,96%	3,030	-34,13%
MEDCOMTECH	25/03/2010	3,390	4,400	29,79%	9,500	180,24%
NEURON	01/07/2010	3,990	4,200	5,26%	2,520	-36,84%
NPG	22/04/2014	1,360	2,240	64,71%	2,600	91,18%
SECUOYA	28/07/2011	4,200	4,300	2,38%	4,150	-1,19%
SUAVITAS	12/04/2012	1,050	1,100	4,76%	0,010	-99,05%
ZINKIA	16/07/2009	1,920	2,450	27,60%	0,480	-75,00%

Apéndice C

Listado de empresas en el MARF a 15 de junio de 2014

Compañía	Tipo de emisión	Cupón	Fecha de vencimiento	Saldo circulación	Último precio
COPASA	Bonos	7,500%	18/12/2018	50 M€	102,25% (13/06/14)
TECNOCOM	Bonos	6,500%	08/04/2019	35 M€	100,85% (06/06/14)
ELECNOR	Pagarés	Descuento	12/08/2014	5 M€	-
ELECNOR	Pagarés	Descuento	12/11/2014	5 M€	-
ELECNOR	Pagarés	Descuento	04/12/2014	10 M€	-
ELECNOR	Pagarés	Descuento	10/04/2015	15 M€	-
ELECNOR	Pagarés	Descuento	13/05/2015	5 M€	-
ELECNOR	Pagarés	Descuento	04/06/2015	5 M€	-
TUBACEX	Pagarés	Descuento	04/12/2014	3 M€	-
TUBACEX	Pagarés	Descuento	04/06/2015	12 M€	-