



Universidad Miguel Hernández

Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas de Orihuela

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Trabajo Fin de Grado

“EL CAPITAL RIESGO COMO
INSTRUMENTO DE
FINANCIACIÓN DE NUEVOS
PROYECTOS EMPRESARIALES”

Curso académico 2013/2014

AUTOR: ÓSCAR ZAPATA MARTÍNEZ,

TUTOR: SERGIO GALIANA ESCANDELL

Índice

1. Resumen	5
2. Introducción	6
3. Objetivos, hipótesis, propósito y metodología de la investigación	7
3.1. Objetivos e hipótesis del trabajo fin de grado.....	7
3.2. Propósito del trabajo fin de grado.....	9
3.3. Metodología empleada para recopilación y análisis de información.....	10
4. El capital riesgo	12
4.1. Breve referencia histórica.....	12
4.2. Marco legal del capital - riesgo.....	12
4.3. Tipos de capital riesgo	13
4.3.1 Fondos de Capital Riesgo (FCR).....	13
4.3.2 Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR).....	13
4.3.3 Sociedades de Capital Riesgo (SCR).....	14
4.4. Tipos de inversiones que realizan las SCR.....	14
4.5. Funcionamiento del capital – riesgo. Financiación de start up	15
4.5.1 Etapas del proceso a seguir para obtener financiación del capital - riesgo15	
4.5.1.1 Contacto y presentación del proyecto.....	15
4.5.1.2 Contrato de confidencialidad y/o registro de la propiedad intelectual .	17
4.5.1.3 Carta de intenciones.....	18
4.5.1.4 Acuerdo de exclusividad.....	18
4.5.1.5 Due Dilligence o análisis del proyecto empresarial.....	18
4.5.1.6 Financiación o inversión por parte de la SCR.....	19
4.5.1.7 Desinversión o salida del capital - riesgo.....	21
4.5.2 Datos de interés sobre el sector del capital riesgo.....	25
4.5.2.1 Algunos datos internacionales del sector.....	25

4.5.2.2 Datos nacionales sobre capital – riesgo y start up.....	27
4.6. Captación de fondos de las SCR	31
4.7. Fiscalidad de las sociedades de capital – riesgo.....	34
4.8. Ventajas e inconvenientes de financiarse a través del capital - riesgo.....	36
5. Casos reales de éxito y fracaso empresarial financiados a través de sociedades de capital - riesgo	38
6. Los inversores ángeles. Business angels.....	48
6.1. Características principales de los business angels y sus diferencias con las sociedades de capital - riesgo.....	48
6.2. Cómo contactar con business angels.....	52
6.3. Marco fiscal de los business angels.....	52
7. Conclusiones y recomendaciones	53
7.1. Conclusiones.....	53
7.2. Recomendaciones.....	56
8. Bibliografía y referencias.	61
9. Anexos.....	64

1. Resumen

En el presente trabajo fin de grado (TFG en adelante) se analizan algunas de las vías alternativas a la financiación de nuevos proyectos empresariales (emprendedores) o empresas que se encuentren en su fase de inicial de vida (start up) frente a la financiación clásica ofrecida por los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito. Estas vías de financiación alternativas son las sociedades de capital – riesgo y los business angels. A lo largo del presente TFG se describen detalladamente las principales características de cada una de estas fuentes alternativas de financiación y se pone de manifiesto una comparativa entre ellas y sus ventajas e inconvenientes.

El núcleo principal del análisis del TFG y su primera parte se centra más en el análisis de las sociedades de capital – riesgo por ser un sector mucho más maduro y regulado tanto en España como a nivel internacional, por ello se han abordado todos los aspectos que afectan a este tipo de sociedades, tanto desde el punto de vista de cómo afectan al emprendedor o start up a la hora de solicitarles financiación (etapas que deberán afrontarse hasta conseguir con éxito el objetivo de obtener financiación), como desde el punto de vista histórico, normativo, prácticas habituales de funcionamiento, sectores de inversión deseados, rentabilidades y condiciones exigidas, formas de desinversión, visión estratégica, etc.

La segunda parte del TFG, más breve que la anterior debido a lo podríamos decir la novedosa figura de los business angels, hace lo propio con ellos describiendo sus principales características (capital privado, implicación directa en la gestión, etc.), las prácticas más habituales de ofrecer financiación a los emprendedores y start up, su papel a desempeñar en la nueva Ley apoyo a los emprendedores, las principales diferencias de obtener financiación a través de ellos en relación con las sociedades de capital – riesgo, etc.

Para finalizar el TFG se establece una batería muy importante de recomendaciones y conclusiones a las que el emprendedor o start up deberán prestar especial atención. El objeto de establecer las mismas es facilitar la decisión que se deberá adoptar sobre la conveniencia de aceptar o no las condiciones de financiación propuestas por una sociedad de capital – riesgo o un business angel. Además se indica cómo contactar con dichas fuentes de financiación, cómo debe realizarse la

presentación del proyecto empresarial, cómo afrontar las entrevistas personales o careos con los futuros socios y sobre todo, cómo debe afrontarse la decisiva fase de negociación para obtener unas condiciones de financiación favorables y con éxito.

2. Introducción

La situación de desempleo nacional provocada por la actual crisis está generando a su vez una gran corriente de emprendimiento que se plantea casi como única alternativa al crecimiento del tejido productivo empresarial. Aunque el marco legal establecido recientemente por el gobierno en materias de incentivos fiscales, laborales, de responsabilidad societaria, etc., está introduciendo medidas favorables a la creación de empresas y el autoempleo, en el presente trabajo fin de grado (TFG en adelante) se va a analizar uno de los aspectos más necesarios e importantes para emprender un negocio, la financiación. A su vez y dentro de este ámbito nos vamos a centrar en el capital riesgo como instrumento de financiación de nuevos proyectos empresariales. En el presente TFG se van a exponer en función del tipo de empresa las diferentes modalidades de financiación, se van a explicar detalladamente los procesos y las formas en las que operan los fondos de capital riesgo y se alcanzarán aquellas conclusiones que permitan determinar las ventajas e inconvenientes que puedan orientar y sobre todo ayudar a decidir a una empresa y si es aconsejable o no acudir a este tipo de financiación.

El capital riesgo, se enmarca legalmente en, España. *Ley 25/2005, de 24 de noviembre, Reguladora de las Entidades de Crédito*, Boletín Oficial del Estado, 25 de noviembre, núm. 282, p. 38718 a 38736, donde las define como:

“Las entidades de capital-riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Asimismo, se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de capital riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que

representen el 85 por 100 del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas”.

Por último y más allá de su concepto legal podemos indicar que el capital riesgo va dirigido a invertir sus recursos propios en la financiación temporal de empresas (generalmente pymes y emprendedores) no financieras y no cotizadas, durante su etapa de arranque (**venture capital**) que será donde centraremos nuestro TFG o en su etapa de madurez, como consecuencia de un proceso de expansión o de reestructuración (private equity). El objeto de la inversión no es intervenir en la gestión diaria sino obtener un beneficio a través de la venta de las participaciones de la sociedad obteniendo una plusvalía al final del periodo de tiempo acordado. Además hemos de añadir que el capital – riesgo no solo aporta financiación (aunque es lo solicitado en la gran mayoría de los casos y el aspecto desarrollado este TFG) sino que también ofrece otros valores añadidos como puedan ser conocimientos, capacidad de gestión, contactos, etc.

3. Objetivos, hipótesis, propósito y metodología de la investigación

3.1. Objetivos e hipótesis del trabajo fin de grado

El presente trabajo fin de grado tiene por objeto enfocar un sistema poco convencional hasta ahora de financiación de pymes y emprendedores como puede ser el capital – riesgo. Actualmente la economía española se encuentra en una situación estructural (no coyuntural) de crisis económica y sobre todo financiera que se muestra muy agresiva con todos los sectores de la economía, incluyendo tanto a familias, administraciones públicas y empresas. Centrándolos en el área empresarial vamos a intentar determinar cómo el capital – riesgo contribuye a la creación de empresas, empleo y por lo tanto riqueza nacional. A continuación vamos a exponer las hipótesis que constituirán el punto de partida de nuestro estudio y a partir de ellas los objetivos que debemos alcanzar con el objeto final de ser capaces de determinar la conveniencia o no para una pyme o emprendedor de financiar la

constitución de una empresa y el posterior desarrollo de la actividad a través de la fórmula de capital – riesgo.

1. Hipótesis de partida:

- La situación actual de desempleo del 26,1%¹ de la población activa de aproximadamente unos 6 millones de parados hacen del autoempleo una de las principales vías de acceso mercado laboral.
- Desde el año 2010² casi 9 de cada 10 pymes encuentra problemas para obtener financiación en sus proyectos.
- Las restricciones al crédito empresarial provocan una pérdida de competitividad³ de las empresas nacionales frente a las extranjeras.

2. Objetivos. A lo largo del presente trabajo fin de grado pretendemos alcanzar los siguientes objetivos:

- Identificar el marco legal que regula el capital riesgo en España.
- Conocer los orígenes y evolución internacional del capital – riesgo.
- Describir las características de cada una de las sociedades en que puede operar en el capital – riesgo.
- Clasificar las distintas inversiones financieras que realizan las sociedades de capital – riesgo.
- Comprender el funcionamiento habitual de las sociedades de capital – riesgo en la financiación de start up.
- Conocer la situación actual y la evolución de la financiación nacional (y su comparativa internacional) de start up, tanto por sectores empresariales como por áreas geográficas.

¹ Ver Instituto Nacional de Estadística INE. *Encuesta de población activa 1T 2014*

² Ver Fernández de Lis. Santiago. *La financiación de las pymes en España*. Boletín Económico del Banco de España. Febrero 2012. ISSN 1577-7111

³ Ver Ortega Eloísa y Peñalosa Juan. *Claves de la crisis económica española y retos para crecer en el UEM*. Boletín Económico del Banco de España (2012). ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

- Entender cuales son las principales vías de captación de fondos de las sociedades de capital – riesgo.
- Identificar las distintas ventajas e inconvenientes de recurrir a la financiación vía capital – riesgo por parte de una start up.
- Describir las características de las condiciones de financiación realizadas por un business angel.
- Discernir entre las particularidades de financiación obtenidas a través de una sociedad de capital – riesgo o por un business angel.
- Ser capaces de valorar la conveniencia o no de acudir a la financiación a través del capital – riesgo en comparación con los business angels y otras fuentes tradicionales del mercado.

3.2. Propósito del trabajo fin de grado

El presente trabajo fin de grado tiene por objeto abordar la difícil situación de falta de financiación en que se encuentran la mayoría de los emprendedores y pymes en sus momentos iniciales y los primeros años de actividad. En el marco de una economía nacional muy resentida por la crisis económica y financiera, donde la banca tradicional ha centrado sus recursos de crédito hacia una desorbitada deuda pública y cerrado el grifo del crédito a las familias y empresas, vamos a abordar una vía alternativa de financiación para nuevos proyectos empresariales basados en la fórmula ofrecida por las sociedades de capital – riesgo. Analizaremos la evolución desde su origen internacional hasta nuestros tiempos actuales (el aquí y el ahora) y como funcionan este tipo de sociedades tanto en su captación de fondos, inversión (socios, prestamistas, sectores preferidos, condiciones generales, etc.) y posterior desinversión.

A través una exquisita selección de información aportada por los máximos órganos profesionales en esta materia (sociedades de capital riesgo, emprendedores y empresarios, banco de España, asociaciones profesionales de empresarios y de capital - riesgo, manuales profesionales, publicaciones especializadas, etc.) y a través de un riguroso análisis comparativo, vamos a vislumbrar aquellos detalles que todo emprendedor o start up debe tener presente a la hora de acercarse a exponer una idea de negocio a una sociedad de capital – riesgo con la finalidad de obtener financiación. Además y una vez captado el interés por nuestro proyecto mostramos

los aspectos más importantes a tener en cuenta en la fase de negociación (tipos de financiación ofrecidos, condiciones generales, formas de desinversión, etc.) y establecemos una serie de recomendaciones a seguir por la sociedad financiada con objeto de adquirir una cierta visión crítica que le permita decidir objetivamente la conveniencia o no de aceptar la oferta de financiación ofrecida por la sociedad de capital – riesgo.

3.3. Metodología empleada para recopilación y análisis de información

Básicamente la elaboración de este trabajo fin de grado se ha realizado siguiendo tres etapas:

1. **Recopilación de información** sobre las características más significativas sobre las sociedades de capital - riesgo y sus métodos de financiación a pymes (start up) y emprendedores. Para recopilar dicha información se han consultado las siguientes fuentes:
 - a. Legislación nacional vigente respecto a las sociedades de capital – riesgo en sus distintas modalidades de funcionamiento.
 - b. A través de la biblioteca de la Universidad Miguel Hernández (UMH) y de la Biblioteca Regional de Murcia se han consultado varios manuales especializados de reconocidos autores especializados en la materia del capital – riesgo y los business angels.
 - c. Además se ha recurrido a las hemerotecas de ambas instituciones anteriores donde se ha recopilado información publicada en revistas y prensa económica especializada.
 - d. Se ha rastreado y obtenido información actualizada y de gran utilidad a través de los mayores portales nacionales Web relacionados con el capital riesgo: Asociación Española de Capital Riesgo y Webcapital riesgo. De estos portales se han extraído ebook, publicación de boletines e informes mensuales, artículos de prensa, evoluciones del mercado del capital –riesgo, etc.
 - e. Se han realizado varias visitas a Murcia Emprende Sociedad de Capital – Riesgo de la Región de Murcia donde identificado como alumno de esta universidad, he mantenido varias charlas y entrevistas

informativas con diversos técnicos de la institución sobre los aspectos más destacados de la financiación de emprendedores y de start up. En dichas reuniones se me ha proporcionado información detallada de todo el proceso de financiación y asociación, desde el momento inicial basado en la captación de proyectos, su posterior desarrollo (en función del periodo de contrato acordado y el tipo de financiación seleccionada) y de la última fase de desinversión.

- f. Se ha entrevistado a dos emprendedores del Centro Europeo de Empresas e Innovación de Murcia (CEEIM) donde relatan su experiencia de recurrir al capital – riesgo como vía de financiación de su proyecto sin tener éxito.
- g. Se han entrevistado a dos empresarios con una dilatada experiencia empresarial basada en la financiación capital – riesgo donde han expresado sus opiniones de las ventajas e inconvenientes de acudir a este tipo de financiación desde el punto de vista del éxito en un caso y del fracaso en otro.

2. **Análisis detallado de la información.** Forma la columna vertebral de este trabajo fin de grado. Una vez recopilada toda la información de las distintas fuentes se ha procedido a contrastar los argumentos expuestos por las mismas quedando reflejados de forma clara en este TFG aquellos conceptos de veracidad más que probada tanto dentro del marco legal y teórico así como los reconocidos en la práctica real de funcionamiento de las sociedades de capital – riesgo. Quedan excluidos del presente TFG ciertos aspectos subjetivos expresados por alguna de las fuentes de información por no poderse contrastar fidedignamente con el resto de ellas o por pertenecer a otras áreas de funcionamiento de las sociedades de capital – riesgo no vinculadas con la financiación de pymes, start up o emprendedores (a modo de ejemplo podemos citar el private equity, etc.).

3. **Recomendaciones y conclusiones.** Aunque las conclusiones tienen por objeto contribuir decisivamente a alcanzar el objetivo final de “Ser capaces de valorar la conveniencia o no de acudir a la financiación a través del capital –

riesgo en comparación con otras fuentes tradicionales del mercado” y gozan de un apartado final en el presente TFG, a lo largo de los apartados del mismo se van introduciendo una serie de recomendaciones que ayudarán a reflexionar al emprendedor o start up en cada una de las fases del proceso de financiación para valorar de forma independiente las ventajas e inconvenientes de optar por esta vía frente a otras fuentes de financiación.

4. El capital riesgo

4.1. Breve referencia histórica

Las primeras modalidades de operaciones de capital riesgo tienen sus orígenes en los Estados Unidos en el año 1946. En este año se crea la “American Research & Development (AR&D)”, un fondo profesional dedicado a realizar inversiones de alto riesgo. El apoyo por parte del gobierno, a través de la “Small Business Investments Companies Administration (SIBCA)”, fue fundamental para incentivar el crecimiento de la actividad, otorgando una serie de beneficios y créditos a bajo coste.

El Capital Riesgo en España tiene sus primeras incursiones sobre el año 1972 en Galicia. Su objetivo principal era promover aquellas zonas económicamente desfavorecidas. Durante esa década y debido a sus operaciones de éxito fue extendiéndose por otras comunidades autónomas del territorio nacional.

Con la entrada de España en la Unión Europea, diferentes operadores de capital riesgo internacionales se introdujeron en el país, sin embargo su crecimiento quedó sesgado durante la crisis de la primera parte de la década de los años 90 donde incluso se temió su desaparición, sin embargo a partir de 1997 resurgió nuevamente volviéndose a dar máximos históricos con un crecimiento medio del 40% respecto a 1996, considerándose desde entonces y hasta ahora como una sería alternativa dentro de las fuentes de financiación del sector empresarial.

4.2. Marco legal del capital - riesgo

Algunos de los aspectos más destacados del funcionamiento de los distintos tipos de sociedades de capital riesgo y sus formas de operar en España quedan reguladas en las siguientes normas:

- Ley 25/2005, de 24 de noviembre, Reguladora de las Entidades de Crédito.

- Reglamento (UE) nº 345/2013 del parlamento europeo y del consejo de 17 de abril de 2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos.
- Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.
- Guía de buenas prácticas “*Principios de Inversión Responsable*” de la Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo.

4.3. Tipos de capital riesgo

Actualmente el capital riesgo está supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que es la encargada de aprobar el ejercicio de su actividad desde su inicio hasta su desarrollo y en su caso liquidación. En España se puede operar en el capital riesgo a través de las siguientes Entidades de Capital Riesgo (ECR en adelante): Fondos de Capital, Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo y Sociedades de Capital Riesgo, donde según el profesor Santiago Simón del Burgo (ESADE)⁴ se podrían definir en la práctica como:

4.3.1 Fondos de Capital Riesgo (FCR)

“Son los vehículos de inversión. No tienen personal y en su balance solo estarán las inversiones en participadas. Tienen que estar gestionados por una SGEGR que es donde están los gestores de los fondos que llevan la operativa diaria de las inversiones. Son limitadas en el tiempo, normalmente unos 10 años, habiendo un compromiso de inversión de los partícipes cuando finaliza el periodo de captación de fondos teniendo que ser liquidados cuando se termina el plazo del fondo”.

4.3.2 Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR)

“Son la cara visible de los fondos y los que gestionan la operativa diaria de éstos. Estas sociedades son las que originan las operaciones que elevan al Comité de

⁴ Ver Simón del Burgo Santiago. *Cómo tratar con el capital riesgo*. Disponible en: <http://www.esade.edu/web/esp/about-esade/today/events/viewelement/193501/1/08-08-2011/como-tratar-con-el-capital-riesgo,-por-santiago-simon-del-burgo>

Inversiones para su aprobación, negocian las condiciones de la participación, invierten en representación de los fondos, participan en el seguimiento de la inversión y gestionan la venta de la participación cuando esta ha madurado”.

4.3.3 Sociedades de Capital Riesgo (SCR)

“Son sociedades anónimas que pueden tener los fondos a invertir y al personal para gestionarlos. También pueden estar gestionadas por una SGEGR aunque no es necesario como en los FCR. No tienen limitación temporal”.

4.4. Tipos de inversiones que realizan las SCR

Como inversiones más destacadas podemos citar:

1. **Capital semilla (seed capital).** Este tipo de inversión está relacionado con empresas que, o acaban de nacer, o, aún no han comenzado sus actividades empresariales, Este capital suele ser utilizado para gastos preliminares como: estudios de mercado, desarrollo de productos o prueba de prototipos. Las necesidades de capital suelen ser inferiores a los de las demás fases.
2. **Capital para puesta en marcha (start up capital).** Al igual que en el tipo de capital anterior, estas inversiones van dirigidas a empresas que aún no han empezado con la producción y distribución del producto o servicio, en empresas de creación reciente y que, por tanto, aún no han generado beneficios. Estas inversiones suelen tener un periodo de maduración largo y requerir posteriores inyecciones de capital para financiar el crecimiento.
Nuestro trabajo fin de grado prestará especial dedicación a dos puntos anteriores (1 y 2)
3. **Capital para la expansión (expansión capital).** Financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos, etc.
4. **Adquisición con apalancamiento (leveraged/management buy-out y management buy-in).** Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos

(financiación de entresuelo). Son frecuentes en capital riesgo las adquisiciones protagonizadas por los propios directivos de la empresa (MBO) o por directivos de otra empresa similar (MBI).

5. **Capital de reestructuración (turnaround capital).** Recursos aportados para el reflotamiento de la sociedad que se encuentra en una etapa de dificultades financieras. Normalmente conlleva la reestructuración de parte de la empresa e incluso despido de directivos.
6. **Capital de sustitución o compra secundaria (secondary buy-out).** Donde el capital riesgo se limita a relevar a uno o más accionistas que no se encuentran interesados en continuar su inversión. Es una operación frecuente en empresas familiares.
7. **Refinanciación de deuda:** Sustitución de deuda por recursos propios para reducir el nivel de endeudamiento de la empresa.

4.5. Funcionamiento del capital – riesgo. Financiación de start up

4.5.1 Etapas del proceso a seguir para obtener financiación del capital - riesgo

Actualmente el problema mayoritario de toda start up es la financiación inicial para poner en marcha el negocio. Desarrollaremos ahora las etapas habituales por las que hay que pasar cuando recurrimos como vía de financiación al capital – riesgo.

4.5.1.1 Contacto y presentación del proyecto

Una vez apostado por este tipo de financiación el emprendedor deberá realizar (si aún no lo ha hecho) en primera instancia un plan de negocios completo y detallado que permita conocer a la sociedad de capital - riesgo los aspectos fundamentales que le permitan determinar si es rentable invertir o no en dicho negocio, el plan de empresa debe incluir unas previsiones empresariales de entre 3 y 5 años.

Posteriormente el emprendedor deberá seleccionar de entre las distintas sociedades de capital – riesgo existentes en el mercado la más adecuada dependiendo del tipo de negocio (perfil de la actividad; agrícola, textil, tecnológico, etc.) que desee llevar a cabo. Para realizar tal selección puede acudir al buscador de la página Web de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI). www.ascrri.org, aquí podremos encontrar el listado de todas las SCR autorizadas a operar en España con

todos sus datos de contacto: Máximo ejecutivo, domicilio, teléfono, email, etc. Contemplar a modo de ejemplo la siguiente imagen del buscador:

Grafica 1. BUSCADOR DE SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA



Una vez seleccionada la SCR y puestos en contacto con ellos les facilitaremos el plan de empresa y concertaremos una entrevista para realizar una breve presentación e intercambiar impresiones. Según Ramón Gómez director y máximo responsable de Murcia Emprende, S.C.R. *“La elaboración y presentación del plan de negocios es fundamental para obtener éxito, recomendamos al emprendedor que cuide al máximo estos dos aspectos. Tenga usted en cuenta que el proceso de financiación a través de una SCR conlleva una serie de entrevistas además de la presentación final del proyecto y que solo entre un 3% y 5% de las solicitudes son aceptadas y financiadas. Aunque he de decir que debido a la actual situación de crisis las solicitudes se han cuadruplicado y que esperamos en dos o tres años llegar a aceptar entre el 7% ó 10%”.*

Se recomienda que al emprendedor que prepare en profundidad cada una de las entrevistas. Es muy habitual que le formulen una batería de preguntas y le planteen diferentes problemáticas y situaciones trampa con la finalidad de evaluar su valía y habilidad para resolver problemas. A modo de ejemplo, algunas de las preguntas que podemos citar⁵ son:

⁵ Revista Emprendedores. 2009 nº 138 *“¿Vuelve el dinero?”*. Hachette Filipacchi, ISSN 1138-9702

- ¿Cuál es la decisión más dura que has tenido que tomar en el último año?
- ¿Qué estabas haciendo la última vez que miraste un reloj y te diste cuenta que habías perdido la noción del tiempo?
- Describe un momento en el que estabas convencido que tenías razón y aun así debiste hacer lo que te mandaron.
- “Cuéntame alguna experiencia dónde creías que había un mal liderazgo. ¿Qué hiciste?”
- Etc.

4.5.1.2 Contrato de confidencialidad y/o registro de la propiedad intelectual

Aunque estamos solicitando financiación a una entidad cien por cien profesional y rige el principio de buena fe y por tanto no debería existir temor alguno al robo de ideas, debemos tener un cierto grado de cautela. Por tanto y aunque no sea una condición imprescindible la patente de ciertos productos es muy recomendable que se haga en empresas de alto contenido tecnológico. Además y como protocolo de las empresas de capital – riesgo se debe firmar un contrato de confidencialidad en el que se debe cuidar incluya los siguientes contenidos⁶:

1. **Objeto:** Especificar con detalle los puntos que se consideran información confidencial y los que no.
2. **Derechos y obligaciones:** Establecer la obligación de guardar el secreto, con detalle de los usos de la información que se consideran válidos y los usos que se prohíben. Se debe extender la obligación de confidencialidad a los colaboradores de la parte que firma el acuerdo.
3. **Excepciones a la obligación de confidencialidad:** Se deben determinar las situaciones en que se puede romper la confidencialidad, por ejemplo en el caso de obligación legal de hacer pública una información o la orden de un juez).
4. **Propiedad de la información:** Es conveniente dejar claro quién es simple beneficiario de la información y quién es el titular de la misma.

⁶ Revista Española de Capital – Riesgo. 2007 nº 3 “*El capital riesgo como apoyo al emprendedor*”. M&A Businessshop, S.L, ISSN 1887-2697

5. **Gestión de la información:** Se deben establecer los mecanismos mediante los que se intercambia la información, y las garantías para evitar que la información trascienda fuera del ámbito del contrato.
6. **Cláusulas penales:** Cuales serán las consecuencias para las partes en caso de que se incumplan las obligaciones acordadas.

4.5.1.3 Carta de intenciones

Muchas veces es considerada por error como un simple documento que refleja los tratos preliminares (condiciones estimatorias de la inversión, precio, tiempo, etc.) sin efecto jurídico, pero en realidad todo emprendedor o start up ha de prestar también una especial atención a esta carta porque puede constituir condiciones contractuales, es decir, no deja de ser un contrato con posibles obligaciones desagradables que tener que acatar en momentos posteriores.

4.5.1.4 Acuerdo de exclusividad

Normalmente es una cláusula que la SCR hará firmar en la carta de intenciones a los emprendedores con la finalidad de garantizar que estos no negocien la financiación con otros inversores mientras duren las actuales negociaciones. Esta cláusula suele emplearse como estrategia para evitar el regateo en las condiciones.

4.5.1.5 Due Dilligence o análisis del proyecto empresarial

Es un proceso complejo realizado con por los técnicos de riesgos de la sociedad de la SCR con la finalidad de evaluar la rentabilidad y viabilidad económica del negocio propuesto por la start up. El due dilligence se centra en analizar de forma prospectiva (desde un momento actual hasta un largo plazo de 3 a 7 años aproximadamente) las áreas que se consideren más esenciales para cada tipo de negocio en cuestión, a modo de ejemplo podemos indicar que analizará: Los fondos propios, la previsión de ventas, costes y márgenes comerciales, la correcta elección de canales de distribución, el fondo de comercio, las posibles incidencias en aspectos legales en cuestión de licencias, impuestos, área laboral, etc. Para realizar dicho análisis se estudia la documentación aportada por el emprendedor y se coteja con un sistema de información global (SIG) por sectores empresariales. Además se

utilizan una serie de técnicas matemáticas y econométricas para realizar las proyecciones futuras sobre la evolución del negocio y su potencial recorrido.

Por último hemos de indicar que la información derivada del análisis suele recogerse en un informe y sus conclusiones normalmente serán traducidas en cláusulas del contrato final de financiación con la finalidad de que expresen garantías e identifiquen o acoten riesgos en la operación para la SCR.

4.5.1.6 Financiación o inversión por parte de la SCR

Sorteadas satisfactoriamente las fases anteriores y llegados a este punto conviene tener claro cuales son las formas más habituales de obtener financiación por parte de la una SCR y en qué condiciones serán. Como norma general a las SCR suelen interesarles básicamente start up que cumplan las siguientes características⁷:

1. Empresas con productos innovadores y con proyección en el mercado
2. Existencia de un capital humano elevado capaz de ejercer una buena gestión
3. Aceptación del instrumento por medio del cual se hará la financiación.

El último punto es de suma importancia para el emprendedor, por tanto es necesario conocer que las SCR suelen realizar la financiación atendiendo a las siguientes particularidades:

- a. Los períodos de inversión varían, si bien las entidades de capital riesgo siempre parten de un enfoque temporal, siendo el plazo entre 3 y 8 años el más habitual. Algunas entidades lo dejan abierto, señalando que dependerá del proyecto.
- b. Las particiones en start up suelen ser de forma minoritarias debido al riesgo asumido. Dichas participaciones pueden realizarse a través de:
 - **Créditos o préstamos** a devolver por los emprendedores. Normalmente las SCR suelen establecer un límite máximo de la inversión a realizar en start up situado en un 25% de la inversión inicial con un margen de variabilidad de un 10%

⁷ SECO B. Maite. *Capital Riesgo y Financiación de Pymes*. Colección EOI empresas, 2008. ISSN: 1888-5993

dependiendo del sector o actividad. El tipo de interés de los préstamos deberá ser objeto de gran estudio y hábil negociación por parte del emprendedor, suele situarse en euribor más un diferencial fijo que oscila entre el 0,1% y el 2% y un diferencial variable que dependerá del tipo de actividad y de los resultados de la empresa que oscila entre el 12% y el 24%. Por tanto nos encontramos con un coste medio de financiación en torno al 21%

- **La adquisición directa de un porcentaje de las acciones o participaciones.** El porcentaje de participación en el capital suele fijarse entre el 5% y el 49%. Esta suele ser la forma más habitual de invertir en una start up.
- **Otras fórmulas imaginativas;**
 1. **Préstamos participativos** convertibles en acciones. Se establecen a largo plazo en un periodo de entre 5 y 8 años aproximadamente y suelen tener carencia en cuota de capital. La start up pagará solamente un tipo de interés a la SCR que puede ser fijo o variable en función de los ingresos de la sociedad (cash flow generado). Finalizado el periodo de préstamo, el principal del mismo se transformará en acciones o participaciones propiedad de la SCR. Normalmente se recurre a esta fórmula cuando no puede hacer en el presente una valoración futura de la empresa y por tanto no puede estimar fiablemente la rentabilidad de la empresa a largo plazo.
 2. **Participación mixta.** Se establece porcentaje de participación en forma de acciones (entrada directa de capital con derecho a voto en la gestión) y otro porcentaje a través de acciones preferentes con un solo derecho a percibir una retribución fija.
 3. **Rondas de financiación capadas.** No se trata de una forma de financiación pura, sino más bien de una metodología consistente en que la SCR aporta el dinero

en distintas fases (periodos de tiempo). Se dice que una ronda de financiación es capada cuando implica para el SCR la participación directa en acciones de la start up. Sin embargo cuando son no capadas no tiene porque haber participación en el capital.

4.5.1.7 Desinversión o salida del capital - riesgo

El principal objetivo de toda SCR es la venta final (recompra de las acciones por el emprendedor, venta a un tercero del propio sector o a otra SCR) de la start up, su salida a bolsa o liquidación de la misma. Obteniendo una tasa interna de rentabilidad (TIR) elevada desde el primer momento, de esta forma maximizarán su beneficio. Por tanto uno de los aspectos más esenciales y delicados a tener en cuenta cuando se negocia financiación con una SCR es precisamente el establecer ventajosamente las condiciones que harán que en un futuro dejemos de ser socios. Como hemos indicado la desinversión se hará en un plazo aproximado de entre 5 y 8 años aproximadamente, no obstante este plazo dependerá del tipo de sociedad, sector en el que opere, situación del mercado, etc. Simón del Burgo (2011) apunta algunas características básicas sobre la disinversión a través de venta y salida a bolsa:

- a. **Respecto a la venta.** *“Las SCR prefieren vender el 100% de la empresa, ya que eso reporta más valor y, por otra parte, saben que revender las acciones al antiguo empresario supone, normalmente, malvender, ya que éste utilizará todos los argumentos para reducir el precio, y alargar los plazos de pago. Sólo en última instancia, y para evitar males mayores, las SCR venden a los antiguos propietarios. He analizado algunas de esas operaciones y no se puede decir que hayan sido demasiado amistosas, si bien, hay que reconocer que los directivos de las SCR nunca pierden la compostura y siempre mantienen la máxima profesionalidad, sabiendo salir airosos de esas tristes situaciones.*

Otra cosa que se debe tener en cuenta es que la SCR puede tener muchos contactos para vender la empresa, pero los que conocen la empresa y pueden argumentar el plan de negocio frente a un potencial

comprador, son el equipo gestor, por ello es de la máxima conveniencia una sintonía total, es la forma de obtener un buen precio. Por el mismo argumento, cuando los compradores son los propietarios o el equipo gestor, queda claro que puede haber más problemas en la valoración de la empresa, o en la confección del plan de empresa que se utilizará como base para la valoración. Aquí podemos tener problemas de agencia, al ser el resto de propietarios o directivos, compradores y valoradores al mismo tiempo”.

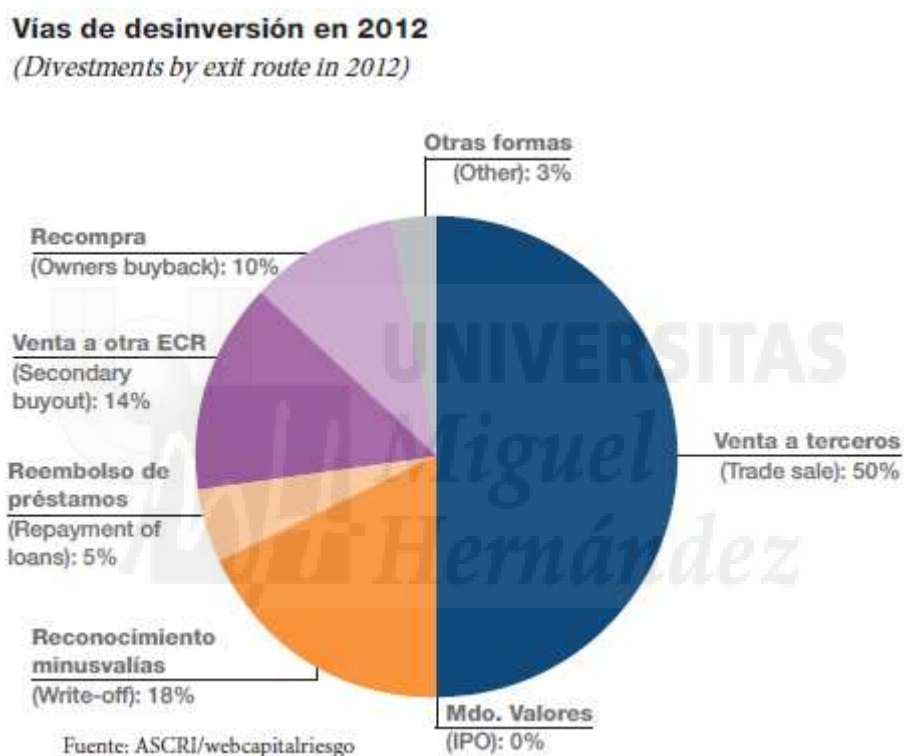
b. Respecto a la salida a bolsa. *“Aunque los últimos años no han sido demasiado favorables para las salidas a bolsa, algunos empresarios siguen viéndolo como el camino lógico, esta alternativa permite al empresario mantener el control de la empresa, ya que la participación de la SCR se diluye en manos de miles de pequeños inversores, con lo cual, en la práctica es como si se hubieran amortizado esas acciones, al no tener un accionista de referencia como era antes la propia SCR. En algunas de las operaciones que he visto donde se ha utilizado este sistema, los empresarios están encantados, ya que obtienen liquidez para sus propias acciones, mantienen el control, y se mejora mucho la imagen de la empresa. La contrapartida es la cantidad de información que hay que suministrar trimestralmente al mercado. Además he de indicar que la salida a bolsa, también es la vía preferida para algunas de las SCR”*

c. Respecto a la desinversión por liquidación. Según entrevista mantenida el 3 de marzo de 2014 con Arturo Serna socio fundador de la start up Murcia Card Soluciones, S.L (dedicada a sistemas de identificación personal) argumenta: *“La rentabilidad del negocio no era la adecuada y no terminó de despegar, durante los 7 años de contrato tuve algunos problemas para el pago de los créditos. Al finalizar del contrato tampoco nos poníamos de acuerdo con la valoración final del negocio. Ellos te fuerzan a comprar su parte cara o vender la tuya barata, solo piensan en cobrar su plusvalía y no les interesa luchar por la subsistencia del negocio, por tanto tuve que acceder a liquidar y se*

procedió a una quiebra ordenada de la compañía asesorada por los gestores de la SCR”

En la siguiente gráfica podemos observar según informe anual 2013 de la Asociación Española de capital – riesgo (ASCRI) la forma en que se produjeron el volumen de desinversiones durante el año 2012 en España.

Grafica 2. PRINCIPALES VÍAS DE DESINVERSIÓN DE LAS SCR EN ESPAÑA



Una vez analizadas las distintas formas de desinversión en una start up por parte de una SCR indicaremos ahora algunas de las cláusulas contractuales que el emprendedor deberá negociar enérgicamente en aras de conseguir una eficiente financiación⁸:

⁸ García M. Isabel. *Cláusulas que debes vigilar al firmar un contrato con un business angels*. Diario cinco días. 05/11/12. páginas 6 y 7

- a. **Cláusula de preferencia en caso de liquidación.** Con ella se establece que en caso de venta o quiebra de la start up la SCR cobrará equis veces la inversión realizada. Esta cláusula suele incluirse muchas veces cuando la SCR renuncia a la desaparición de la cláusula de dividendo preferente. Una estrategia del emprendedor podrá consistir solo en incluirla para el caso de liquidación pero no para el de venta, de esta forma le será más barato alcanzar la propiedad total de la empresa en caso de que desee adquirirla plenamente en un futuro.
- b. **Cláusula de dividendo preferente.** Con ella la SCR se asegura cobrar durante el periodo de tiempo acordado un porcentaje de los dividendos con preferencia sobre el resto de los socios de la start up además de los dividendos que le corresponderían por su participación en el capital. En caso de que la SCR se niegue a excluir del contrato esta cláusula, la estrategia a desarrollar por el emprendedor será en minimizar al máximo el porcentaje de dividendo preferente.
- c. **Cláusula de derecho de arrastre.** Establece que si, transcurrido un periodo de tiempo determinado, el inversor recibe una oferta y esta es aceptada por el 50% de los socios, los demás están obligados a asumirla o, en su defecto, a igualarla para adquirir las participaciones de quien quiera vender. Se recomienda al emprendedor como estrategia de negociación que fije un periodo de tiempo mínimo para poder ejecutar esta cláusula 4 ó 5 años sería un periodo razonable.
- d. **Cláusula de acompañamiento.** Establece que si un tercer inversor ofrece a uno de los socios emprendedores una propuesta por sus acciones, los demás socios tienen derecho a vender sus participaciones al mismo precio y comprador.
- e. **Cláusula de recompra.** Por la que se otorga al emprendedor un derecho de recompra de aquellas acciones o participaciones en propiedad de la SCR. Con objeto de evitar un posible concurso de acreedores, se recomienda que su redacción sea clara, sencilla y que la transmisión de capital siempre este vinculada a la estabilidad de la start up.

- f. **Penalizaciones o bonus en función del cumplimiento del plan de negocio.** Se recomienda al emprendedor que huya de cualquier cláusula vinculada con estos conceptos, hemos de tener en cuenta que los planes de empresa están basados en estimaciones que dependen de multitud de variables, luego no debe obligarse contractualmente a responder sobre criterios subjetivos.

4.5.2 Datos de interés sobre el sector del capital riesgo

4.5.2.1 Algunos datos internacionales del sector

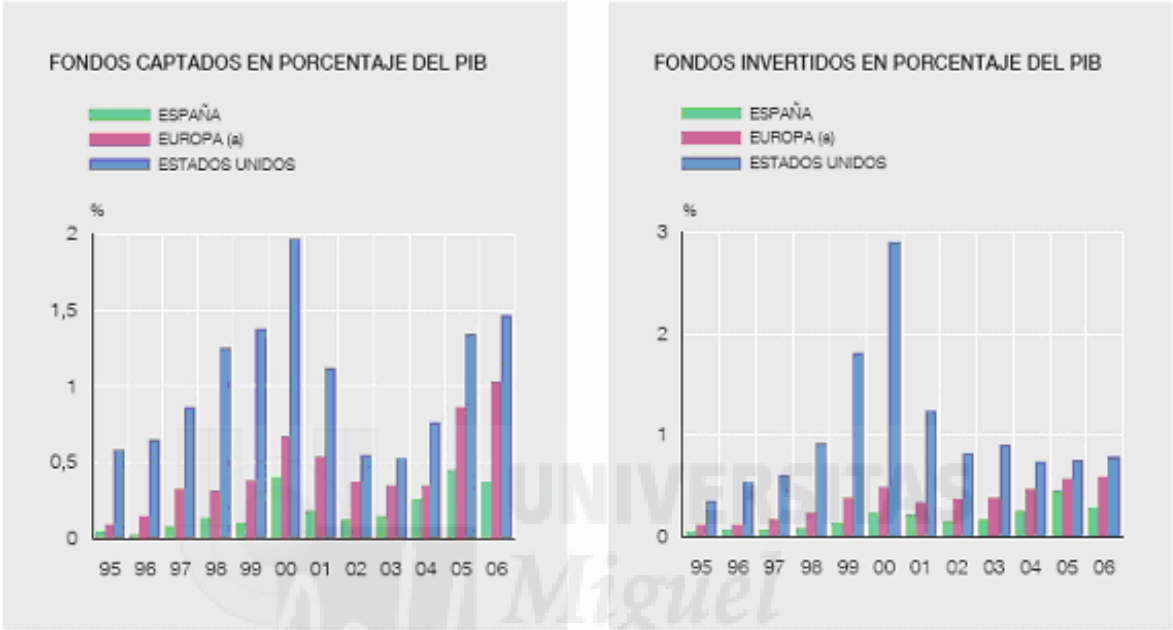
Este epígrafe no tiene por objeto mostrar una visión histórica de la evolución internacional del capital - riesgo desde sus inicios hasta ahora, sino que pretende ilustrar una comparativa de la captación e inversión de fondos de las SCR en las dos principales áreas de referencia para el mercado español. Estas dos áreas son: Estados Unidos (EE.UU) país que goza de la máxima experiencia en este campo y los más destacados países miembros en capital – riesgo de la Unión Europea. Además y con la finalidad de establecer un marco de referencia para las SCR españolas indicaremos cuales son a nivel internacional los sectores preferidos de inversión para el capital – riesgo.

Como podemos observar en la siguiente gráfica⁹, durante la década de los años 2000 se van reduciendo diferencias de captación y financiación vía capital – riesgo en las áreas de Estados Unidos, Europa y España. En lo referente a la captación de fondos vemos claramente que los Estados Unidos y Europa tienen un amplio excedente de fondos, sin embargo en líneas de inversión observamos un brusco descenso en Estados Unidos y un moderado ascenso en Europa haciendo más homogéneas las cifras en ambos continentes. Por tanto podemos deducir en primer término que la financiación vía capital – riesgo seguirá una línea progresiva alcista en Europa y España para los próximos hasta alcanzar a EE.UU. Segundo, el excedente de fondos de las SCR Americanas y Europeas se está invirtiendo en a

⁹ Barthle Dominique, Alférez Ángela, Martí P. José, Salas de la Hera Marcos. *Informe de actividad capital riesgo en España 2013*. ASCRI Asociación Española de Entidades de Capital – Riesgo.

través en otras regiones emergentes con la finalidad de diversificar riesgos y aprovechar mayores plusvalías, por tanto todavía queda recorrido de inversión en caso de que se deseara repatriar capital.

Grafica 3. COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE FONDOS DE LAS SCR.
FONDOS CAPTADOS E INVERTIDOS. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



FUENTES: ASCRI, EVCA, Thomson Financial y DataStream.

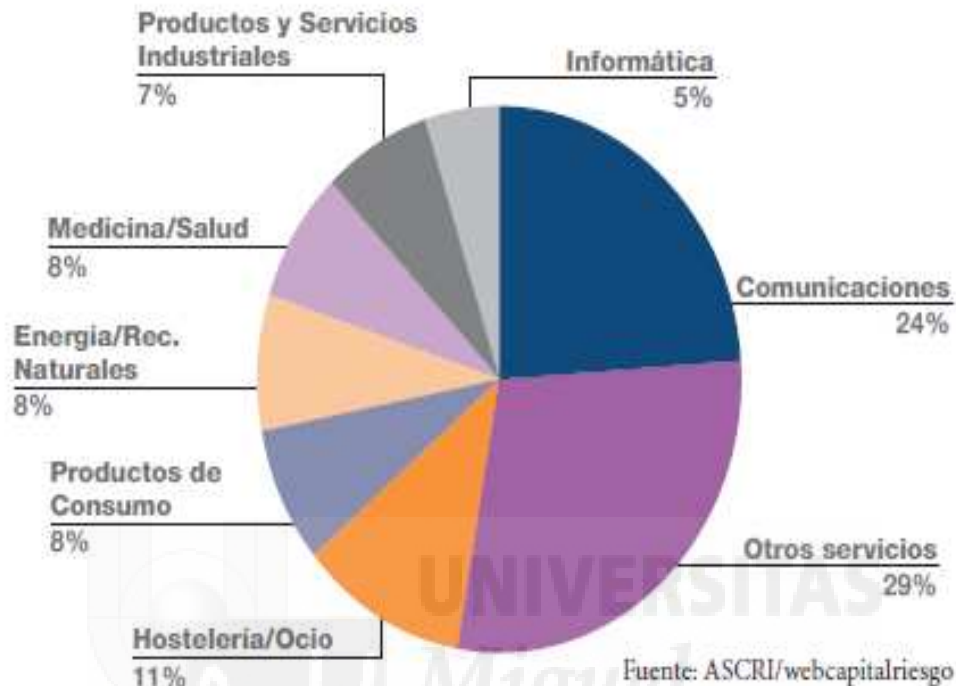
a. Se utiliza el PIB agregado de Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia, que representaban el 93% de fondos captados en Europa en 2005.

La siguiente gráfica nos será de mucha utilidad para establecer más adelante la comparativa de los sectores preferidos a nivel internacional por las SCR en relación con las situadas en España. Como podemos observar el sector favorito de inversión son comunicaciones y telecomunicaciones, seguido del ocio y hostelería y otros sectores muy puntuales de la economía como el campo de la medicina, productos naturales, etc.

Grafica 4. INVERSIÓN INTERNACIONAL DE FONDOS POR SECTORES

Cartera (por importe) de las ECRs internacionales por sector

(Portfolio of international entities by sectoral distribution)



4.5.2.2 Datos nacionales sobre capital – riesgo y start up

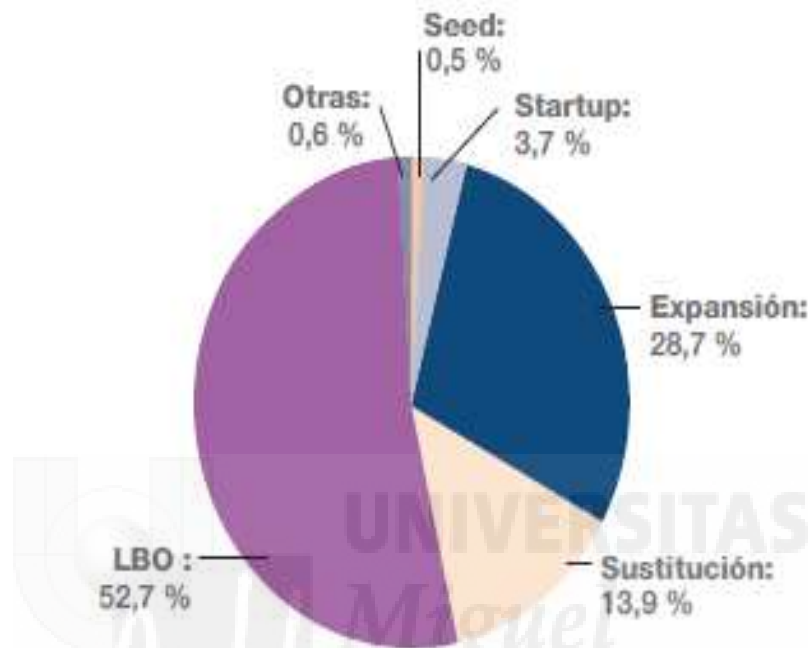
En el presente epígrafe se pondrá de manifiesto de forma particular como han evolucionado en los últimos años a nivel nacional la financiación de start up y su comparativa con las cifras de inversión de las SCR a nivel internacional.

Como podemos comprobar en la siguiente gráfica durante el año 2012 solo el 3,7% de las operaciones de capital – riesgo se destinaron a la financiación de start up frente a por ejemplo el 28,7% de financiación en empresas que se encontraban en un estado más adelantado como el de expansión.

Grafica 5. INVERSIÓN NACIONAL DE FONDOS POR TIPO DE EMPRESAS

Inversión por fase de desarrollo en 2012

(Stage distribution of investments in 2012)

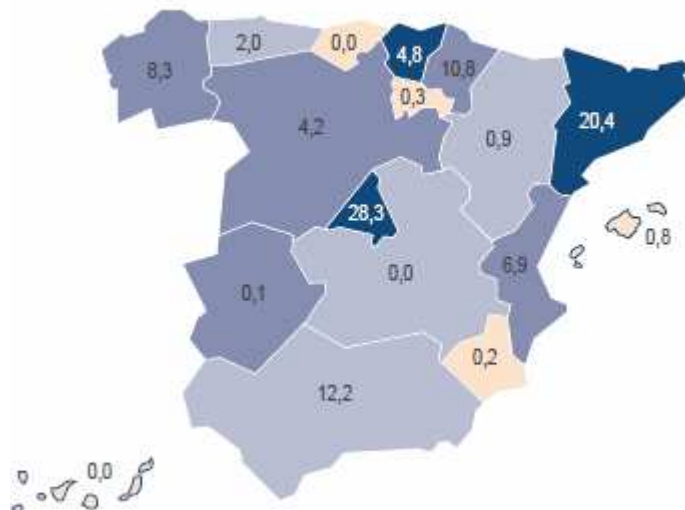


Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo

En las siguientes gráficas 6 y 7 se muestra por comunidades autónomas la evolución de los últimos diez años de cuales han sido la fuente de inversión en empresas que se encuentran en una fase inicial. Podemos observar como las start up ocupan el liderazgo frente a otras fórmulas por ejemplo como el capital semilla.

Grafica 6. INVERSIÓN NACIONAL DE FONDOS POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS.

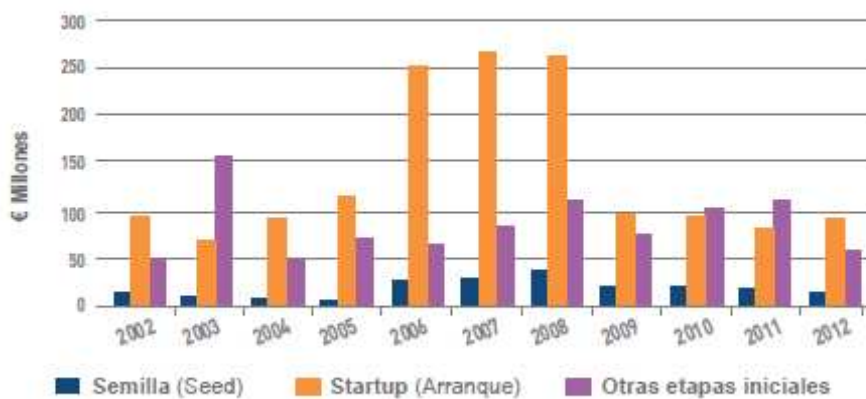
Porcentaje invertido de VC por Comunidad Autónoma
(Percentage of VC investment by region).



* ECR Nacionales e Internacionales (National & International VC funds)
Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo

Grafica 7. INVERSIÓN NACIONAL DE FONDOS POR EMPRESAS EN FASE INICIAL

Volumen de inversión en VC* por fases
(Stage distribution of VC* investments)



* ECR Nacionales e Internacionales (National & International VCs funds)
Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo

Podemos indicar que las cifras en España (2010)¹⁰ confirman que el 85% de las operaciones de VC son inferiores al millón de euros, el 58% son menores a 250.000 €, y solo un 20% de los operadores de Capital Riesgo hacen Venture Capital. Por otro lado, son muy pocas empresas y negocios que consiguen el apoyo de este tipo de inversores. Se dice que 1 de cada 250 empresas en fases de arranque consiguen fondos y 1 de cada 20-30 para aquellas que tengan un recorrido en el mercado de entre 1-3 años. Una vez que el VC se interesa por la empresa y aprueba su entrada en el capital, se diseña la estructura más conveniente para las partes.

Por último en la siguiente gráfica reflejamos los campos preferidos de inversión en España por parte de las SCR. Como podemos observar desde 2008 hasta 2012 se ha producido un importante aumento de la financiación de empresas tecnológicas frente a los sectores tradicionales, esto refleja la armonía existente entre las operaciones de inversión a nivel internacional y las producidas en España.

Grafica 8. INVERSIÓN NACIONAL DE FONDOS EN EL SECTOR TECNOLÓGICO

Volumen de inversión en VC* por contenido tecnológico

(VC* investments in technology companies)



* ECR Nacionales e Internacionales (National & International VC funds)

Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo

¹⁰ Ver Varas José María. *¿Qué participación exige un Venture Capital cuando financia una empresa en fase de arranque " Start up"?* Disponible en: http://es.negocius.com/que-participacion-exige-un-venture-capital-cuando-financia-una-empresa-en-fase-de-arranque-start-up_arpu-view_a209.html

4.6. Captación de fondos de las SCR

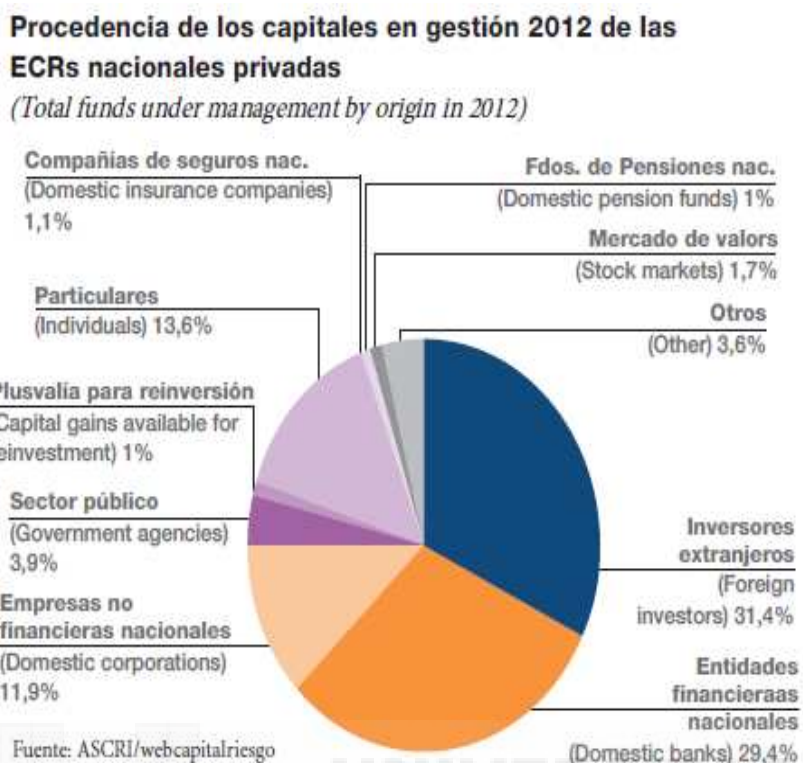
Hay que indicar que la captación de fondos es el origen del cual proviene el capital que posteriormente invertirán las SCR en diversas empresas y sectores de la economía. Hemos de tener presente que estos fondos tienen el objetivo común de obtener una elevada plusvalía aunque pueden provenir de inversores con muy distinto perfil como son: Inversores privados particulares, bancos, fondos de inversión, fondos de pensiones, instituciones públicas, etc. Los inversores aportan capital y realizarán un control a través de las remuneraciones pero no se encargarán de la gestión del fondo puesto que eso corresponderá a la SCR que será la que decidirá los sectores de la economía en los que invertirá, las fases de las empresas que serán objeto de participación, etc. Según indica la profesora Maite Seco (ver referencia 4) en la fase de captación se pueden revisar y definir los siguientes aspectos:

- *Identificación y captación de inversores (fundraising).*
- *Forma jurídica para la gestión de los fondos captados.*
- *Formalización de las participaciones: contrato entre oferentes de fondos y entidad de capital riesgo. Donde destacamos las siguientes cláusulas con la finalidad de evitar problemas entre los inversores y los gestores de los fondos:*
 1. *Fijar una vida limitada a los fondos de capital riesgo, de forma que los gestores no puedan mantener los recursos permanentemente.*
 2. *Escalonar la entrega de fondos, con la opción de no aportar fondos tras la entrega inicial o de retirarlos antes de la terminación de la vida del fondo.*
 3. *Prohibir a la entidad de capital riesgo reservarse ventajas frente a las condiciones que ofrecen a los inversores del fondo.*
 4. *Fijar la remuneración de la entidad de capital riesgo, que generalmente tiene dos componentes: comisión de gestión (fija) y comisión por resultados (variable).*

5. *Prohibir a la entidad de capital riesgo iniciar un fondo hasta haber invertido completamente el anterior.*
6. *Prohibir la inversión en determinadas empresas o sectores: por no conocerse bien, por ser más arriesgadas o por haber invertido la misma entidad de capital riesgo con un fondo anterior.*
7. *Fijar un esquema de distribución prevista de los resultados de las inversiones y su ordenación en períodos.*
8. *Definir la información y seguimiento de la actividad realizada que debe ofrecer periódicamente la entidad de capital riesgo.*
9. *Delimitar la estructura de decisión y control del fondo: comités de seguimiento y asesoramiento, y auditorías periódicas.*
10. *Relación de agencia y asimetría informativa entre los inversores y la entidad de capital riesgo.*

En la siguiente gráfica se muestra el origen de los fondos obtenidos por las SCR en España en el año 2012, como datos significativos podemos observar que la mayoría de los fondos con un 31,4% provienen de inversores internacionales, principalmente de Estados Unidos como se indicó en el apartado 4.4.2.1, seguido por entidades bancarias nacionales con un 29,4%, sin embargo la participación del sector público solo representa un 3,9% lo que refuerza la teoría de que progresivamente reduciendo su participación en estas fuentes de inversión.

Grafica 9. CAPTACIÓN NACIONAL DE FONDOS EN SCR AÑO 2012



No obstante lo anterior hemos de indicar que en 2013 el Instituto de Crédito oficial (ICO) ha desarrollado entre otras medidas un ambicioso plan de inversión en capital – riesgo Fond – ICOpyme, a través de su sociedad gestora AXIS¹¹, cuyo objetivo es adjudicar a seis gestoras que registren fondos en España o que destinen una parte de su fondo a invertir en España, un total de 1.200 millones de euros que se irán aportando en el plazo de 4 años paulatinamente. Lógicamente el ICO no desea ser el inversor mayoritario de estos fondos sino que la idea es aportar entre el 30% y 40% del capital, por tanto estos fondos estarán integrados que por un capital aproximado de unos 3.000 millones de euros que se invertirán tanto en proyectos empresariales de nueva creación como en fase desarrollo y preferentemente en sociedades de ámbito tecnológico. Sin embargo cualquier emprendedor o start up de momento (e incluso en un futuro próximo) no podrán contar con este tipo de financiación puesto que el ICO a comenzado dicho plan de inversión dando prioridad a la a fase de financiación de empresas en desarrollo, al parecer según ha

¹¹ Ver Fond – ICOpyme. www.axis.com. Grupo ICO

argumentado porque intervienen otros factores accesorios como la ayuda a la exportación, etc.

4.7. Fiscalidad de las sociedades de capital – riesgo

Las sociedades de capital riesgo deben tributar por los beneficios obtenidos en el impuesto de sociedades al tipo general del 30%, no obstante entran dentro la normativa especial de dicho impuesto por lo que habrá que tener presente una serie de particularidades, entre las más significativas podemos destacar¹²:

- Exención del 99% de las rentas obtenidas por las inversiones con duración superior a 1 e inferiores a 16 años.

Las rentas obtenidas por la transmisión de acciones o participaciones de las empresas promovidas o fomentadas gozan de exención parcial en el IS, conforme a la siguiente escala de coeficientes en función del año de transmisión computado desde la fecha de la adquisición o de exclusión de cotización de la participación.

Momento de la transmisión	Coeficiente
En el primer año	0
Del 2º año hasta el 15º inclusive	0,99
En el 16º año y siguientes	0

El plazo de quince años puede ampliarse a veinte años en determinados supuestos y condiciones establecidos reglamentariamente.

En las transmisiones realizadas en el primer año así como las realizadas en el año 16 y posteriores, a las rentas generadas les será de aplicación la deducción en cuota íntegra para evitar la doble imposición interna, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

¹² Ver Sánchez Sole Sergio y Casanueva Fernando. *Propuestas de medidas fiscales de fomento de los business angels en España* (marzo 2009). Red española de business angels y Garrigues. Catálogo general de publicaciones <http://www.060.es>

- Que la entidad participada sea residente en el territorio español y esté sujeta al tipo general de gravamen o al tipo del 40%.
- Que con anterioridad a la transmisión, el grado de participación poseído por la entidad de capital-riesgo, directa o indirectamente, sea igual o superior al 5%.
- Que el grado de participación se posea de forma ininterrumpida durante todo el año anterior al día en que se transmite la participación.

Adicionalmente, cuando el activo de la entidad participada esté constituido en más de un 50% por inmuebles, la exención está condicionada a que al menos el 85% de los inmuebles estén afectos ininterrumpidamente durante todo el tiempo de tenencia de la participación, al desarrollo de una actividad económica distinta de la financiera o inmobiliaria (debe ser actividad empresarial de acuerdo con la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).

Por otro lado, cuando teniendo participación en una entidad, la misma acceda a cotización en un mercado de valores regulado en la Directiva 2004/39/CE, la aplicación de la exención está condicionada a que la sociedad o el fondo de capital-riesgo proceda a transmitir su participación en aquella entidad en un plazo no superior a tres años contados desde la fecha en que se hubiera producido la admisión a cotización de la entidad participada. Una vez transcurrido dicho plazo sin cumplirse lo anterior, la renta obtenida en la transmisión de la participación de esas entidades se integra en la base imponible sin ninguna reducción, sin perjuicio de que sean de aplicación, en este caso, las reglas generales del IS para evitar la doble imposición que correspondan.

No se aplica la exención en los siguientes supuestos:

- a. Cuando la persona o sociedad adquirente esté vinculada con la entidad de capital-riesgo, o con los socios o partícipes de la entidad de capital-riesgo, o resida en un territorio calificado como paraíso fiscal.

Sin embargo, aún cumpliéndose alguna de los dos supuestos anteriores, aplica la exención si:

- La adquirente es la propia entidad participada,
 - La adquirente es otra entidad de capital-riesgo, cuando esta última entidad estuviese vinculada con la entidad de capital-riesgo que transmite la participación, la adquirente se subroga en el valor de la participación y en la fecha de adquisición que la misma tenía en la transmitente, a efectos de aplicar la exención en una transmisión posterior.
 - El adquirente es alguno de los socios o administradores de la entidad participada y no está o haya estado vinculado con la entidad de capital-riesgo por causa distinta de la propia vinculación con la entidad participada.
- b. Cuando los valores hayan sido adquiridos, directa o indirectamente, por la sociedad de capital-riesgo a:
- Una persona o entidad vinculada con la misma o
 - A una persona o entidad vinculada con los socios o partícipes de la misma, siempre que con anterioridad a la adquisición hubiese vinculación entre los socios de la entidad de capital-riesgo y la entidad participada.
- Aplicación de la deducción por doble imposición interna de dividendos sobre el 100 por cien de la cuota íntegra relativa a los dividendos de fuente española obtenidos por la SCR con independencia del porcentaje de participación que posea y del tiempo de tenencia de la misma.
- En cuanto al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, estarán exentas del Impuesto en la modalidad de Operaciones Societarias, las operaciones de constitución y aumento de capital de las ECR.

4.8. Ventajas e inconvenientes de financiarse a través del capital - riesgo

En el presente apartado se pretende establecer a modo de síntesis una serie de ventajas e inconvenientes que en primer término debe valorar todo emprendedor o start up con la finalidad de hacerse una primera impresión de los pros y los contras

de acudir a este tipo de financiación. No obstante se ha de tener presente que esto solo es una visión general a grandes rasgos que caracteriza a este tipo de financiación. Es decir, los detalles incluidos en unas fases posteriores la negociación con las sociedades de capital - riesgo son las que constituirán las claves para poder tomar una decisión acertada sobre la conveniencia o no de ser financiado por esta vía. Una vez realiza esta aclaración podemos destacar¹³:

1. Ventajas.

- a. Suelen ser ideales para financiar proyectos empresariales de alto contenido tecnológico donde están especializadas.
- b. La financiación realiza a través de sociedades de capital – riesgo permite obtener fondos que apuestan por nuestro proyecto empresarial a largo plazo. Normalmente son periodos comprendidos entre 5 y 8 años que capitalizarán el balance de la sociedad. Para los aportados no suelen pedirse garantías adicionales a través de avales.
- c. Las financiación a través del capital – riesgo favorece la credibilidad de la empresa facilitando la financiación por parte de otras entidades de crédito tradicionales como bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, etc. Además también mejorará la imagen y las relaciones frente a otros agentes como proveedores, clientes, etc.
- d. Las sociedades de capital – riesgo facilitan además de financiación vía préstamos o vía capital un asesoramiento en las diferentes áreas de gestión de la empresa. Las SCR aportan un valor añadido puesto que poseen muy amplios conocimientos en aspectos legales, estratégicos, de relaciones comerciales e institucionales, implantación de proyectos de innovación, reestructuración de empresas, etc.
- e. Favorecen la expansión de la empresa, tanto a nivel nacional por la amplia red de contactos como por la ayuda a la expansión internacional.

¹³ Ver Simón del Burgo Santiago. *Cómo tratar con el capital riesgo*. Disponible en: <http://www.esade.edu/web/esp/about-esade/today/events/viewelement/193501/1/08-08-2011/como-tratar-con-el-capital-riesgo,-por-santiago-simon-del-burgo>

- f. Amplia experiencia a la hora de sacar la empresa a bolsa para la captación de capital.

2. Inconvenientes

- a. Debido al riesgo de la operación el coste de la financiación es mucho más elevado que el de otras fuentes tradicionales como préstamos y créditos de una entidad bancaria. Como norma general la financiación a través de capital – riesgo estará sometida al pago de un canon mensual calculado de acorde con unos criterios de rentabilidad o retorno de la inversión. De modo general podemos indicar como cantidad estándar un 35% del margen bruto.
- b. Para acceder a este tipo de financiación es imprescindible elaborar y presentar detalladamente un plan de empresa.
- c. Aunque las sociedades de capital – riesgo participan activamente en la gestión no suelen hacerlo en la práctica del trabajo diario y solo se centrarán mayoritariamente en la evolución de la cuenta de explotación, el balance, cash flow, TIR, etc.
- d. Las empresas financiadas vía capital a través del capital – riesgo suelen encontrarse en determinadas ocasiones con una pérdida del control (consejo de administración) de la sociedad. Aunque las SCR adquieren participaciones minoritarias en el capital, el emprendedor o start up deberán prestar atención a cláusulas contractuales que permiten aumentar la participación de la sociedad de capital – riesgo hasta el 51% del capital social. Normalmente estas cláusulas se activan por incumplimiento de otras, como por ejemplo no poder atender los pagos mensuales de acorde con el grado de rentabilidad acordado.

5. Casos reales de éxito y fracaso empresarial financiados a través de sociedades de capital - riesgo

El presente epígrafe se ha elaborado básicamente con las declaraciones más destacadas de las entrevistas realizadas en el mes de marzo de 2014 a dos empresarios propietarios y gerentes de dos pymes de la Región de Murcia que gozan de la experiencia en financiación recibida a través del capital -riesgo. Estos

dos empresarios son Arturo Serna propietario y administrador único de Murcia Card Soluciones, S.L. dedicada al desarrollo y comercialización de sistemas de identificación y controles de acceso a instalaciones de seguridad y Juan Navarro socio fundador y administrador único de Bordados y confecciones Juan Navarro, S.L dedicada a la confección textil de todo tipo de bordados. A continuación se desarrollan desde sus perspectivas personales de fracaso y éxito respectivamente y de un modo eminentemente práctico, cuales son los métodos habituales de funcionamiento y las mayores críticas que se pueden realizar sobre la forma de operar de las sociedades de capital – riesgo. La idea es que tanto el emprendedor como la start up tengan una visión real y global de cuales son los métodos de funcionamiento y los objetivos de una SCR al invertir en cualquier tipo de sociedad. Es decir, la esencia consiste en mostrar una visión de las inversiones de las SCR desde la perspectiva que no solo sea el venture capital, sino también la realizada a través de fondos destinados a la compra de empresas establecidas y con un funcionamiento estabilizado, private equity. De esta forma el criterio de decisión sobre la conveniencia de financiarse o no a través de esta vía por parte de los emprendedores y start up tendrá un mayor grado de madurez y un mejor entendimiento del funcionamiento de este tipo de financiación.

1. Entrevista mantenida con Arturo Serna, Murcia Card Soluciones, S.L.

Arturo usted posee desde hace más de 15 años una empresa de seguridad de guardias jurados en sociedad con sus dos hermanos. ¿Por qué decidió crear una nueva empresa de sistemas de identificación paralela a la ya existente y financiarla a través de una SCR?

“Este era un proyecto empresarial mío propio y sin socios pero que sería accesorio al de la seguridad. El problema es que como era un servicio muy innovador que se desarrolló en el año 2008, cuando fui a mis bancos habituales a pedir dinero para comercializarlo no había posibilidad de financiarlo aunque pusiera mi propia casa de aval. Fue entonces cuando acudí a la sociedad de capital – riesgo.”.

¿Cómo describiría usted el proceso de acceso a esta financiación en general?

“Bueno me parecieron gente muy profesional desde el principio pero la verdad me dio un poco la sensación de un poco opaco en comparación con un banco tradicional, aquello es a puerta cerrada, no hay público alguno, etc. El proceso fue rápido al principio, una vez expuesta la situación de partida inicial en una reunión preliminar y presentado el plan de empresa al director de la oficina de Murcia Emprende SCR, que por cierto ya tenía elaborado para ganar tiempo, parecía que todo eran buenas sensaciones. Sin embargo la fase del due dilligence se demoró tres meses y tuve que tener otras dos reuniones posteriores con la finalidad de aclarar dudas sobre algunos aspectos técnicos y económicos sobre la facturación de clientes y partidas de gastos.”

¿Qué aspectos destacaría usted de la negociación con la sociedad de capital – riesgo?

“Verdaderamente son lentejas, si quieres las tomas y si no las dejas. Cedes el 25% del capital y financiación de 107.000 € al casi 20% de interés. Sin embargo lo más duro es que cuando después de convencerlos de la viabilidad del negocio y de aceptar las condiciones de coste de la financiación, te presentan en el contrato unas condiciones leoninas, sobre todo la cláusula de arrastre que me hacía perder el perder la mayoría de voto y el control de la empresa por impago de dos cuotas mensuales y la cláusula de preferencia de cobro en caso de liquidación que ocasionó las discrepancias que dieron lugar a la liquidación de la empresa. Donde por cierto me sentí plenamente estafado por la valoración a la baja que se hizo de las participaciones”

¿Qué ve usted acertado en este tipo de financiación y qué le reprocharía?

“Quizás la mayor ventaja que pudiera comentar sería el hecho saber desde el principio cual es la duración de la sociedad, es decir, hasta cuando van a ser socios tuyos. No es la primera vez que te asocias con alguien que no aporta trabajo en el día a día de la empresa y siendo la empresa rentable no hay manera de deshacerse de este tipo socio capitalista. Esto no sucede con las SCR porque si la rentabilidad del negocio es elevada no tendrás ningún problema con ellos y una vez finalizado el contrato y marcharán tranquilamente. Por el contrario les reprocharía que solo piensen en estrategia empresarial de manual y en cobrar su plusvalía, no

interesándoles luchar por la subsistencia del negocio ante las adversidades, sino que prefieren liquidarlo”.

2. Entrevista mantenida con Juan Navarro. Bordados y confecciones Juan Navarro, S.L.

Usted tenía y tiene una empresa muy consolidada en el sector textil en la Región de Murcia con más de treinta años de experiencia, ¿Qué tipo de inversión le hizo acudir a una vía de financiación tan particular como el capital riesgo?

“Ni que decir tiene que la producción textil en España desde los años ochenta hasta ahora ha ido progresivamente en decadencia, además actualmente para una pyme resulta casi imposible competir con las grandes superficies, como Zara, HM, etc. Por tanto nosotros proveyendo esta situación y casi por imperativo de supervivencia a principios del año 2000 decidimos deslocalizar el grueso de nuestra producción de confecciones al norte de África, en concreto a Marruecos”. Y tomar esa decisión que hoy considero muy acertada me llevó a contactar tras la recomendación de mi entonces asesor con el Grupo Talde SCR que tenía bastante experiencia en el sector textil, con el doble objetivo de encontrar por un lado financiación para modernización de mi tecnología de fabricación, y por otro un asesoramiento detallado sobre como internacionalizar mi empresa la cual era su especialidad”.

Deduzco que usted considera muy acertada la financiación y asesoramiento que obtuvo de la sociedad del capital – riesgo. ¿Qué destacaría usted del proceso de acceso a este tipo de financiación y del proceso de negociación?

“La verdad es que fue todo muy rodado. Desde el principio les facilité toda la información sin reserva alguna, balances, cuentas de resultados, análisis de producción y de costes, cartera de clientes, incluso visitaron las instalaciones, etc. Además por supuesto tuve que presentarles un plan de empresa describiendo la parte del proceso productivo que deseaba deslocalizar y como influiría al grueso de la empresa”.

En relación con la negociación yo tenía dos barreras infranqueables, la primera era obtener un tipo de interés razonable que por cierto conseguí, teniendo en cuenta que

te ahorras otros costes como el asesoramiento que deberías pagar para obtener información de cómo implantarse en un país extranjero, obtener permisos, licencias, etc. y por supuesto establecer una cláusula de recompra con preferencia a un tercer inversor en igualdad de condiciones”.

Viendo el éxito obtenido ¿Qué le reprocharía usted a este tipo de financiación?

“Quizás que esta vía de financiación se vende un poco de forma genérica dando lugar a confusión. Se debe tener claro que aunque la mayoría de las sociedades de capital – riesgo tienen el patrón común de obtener plusvalías, cada una suele estar más especializada en un tipo de sector o unas determinadas funciones. Por tanto el empresario que acuda a este tipo de financiación debe acudir a la sociedad de capital – riesgo que se ajuste a su perfil, que en definitiva es lo mismo que hacen ellas pero a la inversa. Si este enfoque se omite y se busca solo financiación específicamente casi todo serán inconvenientes desde el primer momento”.

Para concluir este epígrafe se ofrece a continuación un resumen a modo de crítica de una publicación sobre la práctica del funcionamiento de las sociedades de capital - riesgo en el área del private equity elaborada por José Moisés Martín Carretero (2013) miembro de Economistas Frente a la Crisis¹⁴.

Los fondos entran en contacto con empresas con dificultades de financiación, o que están en venta por problemas sucesorios, o simplemente empresas que son propiedad de otros fondos y que estos fondos quieren venderlas. El proceso de compraventa supone que el precio es pagado en dos partes: una con dinero del propio fondo, y otra a través de préstamos (este proceso se conoce como apalancamiento). Una vez comprada la empresa, el fondo suele reestructurarla, elimina costes –despide personal-, mejora sus finanzas y la vuelve a vender. El proceso suele durar entre 6 y 10 años. Al cabo del tiempo, el fondo gana dinero con la venta de la empresa.

¹⁴ Ver Martín Carretero José M. *“Tan fácil como hacer rosquillas: Cómo el capital riesgo se carga una empresa que funciona”* [19/09/2013]. Disponible en: <http://economistasfrentealacrisis.wordpress.com>

Veamos cómo funciona con un ejemplo extraordinariamente simplificado, en el que una empresa cobra todo al portador y paga todo al portador, y guarda su dinero en una caja de cartón. Lo haremos analizando los flujos de caja, esto es, el dinero que entra y sale de la caja de la empresa. El proceso dura seis años y al final del sexto año, la empresa es vendida por 600 euros.

Empresa tradicional	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6
Ingresos por ventas	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Ingresos por préstamos	700					
total ingresos	1700	1000	1000	1000	1000	1000
Salidas por costes	800	800	800	800	800	800
Salidas por inversiones	700					
Salidas por pago deuda		175	175	175	175	0
Pago de dividendos	50	50	50	50	50	51
total salidas de dinero	1550	1025	1025	1025	1025	851
Variación de caja (entradas-salidas)	150	-25	-25	-25	-25	149
Dinero disponible en la caja	150	125	100	75	50	199

Tabla 1. Fuente: Martín Carretero José M (2013)

Nuestra empresa tiene para los próximos años una perspectiva de ventas de 1000 euros anuales, y unos costes de 800 euros. La empresa decide hacer una inversión en maquinaria nueva, porque la anterior maquinaria está obsoleta, y pide un préstamo de 700 euros a pagar en 4 años.

En nuestro modelo simplificado de empresa, las entradas de dinero son las ventas, y las salidas son los costes y los dividendos. No hay más complicación. El crédito solicitado el año uno entra en la caja como préstamo y sale para la compra de las maquinarias nuevas. El préstamo se repaga entre los años 2 y 5, y se reparte un dividendo a los accionistas de 50 euros anuales.

Si uno ve el dinero disponible en caja, entre el año 1 y el 5 disminuye de 150 a 50, porque la empresa tiene que ir haciendo frente a la devolución de la deuda. Pero el año 6, cuando ya ha pagado toda la deuda, el dinero de la caja vuelve a crecer y hay 199 euros, que pueden ser repartidos como dividendos adicionales o simplemente mantenidos como reservas.

Veamos ahora que pasa si la empresa es comprada por un fondo de Capital Riesgo. Suponemos que la empresa está valorada en 600 euros, que el fondo decide pagar poniendo 400 euros de su dinero y pidiendo prestados 200.

Caso 2: Capital Riesgo							
Compra de la Empresa por 600							
Dinero propio del fondo de capital riesgo	400						
Préstamos	200						
	año 1	año 2	año 3	año 4	año 5	año 6	
Ingresos por ventas	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Ingresos dinero propio del capital riesgo	400						
Ingresos por préstamos	900						
total ingresos	2300	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Salidas por costes	800	750	750	750	750	750	750
Salidas por inversiones	700						
Salida por pago al anterior propietario	600						
Salidas por pago deuda		225	225	225	225	0	
Pago de dividendos	0	0	0	50	50	450	
total salidas de dinero	2100	975	975	1025	1025	1200	
Variación de caja (entradas-salidas)	200	25	25	-25	-25	-200	
Dinero disponible en la caja	200	225	250	225	200	0	
Rentabilidad para el nuevo dueño	20%						

Tabla 2. Fuente: Martín Carretero José M (2013)

El primer año, la empresa recibe ingresos por el dinero del propio fondo (400 euros), y por los préstamos solicitados (700 para las maquinarias, y 200 para el pago al antiguo dueño). El total de ingresos es 2300 euros. En cuanto a las salidas, la empresa paga 800 por funcionamiento, 700 por la maquinaria que ha comprado, y 600 como precio al anterior propietario.

En los años 2 a 5, el fondo realiza un ajuste de plantilla y deja los costes de funcionamiento en 750 euros, y paga 225 euros al año para devolver todos los créditos. Esto hace que el fondo decida no tener dividendos hasta el año 4 (50 euros) y el 5 (50 euros). Una vez pagado todo el crédito, el fondo se queda con todo el dinero de la caja (450) euros y procede a la venta de la empresa por 600 euros.

¿Qué rentabilidad ha obtenido el fondo por esta operación? Recordemos que el fondo puso 400 euros para la compra –los otros 200 los puso un banco- y ha sacado $50+50+450+600=1150$ euros. La rentabilidad anual acumulada es del 20% anual. A este proceso se le llama, un poco pomposamente, “creación de valor para el accionista”. El fondo habría invertido 400 euros y obtenido un total de 1150 (550 como dividendos y 600 de la nueva venta de la empresa).

Un 20% de rentabilidad anual está muy bien pero no es espectacular si eres un verdadero avaricioso. Así que el gestor del fondo de capital riesgo decide arriesgar un poco más y sube el “apalancamiento” de la empresa, de manera que el fondo de

capital riesgo sólo pone 100 euros y los otros 500 euros hasta completar el total del precio de la empresa son créditos.

Caso 3 Capital Riesgo avaricioso							
Dinero puesto por el fondo de capital riesgo	100						
Préstamos	500						
	año 1	año 2	año 3	año 4	año 5	año 6	
Ingresos por ventas	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Ingresos dinero propio del capital riesgo	100						
Ingresos por préstamos	1200				100		
total ingresos	2300	1000	1000	1000	1100	1000	
Salidas por costes	800	750	750	750	750	750	
Salidas por inversiones	700						
Salida por pago al anterior propietario	600						
Salidas por pago deuda		300	300	300	300	100	
Pago de dividendos	0	0	0	50	50	150	
total salidas de dinero	2100	1050	1050	1100	1100	1000	
Variación de caja (entradas-salidas)	200	-50	-50	-100	0	0	
Dinero disponible en la caja	200	150	100	0	0	0	
Rentabilidad para el nuevo dueño	45%						

Tabla 3. Fuente: Martín Carretero José M (2013)

En este caso, los años 2 a 5 el fondo tiene que devolver más dinero por los préstamos -300 euros anuales- y dado que el año 5 no tiene suficiente caja para devolver el préstamo, refinancia una parte –pide un nuevo préstamo- por valor de 100 euros, que devuelve el año 6. Los dividendos son 250 euros, pero su inversión inicial fue menor (el fondo sólo puso 100 euros en vez de los 400 del caso anterior). Si a estos datos le sumamos lo que el fondo conseguiría de venderla seis años más tarde por los mismos 600 euros, recibiría en total 850 euros por una inversión inicial de 100. La rentabilidad de la operación se dispara a un 45% anual.

En conclusión: este incremento de la deuda ha generado una mayor rentabilidad para el fondo, a costa de forzar a la empresa a pagar más por la deuda que tiene.

¿Pero qué pasa si las cosas no van bien? Ahora supongamos que hay una caída en el mercado de nuestra empresa, y que en vez de vender 1000 euros, vende sólo 925.

Caso 4: Capital riesgo avaricioso y bajada de mercado							
Dinero puesto por el fondo de capital riesgo	100						
Préstamos	500						
	año 1	año 2	año 3	año 4	año 5	año 6	
Ingresos por ventas	1000	925	925	925	925	925	925
Ingresos por acciones	100						
Ingresos por préstamos	1200		50	225	400		
total ingresos	2300	925	975	1150	1325	925	
Salidas por costes	800	750	750	750	750	750	
Salidas por inversiones	700						
Salida por pago al anterior propietario	600						
Salidas por pago deuda		300	300	350	525	400	
Pago de dividendos	0	0	0	50	50	0	
total salidas de dinero	2100	1050	1050	1150	1325	1150	
Variación de caja (entradas-salidas)	200	-125	-75	0	0	-225	
Dinero disponible en la caja	200	75	0	0	0	-225	
Rentabilidad para el nuevo dueño	0%						

Tabla 4. Fuente: Martín Carretero José M (2013)

Lo que ocurre es que la empresa no genera suficiente ingresos en caja para poder hacer frente a los pagos de las deudas, y a partir del año 3 tiene que pedir nuevos préstamos anuales para poder hacer frente a su situación financiera. Si en el año 6 la empresa no es capaz de conseguir nuevos créditos, al final del ejercicio tendrá un agujero de 225 euros, esto es, estará arruinada. La única alternativa es o refinanciar de nuevo, o incrementar ventas, o –como ha sido el caso de Panrico- reducir los costes lo suficiente para poder hacer frente a la deuda.

Cuál ha sido la rentabilidad del fondo en este caso? En términos anuales, ninguna. Metió 100 euros de sus fondos, y ha conseguido recuperar sólo 100 euros de dividendos en los años 4 y 5. Su avaricia tensionó tanto la deuda de la empresa que una bajada en las ventas la ha mandado a la suspensión de pagos: la empresa no tiene suficiente dinero en caja para asumir sus obligaciones. Tendrá que intentar malvenderla para obtener algo de beneficio, en el caso en el que alguien quiera comprar una empresa quebrada –para repetir, seguramente, este mismo proceso con ella.

La mayoría de las veces, las operaciones de capital riesgo salen así de mal o peor. En cualquier caso, la operativa de los fondos de capital riesgo está basada en estas apuestas: un fondo apuesta por 5 o 6 empresas, si una sale bien –con rentabilidades altísimas, como estamos viendo- se compensan las pérdidas de las operaciones que salieron mal. Al cabo de 10 años, se disuelve el fondo y se reparten los beneficios

entre el gestor –que se suele llevar un buen pellizco- y los inversores, que suelen recibir rentabilidades medias no superiores al 10% anual.

Otra cosa es el impacto que estas operaciones tienen en la economía real. Un lector avisado puede decir: efectivamente, la bajada de las ventas hundió a la empresa, pero esto hubiera sucedido igual en el caso en el que la empresa hubiera mantenido su propiedad inicial. ¿Qué hubiera pasado si no se vende la empresa?

Empresa tradicional y bajada de mercado							
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	
Ingresos por ventas	1000	925	925	925	925	925	925
Ingresos por préstamos	700						
total ingresos	1700	925	925	925	925	925	925
Salidas por costes	800	750	750	750	750	750	750
Salidas por inversiones	700						
Salidas por pago deuda		175	175	175	175	0	0
Pago de dividendos	50	35	35	35	35	35	35
total salidas de dinero	1550	960	960	960	960	785	785
Variación de caja (entradas-salidas)	150	-35	-35	-35	-35	140	140
Dinero disponible en la caja	150	115	80	45	10	150	150

Tabla 4. Fuente: Martín Carretero José M (2013)

Seguramente, la empresa lo hubiera pasado mal, pero dado que su nivel de endeudamiento era razonable, con un ajuste en los costes y con una reducción temporal de beneficios, la empresa podría haber salido a flote.

Por supuesto que este ejemplo es extraordinariamente sencillo y no tiene en cuenta otras muchas opciones, así como múltiples errores de gestión que se dan cuando se pone al frente de una empresa alguien cuyo objetivo no es hacerla perdurar, sino “crear valor para el accionista”.

En cualquier caso la mecánica de apalancamiento de las empresas para obtener mayor rentabilidad de la inversión en acciones no es nueva. Los economistas Modigliani y Miller estudiaron muy en profundidad las relaciones entre financiación por deuda y financiación por inversión, y llegaron a la conclusión de que bajo determinados supuestos, el valor de las empresas no varía con su grado de endeudamiento. Modigliani ganó un premio Nobel por sus investigaciones en materia de finanzas corporativas, y esta lógica de intervención en el mercado es propia de

mercados con tipos de interés muy bajo y abundante capital. Cuando una empresa se enfrenta a este tipo de operaciones con un mercado de crédito muy restrictivo, como es el actual, lo esperable es que los problemas crezcan.

Como en todos los casos, esto no significa que la industria del Capital Riesgo sea negativa. Existen buenos indicios que la sitúan como un factor de innovación y de generación de empleo y riqueza, pero también es cierto que en determinados casos la obsesión por rentabilidades que no se corresponden con la economía real puede llevar y de hecho lleva al traste a buenos proyectos empresariales, aunque se basen en cosas tan sencillas como hacer rosquillas.

6. Los inversores ángeles. Business angels

6.1. Características principales de los business angels y sus diferencias con las sociedades de capital - riesgo

Aunque no constituyen el eje central de nuestro trabajo fin de grado, en el presente epígrafe se ha considerado importante desarrollar dado el alto grado de analogía con las sociedades de capital – riesgo como vías de financiación especiales (no tradicionales) las características más relevantes de los business angels.

Los business angels desde el punto de vista técnico no son inversores fáciles de estudiar, ya que forman un grupo disperso, fragmentado y con cierta preferencia por el anonimato, en líneas generales podemos definirlos como inversores privados de diversa índole (personas físicas particulares, empresarios, directivos, etc.) que realizan aportaciones de capital a emprendedores o start up que se encuentran en una fase de vida inicial del negocio. Al contrario que las sociedades de capital – riesgo, normalmente apuestan por proyectos diversificados de varios sectores o actividades empresariales de menor envergadura. Como norma general invierten a un medio plazo de unos cinco a diez años aproximadamente y suelen ser más pacientes y exigir una menor rentabilidad que las SCR ya que apuestan su propio dinero y no tienen que responder del mismo ante terceros inversores. Además y en eso si coinciden con las SCR no solo aportan recursos financieros, sino que aportan

un valor añadido a través de conocimientos, asesoramiento en la gestión, contactos, etc.

A continuación destacamos algunas de las características más significativas de este colectivo y sus diferencias en relación con la financiación obtenida a través de las sociedades de capital – riesgo son:

- Mientras que los fondos invertidos por las sociedades de capital – riesgo pueden tener un origen público y privado el capital de los business angels es exclusivamente privado.
- A la hora de realizar el proceso de evaluación de la inversión a realizar (Due diligence), las SCR al contrario que los business angels suelen someter los proyectos empresariales a mayor número de pruebas rigurosas sobre viabilidad económica del proyecto, análisis de los factores técnicos, estrategias de comercialización, etc. Para realizar estas pruebas si es necesario recurren a la contratación de expertos en la materia con la finalidad de asegurar al máximo su inversión.
- Suelen apostar por inversiones en empresas que se encuentran en una fase inicial de su creación mientras que las SCR realizan la mayoría de sus inversiones en sociedades de estado más avanzado (private equity).
- Diversifican más los sectores donde invierten que las SCR que se centran más en el sector tecnológico, donde el ratio beneficio / inversión suele ser muy alto. Normalmente los business angels suelen invertir en proyectos empresariales cerca de su residencia y que por tanto pueden supervisar más directamente, esto hace que el especto de sectores en donde invertir sea mucho mayor.
- Al igual que las SCR suelen realizar tanto financiación como aportaciones minoritarias al capital social aunque de menor cuantía. Además también aportan un valor añadido a través del asesoramiento, experiencia en la gestión, mejora la imagen de la sociedad de cara a terceros, puede ofrecer contactos, etc.
- La rentabilidad exigida a los proyectos (**TIR**) suele ser menor que las exigidas por las sociedades de capital – riesgo. Normalmente los business algels exigirán una rentabilidad inferior al 15% mientras que la SCR exigirá

una rentabilidad superior al 20%. Lo más habitual es que el mayor beneficio buscado por el business angel sea la plusvalía de la venta de sus participaciones al final de contrato. Por tanto el coste de la financiación durante la vida del contrato y en global suele ser más barato para el emprendedor o start up.

- El horizonte temporal de la inversión que realizan suele más flexible que el de las SCR. Como norma general se establece un periodo contractual de hasta 10 años.
- En relación con la fase de desinversión podemos indicar que los business angels establecen condiciones más blandas que las SCR, por ejemplo podemos indicar:
 - Al contrario que las SCR no suelen incluir cláusula de penalización contractual de adquirir el control de la sociedad en caso de incumplimiento de los cánones mensuales a pagar.
 - En posteriores rondas de capital tras la aportación inicial suelen aceptar una reducción de su participación y la entrada de nuevos socios.
 - A diferencia de las SCR los business angels no tienen por objetivo maximizar el valor del accionista, por tanto en sus condiciones de desinversión no tendrán objetivos vinculados con sacar la empresa a bolsa, venderla a un tercero o a otra SCR e incluso liquidarla si con ello obtiene una buena rentabilidad.

Con la finalidad de proporcionar una visión más intuitiva, en la siguiente gráfica podemos ver a simple vista alguna de las diferencias comentadas anteriormente.

Grafica 10. DIFERENCIAS ENTRE INVERSORES ÁNGELES E INVERSORES DE CAPITAL - RIESGO

	Inversores Ángeles	Capital Riesgo
"Background" Personal	Empresario	Inversor
Tipo de compañía creada	Pequeñas, primeras fases de creación	Grandes, fase de madurez
Proceso de evaluación previo	Mínimo	Extensivo
Localización	Cercana al lugar de residencia	No importante
Contrato	Simple	Standard
Dirección	Activo, día a día	Estratégico
Estrategia de salida: Desinversión	De menor importancia	Altamente importante
Rentabilidad de la inversión	De menor importancia	Altamente importante

Fuente: Kelly y Hay (1996 y 2003).

De otra parte todo emprendedor o start up de tener muy presente que según el estudio realizado por Van Osnabrugge (1998)¹⁵ sobre los criterios de inversión utilizados por los inversores ángeles en el Reino Unido, elaborando un ranking de los veintisiete aspectos más utilizados. Los diez criterios más importantes y, por este orden, resultaron ser:

- Entusiasmo del emprendedor.
- Confiabilidad del emprendedor.
- Potencial comercial del producto.
- Experiencia del emprendedor.
- El inversor apreció al emprendedor al reunirse con él.
- Potencial de crecimiento del mercado.
- Calidad del producto.
- Beneficios potenciales percibidos por el inversor.
- Existencia de un nicho de mercado.
- Reputación e historial del emprendedor.

¹⁵ SECO B. Maite (2008) cita a Van Osnabrugge (1998) por sus criterios utilizados por los business angels en el Reino Unido

En una línea similar, Sudek (2007)¹⁶ analizó los criterios de inversión de los inversores ángeles en Estados Unidos. Sus conclusiones, en los rasgos cualitativos, son que los inversores ángeles se sienten atraídos fundamentalmente por cuatro aspectos: la pasión y compromiso del emprendedor principal, su confiabilidad, la calidad del equipo gestor, y la existencia de una estrategia de salida o liquidez potencial para el inversor.

6.2. Cómo contactar con business angels

Hemos de indicar que los inversores ángeles pueden operar de forma individual, pero lo más usual es que pertenezcan a alguna de las actualmente casi 40 asociaciones de business angels¹⁷ que actualmente hay en España. Con la finalidad de facilitarle el contacto a los emprendedores y start up, en el Anexo II incluimos los nombres, tipos de inversión que realizan, Web y formas de contacto de algunas de ellas.

6.3. Marco fiscal de los business angels

Como norma general le son aplicables las condiciones fiscales desarrolladas en el punto 4.7 del presente trabajo fin de grado para las sociedades de capital – riesgo establecidas en el impuesto de sociedades e impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Pero además en la nueva Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización se establecen los siguientes matices sobre incentivos fiscales en la Ley del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Donde expresa expresamente que *“Se tendrá derecho a una deducción en la cuota estatal del IRPF con ocasión de la inversión realizada en la empresa de nueva o reciente creación. En la posterior desinversión, que tendrá que producirse en un plazo entre tres y doce años, se declara exenta la ganancia patrimonial que, en su caso, se obtenga,*

¹⁶ SECO B. Maite (2008) cita a Sudek (2007) criterios de inversión de business angels en Estados Unidos

¹⁷ Revista Emprendedores. 2012 nº 171 *“¿Cómo convencer a un business angels?”*. Hachette Filipacchi, ISSN 1138-9702

siempre y cuando se reinvierta en otra entidad de nueva o reciente creación” lo cual queda materializado en que:

- Se establece una deducción por inversión en **empresas de nueva o reciente creación** será del 20% de las cantidades satisfechas en el período por la suscripción de acciones o participaciones de estas empresas. Además de la aportación al capital, podrán aportarse conocimientos empresariales o profesionales adecuados para el desarrollo de la empresa, en los términos que señale el acuerdo de inversión.
- La base máxima de la deducción se fija en 50.000 euros anuales, y estará formada por el valor de adquisición de las acciones o participaciones suscritas.

Además entre los requisitos más significativos que se deben cumplir para poder aplicar esta deducción nos encontramos que:

- El importe de la cifra de fondos propios de la entidad no podrá ser superior a 400.000 euros en el inicio del período impositivo en que se adquieran las acciones o participaciones.
- Las acciones o participaciones deberán permanecer en el patrimonio del inversor más de tres años y menos de doce años.
- La participaciones por los business angels no pueden ser superiores al 40% del capital social

Por último indicar que se crea con carácter retroactivo la **exención por reinversión de aquella parte de las ganancias patrimoniales** obtenidas por la transmisión de las acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente creación. Lógicamente si el importe reinvertido fuese inferior al percibido en la transmisión, sólo se excluirá de la transmisión la parte proporcional de la ganancia patrimonial obtenida.

7. Conclusiones y recomendaciones

7.1. Conclusiones

La esencia de este trabajo fin de grado es permitir alcanzar al emprendedor o start up los objetivos identificados en la segunda parte del apartado 3.1 del presente, pero

si de todos los objetivos tuviéramos que destacar uno general sería el último; “*Ser capaces de valorar la conveniencia o no de acudir a la financiación a través del capital – riesgo en comparación con los business angels y otras fuentes tradicionales del mercado*”.

Una vez analizada detalladamente toda la información aquí expuesta sobre qué son y de dónde son originarias las sociedades de capital – riesgo, qué tipos existen, de dónde provienen sus fondos y cuál es su fiscalidad, cuáles son y en qué sectores son las inversiones que realizan, cuáles son sus prácticas habituales de funcionamiento y las etapas por las que tendrá que pasar un emprendedor o start up para obtener financiación de ellas, y por último cuáles son las principales ventajas e inconvenientes de financiarse a través de ellas.

Además del análisis realizado anteriormente para las SCR, se ha hecho lo propio con la figura de los business angels con la finalidad de que el lector pueda establecer comparativas entre los distintos tipos de vías para la financiación de emprendedores y start up. Por tanto y a modo de corolario podemos indicar que aunque las SCR y los business angels pueden tener ciertas características comunes a la hora de financiar un proyecto empresarial, se exponen a continuación las siguientes **conclusiones** que ponen de manifiesto sus amplias diferencias que se deberán tener en cuenta a la hora de decidirse por una u otra vía de financiación con la finalidad de tomar una decisión óptima:

1. **Frente solo al 3,7% (aproximadamente) de las inversiones que realizan las sociedades de capital riesgo en venture capital, la gran mayoría (casi el 100%) de las inversiones realizadas por business angels se realizan a emprendedores o start up** que se encuentran en fases iniciales de vida del negocio. **Por tanto** un emprendedor o start up **aunque sea solo por probabilidad tendrán más éxito en obtener financiación a través de los business angels.**
2. Al contrario que los business angels las sociedades de capital – riesgo realizan su máximas inversiones en empresas más desarrolladas o maduras con objeto de maximizar el valor para los accionistas (private equity). Por tanto podemos concluir que **la mayor experiencia de las SCR está centrada**

en fases más avanzadas de los negocios o empresas de mayor volumen lo que parecen no lo más recomendable para un emprendedor o start up.

3. **Salvo que el proyecto tenga un alto grado tecnológico** (sector de inversión preferido por las SCR), **se tendrá más posibilidad de ser financiado por un business angel puesto que estos diversifican muchísimo más los sectores** empresariales en los que invierten. Además, **la fase del Due diligence que evalúa la viabilidad del proyecto será más dura y más exigente (de manual) por parte de la SCR frente al business angel** que considerará otros aspectos más subjetivos como la iniciativa emprendedora, habilidades personales, etc.
4. En relación con **los plazos de la inversión** hemos de concluir que los **establecidos por los business angels son más idóneos para un emprendedor o start up puesto que gozan de mayor flexibilidad** (pueden alcanzar hasta los 12 años) dependiendo del tipo de proyecto, **frente a los más rígidos** (entre 3 y 8 años) **establecidos por las SCR.**
5. **Si el proyecto empresarial goza de un amplio recorrido con posibilidad de internacionalización e incluso su futura cotización en bolsa es más conveniente la financiación a través de las SCR** puesto que el desarrollo de esta proyección es su especialidad. Además hemos de indicar que **los business angels suelen invertir en proyectos ubicados en un área geográfica cercana de hasta 100 km aproximadamente, luego también es posible que teniendo en cuenta esta limitación sea más conveniente acudir a una financiación vía capital – riesgo.**
6. Aunque ambas vías de financiación proporcionan valores añadidos como el asesoramiento, gestión empresarial, aportación de contactos, etc. Hemos de indicar que **desde el punto de vista del coste es más barato para un emprendedor o start up la financiación ofrecida por un business angels con una TIR media inferior al 15%, frente la ofrecida por una SCR con una TIR media superior al 20%.** Lógicamente con independencia a la plusvalía que se pacte por la venta de las participaciones o acciones en la fase de desinversión.

7. La gran mayoría de las inversiones realizadas tanto por las sociedades de capital – riesgo como por los business angels son de carácter mixto, es decir, una parte se concede vía préstamo (donde se cobrarán unos intereses según TIR) y otra vía participación minoritaria (entre el 25% y el 49%) en el capital social. Por tanto el emprendedor o start up deberán tener muy presentes **las cláusulas contractuales que se pactarán y que figurarán en los estatutos de la sociedad**. Aquí debemos indicar que aunque tanto los business angels como las SCR intentarán salvaguardar sus intereses, hemos de concluir que las cláusulas adoptadas **por los business angels en general son más blandas que las adoptadas con las SCR, especial atención** se deberá prestar **a las cláusulas** de penalización económica como la de dividendo preferente, u otras más rigurosas **que pueden incluso hacer perder al emprendedor o start up el control de la empresa a favor de la SCR**, como puede ser la cláusula de arrastre donde la SCR tiene voto por encima del 50% del capital.
8. Como **conclusión final** hemos de indicar que **salvo que el proyecto tenga un amplio contenido tecnológico, de gran volumen, de gran proyección internacional e incluso su futura salida a bolsa. Se recomienda claramente a todo emprendedor o start up como primera opción la búsqueda de financiación vía business angels frente a la financiación vía sociedad de capital – riesgo.**

7.2. Recomendaciones

En el presente epígrafe vamos a establecer una serie de recomendaciones a seguir en **tres pasos** por todo emprendedor o start up que desee obtener financiación para su proyecto empresarial a través de la vía del capital – riesgo o de los business angels.

El primer paso e imprescindible es **elaborar un plan de empresa** lo más detallado posible sobre el proyecto (Ver modelo en anexo III). **Recomendamos** que algunos de los aspectos que se deberán incluir sean:

- Una introducción que contenga la actividad a desarrollar, un plan de inversiones, un plan de recursos humanos y organización y un plan de operaciones a desarrollar.
- Una memoria técnica explicativa de las innovaciones en caso de productos de alto valor tecnológico.
- Un análisis estratégico del sector en que se operará, definiendo la competencia actual y potencial, clientes actuales y potenciales, poder negociador de proveedores, políticas de precios, de producto de comunicación y de distribución. Se incluirá un estudio de mercado si se hubiera realizado.
- Un estudio de viabilidad económico que refleje en un medio plazo de al menos tres años cuentas de explotación y balances y tesorería (al menos un año).
- Una descripción clara de las necesidades de financiación y posibles fórmulas admitidas; Préstamos, líneas de crédito, avales, participación en el capital, etc.
- Un análisis DAFO que muestre oportunidades y amenazas del sector y fuerzas y debilidades internas.
- Una descripción de objetivos a alcanzar al corto, medio y largo plazo. Deben ser realistas, posibles y alcanzables pero no fáciles.
- Elección de la forma jurídica de la sociedad y redacción de trámites legales necesarios para su constitución; Altas, permisos, licencias, etc.

El segundo paso que es uno de los más sencillos, es **ponerse en contacto** con estas dos entidades financiadoras. En el anexo I y II establecemos una relación completa tanto de sociedades de capital – riesgo a nivel nacional como de business angels que pueden servir al lector de referencia, no obstante a través del buscador de Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo (ASCRI) y de diferentes directorios Web podremos encontrar las más cercanas de estas entidades a nuestro domicilio. Además, aunque nos encontramos ante una etapa de contacto sencilla **no debemos olvidar que en el fondo estamos buscando un socio, por lo tanto recomendamos** al emprendedor o start up que además de buscar financiación **se preste un especial interés al grado de afinidad y confianza que le transmita el**

inversor, o como dice Álvaro Cuesta, fundador de Sonarventures, una empresa lanzadera de startup, *“tienes que estar alineado en valores de tu socio inversor porque cuando hay una situación crítica **tienes que saber que él va a responder, que tirará del carro o que en un momento dado invertirá más para conseguir liquidez, por ejemplo. Es importante que el business angel o la SCR asuman que tienen que enseñarte de cómo salir un bache y no hundirte más en él”***.

Una vez realizado el contacto (preferiblemente personalmente) con la SCR o con red de business angels y realizada una breve decepción del proyecto, lo normal es que se le emplace para realizar una presentación formal del mismo en los próximos días ante el director de oficina en el caso de la SCR o de uno o varios business angels si esta es la vía elegida. Es aquí por tanto donde centraremos el **tercer paso**, en esta **entrevista personal**, donde el emprendedor o start up deberá cuidar al máximo todo tipo de detalles con la finalidad de causar una muy buena impresión y captar con éxito el interés de los inversores. Por tanto y con la finalidad de ayudar en esta etapa **se han establecido las siguientes recomendaciones distinguiendo una triple vertiente**; La presentación del proyecto, los careos o entrevistas y la fase pura de negociación.

1. Recomendaciones sobre la presentación del proyecto

- a. La **duración** de la presentación deberá hacerse en un **máximo de 30 minutos**. Luego se debe ajustar la presentación para un poco menos de tiempo (25 minutos) y centrarse en los aspectos fundamentales del proyecto. A veces se pierde mucho tiempo en la simple introducción. Recomendamos practicar esta parte repetidas veces.
- b. Tener especial **cuidado por la imagen personal y la expresión corporal**. Ni que decir tiene que debemos acudir limpios, aseados, etc. De apariencia formal pero cómoda.

En relación con la expresión corporal se ha de pensar que a veces los gestos son más importantes que las palabras. Se ha de cuidar también la pose; Debemos ser simpáticos, no debemos cruzarnos de brazos, ni gesticular en exceso, no sobreactuar, etc.

- c. **Adáptate a tu entorno.** Fíjate en quienes forman parte de tu aforo, **busca a quienes debes dirigir tu atención, miradlos directamente sin ser desafiantes y buscad interdependencia y complicidad.**
- d. **Entregad** si es posible **una copia individual del plan de empresa** a cada miembro de la presentación. Recomendamos llevar copias de más.
- e. **Utiliza la tecnología y sé elegante, Preparad una presentación en power point** ya que es una forma eficaz de realizar una presentación, **lleva también tu propio ordenador, tablet y proyector**, así evitarás sorpresas inesperadas de última hora y **darás imagen de precavido. Si en la sala hay otro tipo de herramientas como pizarras, pizarras digitales, etc., intenta aprovecharlas**, es también un gesto de saber utilizar cuantos recursos tienes a mano.
- f. **Prepara una brillante conclusión final.** Reserva para ello al menos 5 minutos, **expresadla con tono claro, firme y recalcando un personal convencimiento por la seguridad del proyecto. Poned el mayor énfasis posible en ello**, ¡hay que amarrar a los inversores!

2. Recomendaciones a tener en cuenta en los careos

Lo más habitual es que tanto antes como después de la presentación del proyecto empresarial ante los futuros inversores existan una serie de entrevistas o careos que deberemos afrontar y solventar con éxito. A continuación establecemos una serie de recomendaciones que todo emprendedor y start up deberán visualizar en su cabeza con objeto de superar esta prueba satisfactoriamente:

- a. **Sé educado en todo momento y contesta a todas las preguntas**, incluso aunque escuches lo que no te gustaría oír. El mundo es muy pequeño y da muchas vueltas, es posible que un inconveniente inicial se convierta en una ventaja posteriormente.
- b. **Cita aspectos técnicos del proyecto pero no te extiendas mucho en ellos.** En definitiva buscas socios capitalistas que no son tecnócratas.

- c. **Nunca digas que tu proyecto es único y que no existe competencia.** No te tires faroles ante los inversores, se modesto y prudente pero realista y con iniciativa. Lo importante a veces no es ser el primero en hacer algo, sino hacer un algo ya existente mejor que los demás.
- d. **Elabora un presupuesto detallado del dinero que necesitas y para que lo necesitas.** Una memoria resumen que explique por partidas donde se aplicará cada euro de la financiación os allanará el camino y dará la impresión de profesionalidad y **transparencia ante vuestros futuros socios.**
- e. **Ten muy claro desde el principio que es lo que tú aportas.** Por supuesto y **además de una dedicación personal en exclusiva,** contará mucho en vuestro favor que aportéis **dinero propio (ahorros).** Cuando uno está dispuesto a jugarse su propio patrimonio es cuando estamos hablando de cosas serias.
- f. **Subraya bien todo lo referente al capítulo de las ventas. Como se va a producir la captación de clientes y la obtención de ingresos.** No sobrevalorarse e indicar que el negocio es capaz de generar suficientes ingresos para obtener una viabilidad económica. **Un test de venta de productos y/o servicios o un estudio de mercado** estimando la demanda, precios dispuestos a pagar por el cliente, estado de la competencia, etc., **pueden ser un buen aval.**
- g. **Habla del buen equipo profesional** que ampara el proyecto y **preocúpate de haberlo ya creado (o casi creado).** En definitiva uno solo no es nadie y la unión hace la fuerza. Un proyecto respaldado por un buen capital humano es sólido y sinónimo de una inversión casi segura. ¡Has de dar esa impresión!

3. Recomendaciones a tener en cuenta en el seno de la negociación

Lógicamente y además de tener presentes las cláusulas contractuales definidas a lo largo del presente trabajo fin de grado tales como; plazo de la inversión,

participación en la sociedad, tipo de interés a pagar, cláusulas de desinversión, etc. Lo primero que **se ha de tener claro** es que **todo emprendedor o start up se encuentran en una posición de inferioridad en la negociación**, puesto que **somos nosotros los que necesitamos la financiación** y ellos eligen a quien prestan el dinero. **No obstante** de lo anterior **se recomienda** al emprendedor o start up **que fijen** previamente en su mente **dos hitos o barreras** que le servirán **de referencia y le conducirán a una buena negociación**. Estos son:

- a. **Valorar y poner precio a vuestra empresa. Será la referencia para fijar un suelo de financiación. Fijar esa cifra y establecer margen de maniobra para negociar dentro de él.** Nadie mejor que vosotros sabéis cuanto puede valer vuestro negocio y si nadie da duros a cuatro pesetas no regaléis vuestro tiempo, dinero y esfuerzo.
- b. **Haced lo propio con el porcentaje de capital dispuesto a ceder.** Aquí no solo estamos hablando del dinero prestado en la financiación, **estamos hablando de algo más.** Es decir, **el grado de propiedad y el derecho voto** en la toma de decisiones (prestar atención a las cláusulas peligrosas en este aspecto) **cedido pueden hacer incluso que se pierda el control de la empresa.**

8. Bibliografía y referencias.

- Ortega Eloísa y Peñalosa Juan. *Claves de la crisis económica española y retos para crecer en el UEM*. Boletín Económico del Banco de España (2012). ISSN: 1696-2230
- SECO B. Maite. *Capital Riesgo y Financiación de Pymes*. Colección EOI empresas, 2008. ISSN: 1888-5993
- Fernández de Lis. Santiago. *La financiación de las pymes en España*. Boletín Económico del Banco de España. Febrero 2012. ISSN 1577-7111
- Revista Emprendedores. 2009 nº 138 “¿Vuelve el dinero?”. Hachette Filipacchi, ISSN 1138-9702

- Revista Emprendedores. 2012 nº 171 “¿Cómo convencer a un business angels?”. Hachette Filipacchi, ISSN 1138-9702
- Revista Española de Capital – Riesgo. 2007 nº 3 “El capital riesgo como apoyo al emprendedor”. M&A Businessshop, S.L, ISSN 1887-2697
- García M. Isabel. *Cláusulas que debes vigilar al firmar un contrato con un business angels*. Diario cinco días. 05/11/12. páginas 6 y 7
- Simón del Burgo Santiago. *Cómo tratar con el capital riesgo*. Disponible en: <http://www.esade.edu/web/esp/about-esade/today/events/>
- Instituto Nacional de Estadística INE www.ine.es. Encuesta de población activa 1T 2014.
- Barthle Dominique, Alférez Ángela, Martí P. José, Salas de la Hera Marcos. *Informe de actividad capital riesgo en España 2013*. Guía de buenas prácticas ASCRI Asociación Española de Entidades de Capital – Riesgo.
- Varas José María. *¿Qué participación exige un Venture Capital cuando financia una empresa en fase de arranque " Start up"?* Disponible en: http://es.negocius.com/que-participacion-exige-un-venture-capital-cuando-financia-una-empresa-en-fase-de-arranque-start-up_arpu-view_a209.html
- Fond – ICOpyme. www.axis.com. Grupo ICO. Instituto de crédito oficial. www.ico.es
- Sánchez Sole Sergio y Casanueva Fernando. *Propuestas de medidas fiscales de fomento de los business angels en España* (marzo 2009). Red española de business angels y Garrigues. Catálogo general de publicaciones <http://www.060.es>
- Martín Carretero José M. “*Tan fácil como hacer rosquillas: Cómo el capital riesgo se carga una empresa que funciona*” [19/09/2013]. Disponible en: <http://economistasfrentealacrisis.wordpress.com>
- Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros.
- Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

- Reglamento (UE) nº 345/2013 del parlamento europeo y del consejo de 17 de abril de 2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos.
- Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital - riesgo y sus sociedades gestoras
- Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, desarrollada por el Real decreto 439/2007, de 30 de marzo, que aprueba el Reglamento del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas
- Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
- Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.
- Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades

9. Anexos.

ANEXO I. ALGUNAS SOCIEDADES DE CAPITAL – RIESGO EN ESPAÑA

Denominación Social	Localidad	Código Postal	Fecha de Registro
CAIXA CAPITAL TIC, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	BARCELONA	8028	29/01/2007
CAIXA INNVIERTE INDUSTRIA, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	BARCELONA	8028	25/10/2012
CAIXANOVA INVEST, S.C.R., DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	VIGO	36201	30/12/2008
CAJASTUR CAPITAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, SA	OVIEDO		14/12/2006
CAPITAL HEMISFERIO, S.A., S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO	BARCELONA	8034	03/08/2006
CAPITAL INNOVACION Y CRECIMIENTO, S.A, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	ZARAGOZA	50006	02/02/2005
CAPITAL RIESGO DE LA COMUNIDAD DE MADRID, S.A., SCR	MADRID	28003	03/12/1997
CAPITAL RIESGO GLOBAL SCR, S.A. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	BOADILLA DEL MONTE	28660	27/11/2002
CMC XXI S.A., SCR DE RÉG. S.	MADRID	28006	02/04/2007
COINVERSION NEOTEC, SA, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	MADRID	28006	26/03/2007
CORPFIN CAPITAL S.A., S.C.R.	MADRID	28006	08/06/1998
CORPFIN CAPITAL VENTURES TECH, SCR DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	MADRID	28006	01/02/2011
CREATIA, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	BARCELONA	8017	28/11/2003
CROSS ROAD BIOTECH, S.A., SCR (DE REGIMEN COMUN)	MADRID	28010	27/06/2008
DARUAN VENTURE CAPITAL, S.C.R. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	MADRID		16/03/2012
DEYÁ CAPITAL II, SCR DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	MADRID	28006	12/09/2008
DEYA CAPITAL, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	MADRID	28006	20/07/2007
DINAMIA CAPITAL PRIVADO, S.A., SCR	MADRID	28006	24/11/1997
EOLIA GREGAL DE INVERSIONES, SCR, SA DE REGIMEN COMUN	MADRID	28006	24/10/2006
EOLIA RENOVABLES DE INVERSIONES, SCR, S.A.	MADRID	28006	14/09/2007
EQUITYBOX, SCR, SAU DE REGIMEN SIMPLIFICADO	MADRID	28046	07/03/2007

ERESMA CAPITAL, SCR, SAU, DE REGIMEN SIMPLIFICADO	MADRID	28002	23/05/2008
ESPIGA CAPITAL INVERSION II, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO,SA	MADRID		12/04/2007
FINANCIERA FIMAR, SA, SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO	MADRID	28021	02/04/2007
FIT INVERSION EN TALENTO, SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE RÉGIMEN SIMPLIFICA	MADRID	28050	19/04/2011
FOMENTO PARA LA INNOVACION Y EL DESARROLLO SOSTENIBLE TRES S.A., SCR DE REG	MADRID	28014	05/04/2013
FOMENTO Y EXPANSION EMPRESARIAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	MADRID	28036	20/09/2013
FORESTA PRIVATE EQUITY II, S.C.R., DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	MADRID	28006	30/05/2008
GAMESA INVERSIONES ENERGETICAS RENOVABLES, SCR	ZAMUDIO	48170	21/04/2006
GAVIA CAPITAL, S.A., SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO	MADRID	28001	18/06/2010
GRUPO INTERCOM DE CAPITAL, SCR, DE REGIMEN COMUN S.A	SANT CUGAT DEL VALLÉS		08/03/2001
HAUGRON CAPITAL, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	BARCELONA	8036	02/12/2010
HEALTH EQUITY, S.C.R. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	BARCELONA	8017	30/04/2013
IBERHISPANIA CAPITAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	MADRID	28008	28/02/2008
IBERNIA INICIATIVA, SCR, SAU DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	MADRID	28001	07/04/2006
IMPULSO DESARROLLO EMPRESARIAL SCR, S.A. DE REGIMEN SIMPLIFICADO	MADRID	28036	11/11/2005
INDUWORLD1, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	BARCELONA	8017	28/11/2003
INFU-CAPITAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, SA	ALHAMA DE MURCIA		12/04/2007
INNOVA 31, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	BARCELONA	8034	10/10/2001

ANEXO II. ASOCIACIONES DE BUSINESS ANGELS

EBAN (The European Trade Association for Business Angels)

Asociación Europea de Business Angels.

www.eban.org

AEBAN (Asociación Española de Business Angels)

Reúne a 26 redes de BA vinculadas a 11 comunidades autónomas.

www.aeban.es

ASBAN (Asociación Red Asturiana de Business Angels)

Proyectos innovadores ligados al Principado de Asturias. No fijan capital mínimo.

www.asban.es

985 98 00 98/ 985 23 21 05

BAC (Business Angel Crecer +)

Para proyectos innovadores con alto potencial de crecimiento del País Vasco.

www.orquestra.deusto.es

943 297 327

BAN Madrid

Para proyectos de base tecnológica. Media de inversión: 150.000/300.000 euros.

madrimasd.org/emprendedores/inversores.aspx

91 781 65 70

BANC (Business Angels Network de Catalunya)

Especializados en el retail. El importe va en función del proyecto.

www.banecat.com

902 930518/ 93 736 11 00

BANCAL (Red de Inversores de Castilla y León)-ADE Financiación.

Emprendedores con iniciativas nuevas o en vías de desarrollo.

www.bancal.jcyl.es

983 100 752

BANG (Business Angels Network Galicia)

Para proyectos emprendedores vinculados a Galicia.

www.bang.es

988 391 110

BCN Business Angels (Cataluña)

Media: 300.000/1.500.000 euros. Comercio electrónico y proyectos industriales internacionalizables.

www.bcnba.com

932 701 691

CABIEDES & PARTNERS SCR (Cataluña)

Invierten una media de 500.000 euros en proyectos tecnológicos.

<http://es.linkedin.com/in/luismartincabiedes>

CVBAN (Comunidad Valenciana)

Para proyectos que empiezan en cualquier sector, menos inmobiliario o financiero.

www.cvban.org

96 205 17 61

DAD (Digital Assets Deployment)

Proyectos digitales, especialmente enfocados al móvil, la geolocalización y el comercio electrónico. Media de inversión: entre 50.000 y los 250.000 euros.

www.dad.es

91574 71 90

ESADE BAN

Para proyectos nuevos o en formación de rápido crecimiento con una financiación superior a los 100.000 euros.

www.esadeban.com

93 5530217

Forum Moderna de Inversores

Para proyectos en segunda ronda de financiación especialmente en Navarra. A partir de 100.000 euros.

www.coelinovae.com

948220037

GOBAN (Red de Business Angels de Castilla la Mancha)

Biotechnología y energías renovables. Cuenta con cuatro sedes.

www.gobanclm.com

Grupo ITNet

Grupo empresarial que invierte en compañías de ocio digital. Organiza el First Tuesday.

www.firsttuesday.es

www.grupoitnet.com

Ideateca

Promovida por Eneko Knorr, crean e invierten en proyectos de base tecnológica.

<http://ideateca.com/es>

902 877057

InnoBAN

Para proyectos en fase inicial o de arranque, innovadores y con potencial de crecimiento en España y Portugal.

www.businessangelsinnoban.es

Inventa Internet

Grupo de empresas promotor del blog Loogic. Actúa como catalizador entre emprendedores de Internet e inversores.

www.inventainternet.com

Keiretsu Forum España

Proyectos de base tecnológica, con preferencia por el sector de la salud. Media de inversión de entre 300.000 y 500.000 euros.

www.keiretsuforum.es

Lleida Business Angels

Proyectos en semilla y en arranque vinculados a Lleida que necesiten una inversión superior a 40.000 euros.

www.lleidaba.com

973216551

Málaga Business Angels

Para proyectos empresariales donde el emprendedor haya invertido por lo menos el 25% del capital.

www.sopde.es/businessangels

952 02 90 95

Red de Inversores Privados y Family Offices del IESE

Media de inversión: 150.000 y un millón. Comercio electrónico y plataformas web.

www.iese.edu/business_angels

MurciaBAN Business Angels Network

Media de inversión: entre 100.000 y 150.000 €. Start up de informática, telecomunicaciones, salud y farmacia y electrónica.

<http://www.murcia-ban.es/>

Centro Europeo de Empresas e Innovación de Murcia. Edificio CEEIM. Campos Univ. de Espinardo, s/n, 30100 Espinardo – Murcia.

Correo electrónico: info@murcia-ban.es, Teléfono: 968904808, Fax: 902539222

ANEXO III. MODELO DE ESTRUCTURA DE UN PLAN DE EMPRESA

1. Introducción
 - 1.1. Equipo promotor
 - 1.2. Actividades a desarrollar
 - 1.3. Plan de operaciones
 - 1.3.1. Adecuación técnica
 - 1.3.2. Plan de inversiones
 - 1.3.3. Plan de Organización y Recursos Humanos
2. Descripción de la actividad empresarial, Análisis estratégico
 - 2.1. El sector de...
 - 2.2. Análisis Interno: Servicios o productos que ofrecemos
 - 2.3. Precios
 - 2.4. Estrategias de captación de clientela
 - 2.5. Descripción de la competencia
 - 2.6. Inversión
3. Localización de la empresa
 - 3.1. Plano
 - 3.2. Diseño y distribución interna
4. Análisis DAFO
5. Objetivos previstos
 - 5.1. A corto plazo
 - 5.2. A medio plazo
 - 5.3. A largo plazo
6. Forma jurídica
 - 6.1. Trámites y permisos necesarios
 - 6.2. Otros trámites
7. Estudio de Mercado
 - 7.1. Plan de marketing
 - 7.2. Conclusiones Estudio de mercado
8. Plan Económico-Financiero
9. Valoración del riesgo y conclusiones
11. Anexos que desarrollen cualquier información de interés