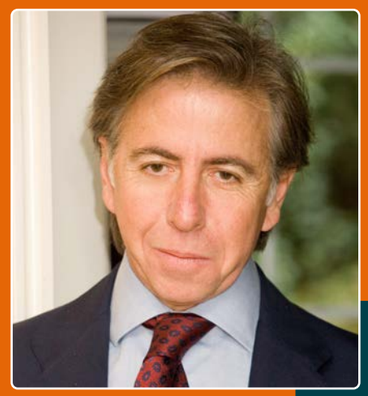
HUMANITY AT WORK | MONDRAGON

LKS Next

Growth Capital

PALANCA DE FINANCIACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR PARA LA PYME



Mariano Colmenar

LKS NEXT FINANCIAL SOLUTIONS & CORPORATE

© LKS Next, 2024

Quedan reservados todos los derechos.

Queda prohibida sin autorización expresa y escrita del titular, la reproducción, total o parcial, la modificación, traducción, distribución, alquiler o préstamo de este documento en cualquier tipo, medio o soporte, tangible o intangible, actualmente conocido o que se invente en el futuro.

Índice

I. INTRODUCCIÓN 4

II. EL IMPACTO DE LA PYME EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO 6

III. LA DESINTERMEDIACIÓN BANCARIA Y LAS VÍAS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN A LA PYME 10

IV. EL "GROWTH CAPITAL" COMO IMPULSOR DEL CRECIMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA 13

CAPITAL PRIVADO "VS" MERCADO DE VALORES: ¿CUAL ES LA MEJOR ALTERNATIVA PARA MI EMPRESA? 33

V. ¡SE NECESITAN EMPRESAS "INVERTIBLES"! 40

VI. EL ASESOR FINANCIERO: UN BUEN COMPAÑERO PARA EL ACCESO AL GROWTH CAPITAL 44

VII. UN ECOSISTEMA PARA EL GROWTH CAPITAL 46

LKS NEXT CORPORATE FINANCE: ¿QUIÉNES SOMOS? 50

I. INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) con menos de 250 asalariados son la columna vertebral de las economías en el mundo. En la mayoría de los países occidentales, más del 90% de las empresas son de tamaño pequeño y mediano. En España su penetración supera el 99%, en línea con la media europea, si bien, en el caso español, la gran mayoría son microempresas de menos de 10 trabajadores y empresas sin asalariados básicamente representadas por trabajadores autónomos.

El impacto social y económico de las PYMEs es incuestionable, siendo las mayores generadoras de empleo y contribuyendo con un 62% al valor añadido de nuestro país. Sin embargo, su reducido tamaño las hace poco productivas en comparación con otras economías de nuestro entorno y ello incide negativamente en su capacidad de acometer las inversiones necesarias para crecer y ser más competitivas.

La experiencia en países desarrollados demuestra que un número reducido de pequeñas y medianas empresas de fuerte crecimiento contribuye mucho más que proporcionalmente al crecimiento económico del país en cuestión. Para escalar, dichas empresas requieren inversiones relevantes, principalmente de carácter tecnológico. Sin embargo, su mayor perfil de riesgo hace que en muchos casos sean difícilmente financiables por la banca tradicional.

El Capital Expansión, más conocido como ***Growth Capital*** en el mundo de la inversión, es una fuente de financiación alternativa para las PYMEs que se materializa mediante la aportación de capital inversor en los mercados privados o en los cotizados. Ello permite a las empresas en fases de crecimiento y expansión financiar el desarrollo de sus negocios, generando valor y complementando o atendiendo sus necesidades financieras no cubiertas por la banca tradicional. Para acceder a este tipo de financiación, es imperativo que las empresas cumplan ciertos estándares financieros y de gestión que las hagan "invertibles".

Por lo que respecta al capital inversor que financia a estas empresas, este generalmente proviene de inversores institucionales (gestionado por fondos de capital privado) instituciones de inversión colectiva, grandes empresas o inversores familiares de altos patrimonios, los cuales, a través de estos activos, pueden diversificar sus carteras de inversión. En cuanto al inversor minorista, su participación es todavía reducida, siendo esta la gran asignatura pendiente de los policymakers europeos para dotar de mayor liquidez y profundidad a estos mercados.

Durante los últimos años, el *Growth Capital* ha tenido un fuerte desarrollo en nuestro país. No obstante, todavía hay un largo camino por recorrer, tanto en el mundo del capital privado como en los mercados de valores para PYMEs. Su consolidación como fuente alternativa de financiación requerirá un esfuerzo colectivo entre organismos públicos, instituciones, inversores y las propias empresas, que permita generar un ecosistema que dinamice el flujo de inversión/financiación, contribuyendo a crear mayores y mejores empresas generadoras de valor.

OBJETIVOS DEL DOCUMENTO

Con la publicación del Libro Blanco sobre el "Growth Capital como palanca de financiación y creación de valor para las PYMEs", desde LKS Next perseguimos los siguientes objetivos:

1. Facilitar a las PYMEs una **guía que les permita conocer con mayor profundidad las características del *growth capital*** y los distintos instrumentos de financiación a través del capital privado y los mercados de valores.
2. Identificar qué tipo de financiación, dentro del ámbito del *growth capital* **se adapta mejor a las necesidades de la compañía** y a las preferencias de sus gestores y propietarios.
3. Explicar como el *growth capital* contribuye a la **creación de valor económico** para la empresa y sus propietarios.
4. Describir las características o **requisitos que la empresa debe reunir** para acceder a la financiación mediante la aportación de capital por parte de inversores privados.
5. Proponer una serie de medidas para crear **un "ecosistema" que facilite el desarrollo del *growth capital***, basado en casos exitosos en países cuyo tejido empresarial y económico en general se ha visto favorecido por el desarrollo de estos mercados.

Notas Aclaratorias:

1. *El Capital Expansión abarca las dos principales fuentes de financiación: Recursos propios y Deuda. Dado el valor no solo financiero sino también estratégico aportado a las PYMEs por el primero de ellos, este documento toma como protagonista a la financiación vía recursos propios a través del capital inversor, tanto en los mercados privados como en los públicos o cotizados.*
2. *Dado el origen anglosajón de una gran parte de los conceptos contenidos en este informe, hemos optado por incluirlos en su acepción original. Para mayor claridad, al final del documento el lector podrá ver un glosario con los principales conceptos.*

II. EL IMPACTO DE LA PYME EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) son la columna vertebral de las economías en el mundo. Como categoría son tremendamente heterogéneas pudiendo abarcar desde un autónomo autoempleado o una microempresa de menos de 10 trabajadores hasta una empresa de mediano tamaño con 50 o hasta 249 trabajadores en sectores de muy diversa tipología. Esta variada configuración añade complejidad a la hora de analizar este segmento de la economía.

En la Unión Europea el número de empresas pequeñas y medianas, con menos de 250 trabajadores, asciende a 24,3 millones, un 99,8% del total de empresas, las cuales generan 2 de cada 3 trabajos y aportan un 54% al valor añadido bruto empresarial en la región. Ello nos da una idea de su relevancia e impacto en el orden económico y social.

FIGURA 1

Las Pymes de la Unión Europea representan 99,8% del total y aportan más de la mitad del valor añadido bruto, lo cual les otorga máxima relevancia.

Empresas por tamaño		Número de Empresas		Empleo		Valor Añadido	
PYME 0-249 empleados	EU 27	24.281.159	99,8%	84.886.407	64,4%	3.945,8	51,8%
	España	3.202.719	99,8%		64,2%		62,1%
Microempresas 1-9 empleados	EU 27	22.744.173	93,5%	25.602.334	29,4%	1.419,4	18,6%
	España	3.054.690	95,2%		32,3%		27,4%
Pequeñas 10-49 empleados	EU 27	1.332.200	5,5%	25.602.334	19,4%	1.259,8	16,5%
	España	127.719	4,0%		17,7%		17,1%
Medianas 50-249 empleados	EU 27	204.786	0,8%	20.493.722	15,5%	1.266,5	16,6%
	España	20.309	0,6%		12,2%		17,5%
Grandes 250 o más empleados	EU 27	43.112	0,2%	46.91.8978	35,6%	3.673,8	48,2%
	España	4.863	0,2%		35,8%		37,9%
TOTAL EMPRESAS	EU 27	24.324.271	100,0%	131.805.385	100,0%	76.196	100,0%
	España	3.207.580	100,0%		100,0%		100,0%

Fuente: Annual Report on European SMEs (2022-2023) European Commission

Por lo que respecta a España, el porcentaje de PYMEs sobre el total de empresas es igual al de la media europea, si bien su contribución al valor añadido empresarial supera el 62% del total frente al 54% de la UE. Ello responde principalmente al peso del segmento de microempresas, representado en más de la mitad por trabajadores autónomos sin asalariados y el resto por empresas con menos de 9 empleados y con ventas inferiores a los 2 M€.

En general, las PYMES cuentan con algunas ventajas, tales como la flexibilidad en cuanto a gestión de clientes, procesos y productos o servicios, así como la menor burocracia interna que les facilita la adaptación a los cambios en el entorno, les permite innovar y ser más creativas. Sin embargo, para aquellas empresas que quieran prevalecer en el tiempo, el escalar para conseguir un tamaño óptimo que las haga más productivas es determinante y estos son algunos de los motivos:

- Las empresas medianas y grandes son **menos vulnerables a cualquier tipo de crisis**. En España durante la pandemia, desapareció el 6% de las pequeñas empresas, mientras que en las grandes solo hubo bajas en el 0,7% del total.
- Mayor tamaño conlleva una **mayor capacidad para captar y retener talento**.
- Mayores **economías de escala** en servicios y procesos.
- Tienen una **vida media más larga**. En España una empresa de más de 20 empleados tiene una vida media de 13,6 años, frente 8,7 años en una microempresa.
- Mayor **acceso a la financiación**.
- Mayor acceso a los **mercados internacionales**.
- Mayores posibilidades de acometer proyectos de I+D y, por tanto, mayor **capacidad de innovación** en productos y procesos.

Según estimaciones de McKinsey, la productividad de las PYMEs, medida en términos de valor añadido por asalariado, es de media la mitad que en las grandes empresas. Esta consultora estima que una convergencia entre las dos categorías añadiría 5 puntos porcentuales al PIB de las economías avanzadas y 10 a las economías emergentes.

"La productividad si bien no lo es todo, es casi todo a largo plazo"

Paul Krugman – Premio Nobel de Economía

Si tomamos la productividad empresarial como una medida de riqueza y de crecimiento potencial en la economía, vemos como un 6.5% de las empresas en la UE, representadas por las grandes, medianas y pequeñas empresas, es decir, excluyendo las microempresas, contribuyen con más de un 80% y un 70% al valor añadido empresarial y al empleo de la región respectivamente.

Esta relación entre tamaño y productividad y la relevancia del segmento PYME como uno de los ejes principales de la economía, explica el foco de los gobiernos e instituciones en poner en marcha iniciativas de apoyo a las empresas pequeñas y medianas, las cuales, para ganar tamaño y ser más competitivas, deben invertir tanto en activos tangibles (capital humano, tecnología e infraestructuras) como intangibles (I+D, formación y conocimiento).

EMPRESAS DE ALTO IMPACTO

Dentro de este contexto, cabe destacar la importancia de un nicho dentro del sector PYME representado por las compañías de alto impacto. Aunque no existe un claro consenso al respecto, las podríamos definir como aquellas empresas innovadoras con un fuerte crecimiento de ventas, activos o puestos de trabajo y un alto impacto, directo e indirecto, en el empleo y otras áreas de la economía. Sus principales características son:

- Son las **mayores creadoras de empleo**, contribuyendo más que proporcionalmente a la generación de nuevos puestos de trabajo y, en general, al crecimiento económico.
- Se pueden encontrar en todos los sectores, con un **sesgo tecnológico e innovador**.
- Son intensivas en inversiones en **I+D**.
- Suelen estar participadas por **inversores no fundadores**.
- Generalmente son empresas **más jóvenes** que la media, aunque no siempre.
- Suelen estar **concentradas en *hubs geográficos*** con cierto nivel de especialización sectorial.

Dada su relevancia y alto impacto en la economía, la UE, a través de instituciones como el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y los gobiernos (en España a través de ICO, CDTI, COFIDES, SEPIDES, entre otras) apoyan de manera activa a este segmento empresarial, asignando cantidades relevantes de financiación mediante subvenciones y fórmulas de co-inversión con entidades de capital privado. Las capacidades técnicas y mayor experiencia de estas últimas permiten identificar, analizar y seleccionar aquellos proyectos con alto potencial de crecimiento.

CUADRO 1

High Impact Companies (HIC)

A pesar de la relevancia de las PYMEs en la economía, como segmento empresarial es tremendamente heterogéneo, con una amalgama de empresas de distinta tipología, lo cual dificulta su análisis y el tipo de incentivos financieros que lo apoyen.

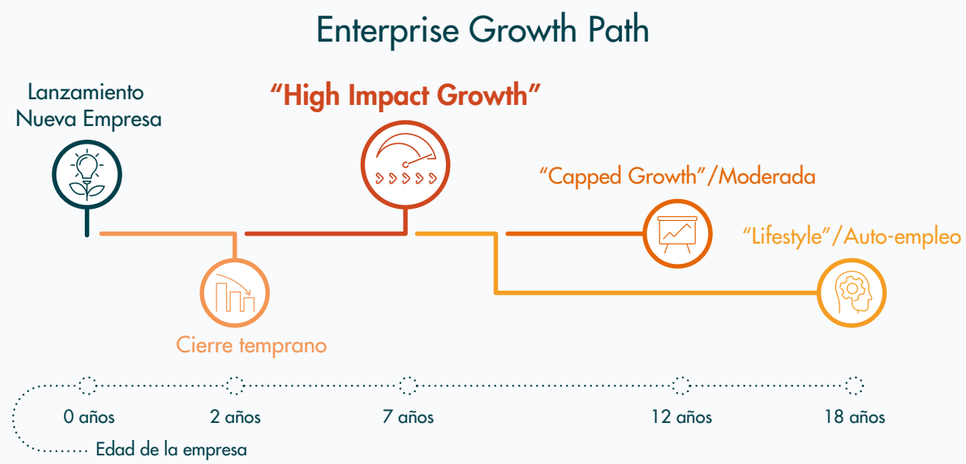
Un estudio sobre el comportamiento de las PYMEs en EEUU elaborado por la US Small Business Association, concluyó que el empleo creado por un subsector dentro de las PYMES bajo la nomenclatura de HIC o Compañías de Alto Impacto, representando el 6% de todas las empresas del país, superaba el total de empleo neto creado en todo el sector privado.

El Banco Mundial, basa este comportamiento desigual en que una parte relevante de todas las empresas de reciente creación se extinguen en un corto espacio de tiempo y aquellas que sobreviven muestran distintas características y objetivos, entre las que destacan tres:

- **Empresas sin crecimiento** (autoempleo o "life-style") muchas veces representadas por una sola persona, para las que la independencia y la autonomía, y no el tamaño, es el motivador principal. Estas empresas pueden prevalecer durante un largo periodo de tiempo.
- **Empresas de crecimiento moderado** (moderadas o "capped growth") que tras su puesta en marcha crecen de manera modesta en 5-7 años y luego se estabilizan. Suelen tener menos de 20 trabajadores y se concentran en sectores de servicios con pocas economías de escala, cuya demanda se adapta a los recursos empleados por la empresa.
- **Compañías de alto crecimiento** ("competitive firms") con un CAGR en ventas de más de un 10% durante un periodo de al menos 7 años. Comienzan siendo pequeñas y acaban transformándose en medianas e incluso en grandes empresas. Estas empresas representarían el 6% anteriormente citado y, en nuestra opinión, deberían servir de modelo los policymakers para diseñar las estrategias de fomento al sector PYME.

FIGURA 2

Las empresas de nueva creación presentan un comportamiento desigual:
Cero crecimiento; Crecimiento Moderado; Alto Crecimiento.



Fuente: Banco Mundial, Enterprise Lifecycle Model, Hanks et al. (1993)

III. LA DESINTERMEDIACIÓN BANCARIA Y LAS VÍAS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN A LA PYME

"La dificultad para acceder a la financiación es uno de los principales obstáculos que impiden el crecimiento de las pymes. Ello obedece a múltiples causas, algunas cíclicas, y otras estructurales. Las asimetrías de información entre los proveedores y los solicitantes de fondos juegan un papel fundamental. Las pymes dependen en gran medida de los préstamos bancarios para su financiación externa, por lo que deben ponerse a su disposición alternativas adecuadas".

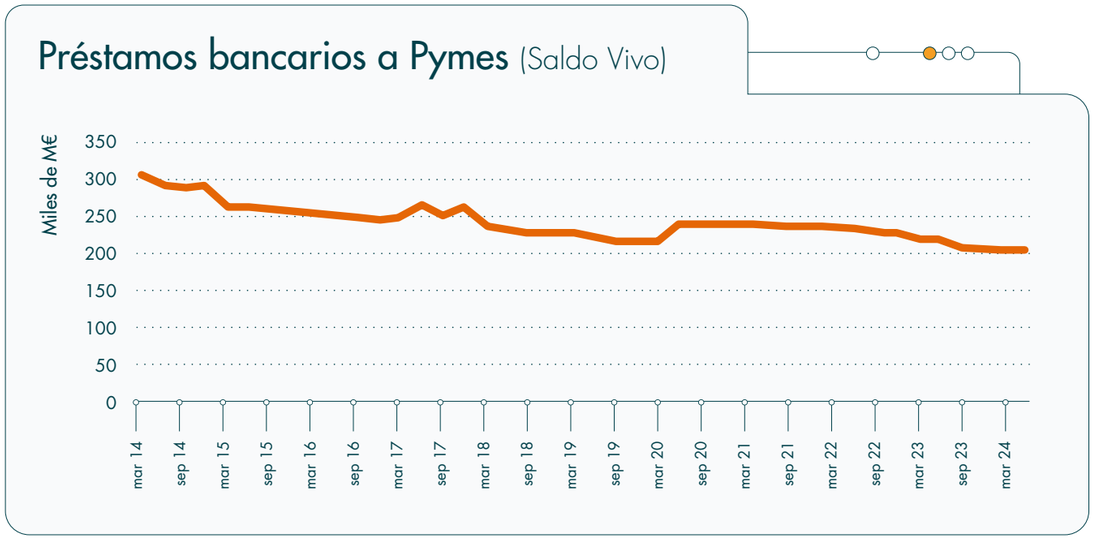
Comisión Europea

Tradicionalmente, la principal fuente de financiación para las PYMEs ha sido la banca comercial, con mayor o menor relevancia en función del tamaño y madurez de las entidades prestatarias. Sin embargo, el advenimiento de la crisis financiera y la obligada recapitalización de gran parte del sector bancario hizo que los reguladores impusieran criterios más duros, **incrementando los niveles de consumo de capital en la concesión de préstamos**, especialmente para aquellos segmentos con mayor perfil de riesgo como es el caso de las PYMEs. Dicho endurecimiento ha producido un **retraimiento en las políticas crediticias de los bancos**, especialmente para las empresas en fases más tempranas de crecimiento.

Por otra parte, en muchas empresas emergentes de rápido crecimiento en las que la tecnología requiere fuertes inversiones en I+D, el peso de los activos intangibles es mayor y sus cash-flows son más volátiles. Ello hace que los sistemas de medición de riesgo de la banca tradicional basados en datos históricos, cash-flows futuros y aportación de garantías, sean más difíciles de aplicar, añadiendo complejidad a la formación de precios o spreads exigidos. Ello **obliga a estas empresas a buscar vías alternativas de financiación** por parte de agentes cuyo know-how y modelos de financiamiento están más adaptados a estos perfiles de riesgo.

FIGURA 3

Tras el final de la crisis financiera se ha producido una caída prolongada en el stock de financiación a las empresas por parte de las entidades bancarias.



Fuente: Banco de España, LKS NEXT FS&C

Conscientes de la relevancia del segmento PYME para el tejido económico y social y con el fin de evitar potenciales riesgos sistémicos derivados de tensiones de liquidez en este segmento de la economía, gobiernos y organismos supranacionales han puesto en marcha programas de actuación dirigidos a fomentar vías alternativas de financiación, con un foco especial en los instrumentos de capital privado y en los mercados de capitales, tanto en equity como en deuda.

Gobiernos y entidades supranacionales llevan años apoyando y promoviendo vías de financiación alternativas a la banca tradicional

En el entorno de la UE-27, l**a Comisión Europea ha sido muy activa en promover vías alternativas de financiación para las PYMEs, no solo a través de inversores profesionales sino también dando acceso al inversor minorista** a los mercados de valores y a los de capital privado. Así, preparándose para la nueva legislatura europea de 2024-2029, el Eurogrupo ha identificado **tres áreas prioritarias de actuación** en las que son necesarias medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados europeos de capitales:

1. Garantizar un **mejor acceso a la financiación privada** para que las empresas en la UE inviertan, innoven y crezcan.
2. Desarrollar, dentro de la UE, **un marco ágil para los mercados de capitales que permita una mejor diversificación transfronteriza del riesgo** mediante la reducción de las barreras y el desarrollo de un sistema de regulación y supervisión competitivo, coherente, racionalizado e inteligente que funcione para las empresas, los inversores y los ahorradores, y garantice la estabilidad financiera.
3. Crear mejores oportunidades para que los ciudadanos de la UE acumulen riqueza y mejoren su seguridad financiera, **aumentando la participación directa e indirecta de los inversores minoristas** mediante el acceso a oportunidades de inversión rentables.

FIGURA 4

En el modelo de financiación alternativa los inversores invierten (o prestan) en empresas bien directamente o a través de vehículos de inversión.

Fuente: LKS Next FS&C

IV. EL "GROWTH CAPITAL" COMO IMPULSOR DEL CRECIMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

¿Qué es el Capital Expansión?

El Capital Expansión, más conocido en el argot financiero como "*growth capital*", **es una fuente de financiación alternativa para las PYMEs en fases de crecimiento o expansión, que se materializa mediante la aportación de capital por parte de inversores en los mercados privados o en los cotizados**, ayudando a expandir su negocio o mejorar su base operativa con el objetivo de maximizar el valor de su inversión.

La aportación de Capital Expansión a las empresas pequeñas y medianas puede cumplir diversas funciones, como, por ejemplo:

- Entrada en nuevos mercados;
- Lanzamiento de nuevos productos;
- Adquisición de otros negocios;
- Inversión en I+D o en capital humano.

La captación de capital expansión conlleva un coste para la empresa y/o para sus socios o accionistas. En el modelo tradicional de financiación vía deuda, el coste es meramente financiero, con impacto en la cuenta de resultados de la empresa. Si, por el contrario, la financiación se materializa mediante la aportación de capital por parte de un tercero, el coste lo asumen los propietarios que verán diluida su participación en la compañía.

El papel del *growth capital* como impulsor del crecimiento económico es de una relevancia creciente para las economías, ya que permite a las empresas invertir en activos tangibles (plantas, equipos de producción) e intangibles (I+D, tecnología) incrementando su capacidad de producción y, por tanto, su tamaño y productividad.

Dicha aportación de capital se puede realizar por medio de vehículos o entidades de capital privado o mediante la apelación a los mercados de valores (generalmente mercados o plataformas destinadas a empresas pequeñas y medianas, también denominados *Sistemas Multilaterales de Negociación o SMN*) lo cual conlleva el listado de las acciones de la compañía en uno de estos mercados.

FIGURA 5

La empresa puede optar por captar capital en los mercados públicos (cotizados) o buscar financiación por parte de vehículos de inversión en los mercados privados.

Fuente: LKS NEXT FS&C

¿Qué ventajas tiene frente a la financiación bancaria tradicional y otros instrumentos de deuda?

Para la Empresa:

1. El *growth capital* aporta valor financiero y estratégico a la empresa, alineando los intereses de los financiadores con los de los de los propietarios y el equipo directivo.
2. Permite diversificar las fuentes de financiación, ofreciendo un canal estable de financiamiento a lo largo de la vida de la empresa.

Para el Inversor:

1. Oportunidad de invertir a medio-largo plazo en empresas con elevado potencial de crecimiento, con la posibilidad de influir en la estrategia de las compañías.
2. Acceso a nuevas categorías de inversión, aumentando la diversificación de sus carteras de activos.

Para la **Economía** y la **Sociedad**:

1. El *growth capital*, en tanto en cuanto selecciona las mejores oportunidades de inversión, categoriza a las compañías por su nivel de calidad y, por tanto, se convierte en un buen mecanismo para filtrar y apoyar la creación de empresas de alto impacto y con mayor valor para las economías de las naciones.
2. Contribuye positivamente a la creación de crecimiento económico y empleo y, por tanto, al bienestar social.

¿Qué perfil tienen las empresas candidatas a este tipo de financiación?

En cuanto al perfil de las empresas elegibles para este tipo de financiación, por lo general se trata de **compañías en fases de crecimiento o expansión que ya han superado la fase "*startup*"**, tienen una buena tracción con clientes, un modelo de negocio viable con crecimiento de ingresos generalmente superiores al 10%, y cuyos gestores quieren llevar sus operaciones al siguiente nivel.

En el rango bajo (Crecimiento) se situarían las "*scaleups*", con ventas crecientes y negocio validado por el mercado, pudiendo no ser generadoras de beneficios. En el rango alto (Expansión) estarían las empresas más consolidadas con *track-record* en el mercado, buenas métricas financieras y visibilidad de beneficios, con potencial para expandir su crecimiento con recursos financieros adicionales para capturar oportunidades de expansión.

Desde el punto de vista de la propiedad, se trata de empresas de alto crecimiento y potencial para generar más valor y que, por tanto, sus socios o accionistas consideran que no es el momento de monetizar su inversión a través de una venta total a un tercero.

Dentro de las 5 fases del ciclo de vida de la empresa, las compañías candidatas a financiarse mediante *growth capital* se encuentran en una fase de "Crecimiento" o de "Expansión", pudiendo captar capital por cualquiera de estas dos vías: 1) **vehículos o fondos de capital privado**, o 2) **inversores en mercados cotizados o plataformas de negociación** especialmente diseñados para empresas de pequeño y mediano tamaño.

FIGURA 6

Las empresas óptimas para acceder al capital expansión se encuentran en las fases de Crecimiento o de Expansión.

GROWTH CAPITAL

Fase de proyecto empresarial	Posicionamiento de la Empresa	Tipo de financiación	Proveedor de Capital*
Lanzamiento	Fase inicial y validación del modelo de negocio y desarrollo de un producto mínimo viable.	Seed Capital	Angel investors, Early VCs, Crowdfunding
Crecimiento	Crecimiento de ingresos. Nuevos clientes, nuevos canales y desarrollo de negocio. Talento.	Growth Capital	Late VC, Growth PE, Capital Markets (Venture)
Expansión	Escalado de operaciones, nuevos mercados geográficos, nuevos productos.	Growth Capital/ IPO	Growth PE, Family Office, Estratégico, Direct Lending Capital Markets (Growth)
Consolidación	Madurez y estabilidad del negocio. Mantenimiento de la posición en el mercado.	Buy-Out/IPO	Private Equity Capital Markets (Main)
Decaimiento	Fin del periodo de ventajas competitivas. Necesidad de revitalizar el posicionamiento.	Buy-Out/M&A	Private Equity Consolidador estratégico

* No incluye la financiación alternativa a través de instrumentos de deuda

Fuente: LKS NEXT FS&C

Empresas en fase de "**Crecimiento**"

Las empresas en fase de "crecimiento" son aquellas que habiendo pasado por la fase "lanzamiento" **han evolucionado a un estado de rápida expansión y desarrollo de su negocio**. Su objetivo es consolidar su crecimiento de ingresos, escalar sus operaciones y expandir su base de clientes.

Para conseguir sus objetivos, las empresas en fase de crecimiento deben invertir en el producto y en estrategias de marketing que les permitan captar clientes y nuevos canales de distribución que den acceso a nuevos mercados. Para ello deben contar con el **talento adecuado y un buen equipo gestor** que transmita una cultura empresarial adecuada al resto de la organización.

Empresas en fase de "**Expansión**"

En la fase de "expansión", las empresas aspiran a tener una posición de liderazgo en su mercado y una buena imagen de marca. Ello puede llevar asociada la **expansión hacia nuevos mercados o geografías**. Por ejemplo, una empresa de desarrollo de software podría asociarse con integradores internacionales para vender sus productos a los clientes de estos en otros países. Otra alternativa sería establecer su propia red de distribuidores y oficinas de representación en el exterior.

Esta fase **suele acarrear más riesgo financiero** por las inversiones requeridas y por la incertidumbre en cuanto a patrones de demanda y características propias del mercado objetivo. Para ello, las empresas en esta fase deberán desarrollar estrategias de expansión claras y bien evaluadas, firmar acuerdos estratégicos con empresas locales, adaptar sus productos a las condiciones de los nuevos mercados y tener los equipos de gestión adecuados capaces de implementar la estrategia de crecimiento sin perder foco en el negocio tradicional de la empresa.

LA CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO COMO DENOMINADOR COMÚN EN EL GROWTH CAPITAL

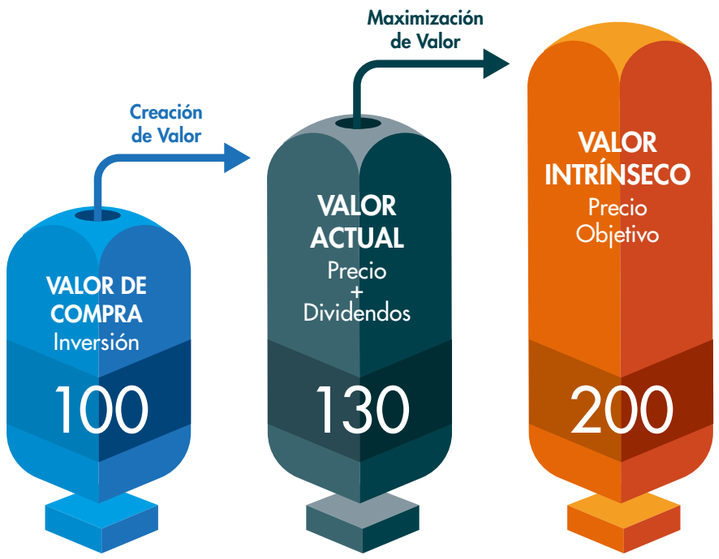
El *growth capital*, en cualquiera de sus categorías tiene, en nuestra opinión, más valor para la empresa que la financiación tradicional vía deuda. La razón principal es que en el primero hay un alineamiento entre propietarios/gestores y los inversores con el objetivo común de maximizar el valor de la compañía.

Se dice que una empresa **crea valor** cuando a través de una gestión eficiente de los recursos es capaz de generar beneficios para sus accionistas y demás grupos de interés, como puede ser sus empleados, clientes y la sociedad en general, haciendo a la empresa más sostenible. Si ponemos el foco en el **valor económico** para el inversor, la empresa genera valor cuando el precio actual más los dividendos percibidos son superiores a la inversión realizada.

La misión de los gestores y órganos de gobierno es **maximizar el valor** de la compañía, lo cual se consigue cuando con sus capacidades propias más las adquiridas, la compañía es capaz de maximizar su valor intrínseco y el mercado lo reconoce reflejándolo en el precio o valoración de la compañía, lo cual, es un *win-win* para ambos; inversores y propietarios.

FIGURA 7

Creación y Maximización de Valor Económico para la empresa y sus accionistas.



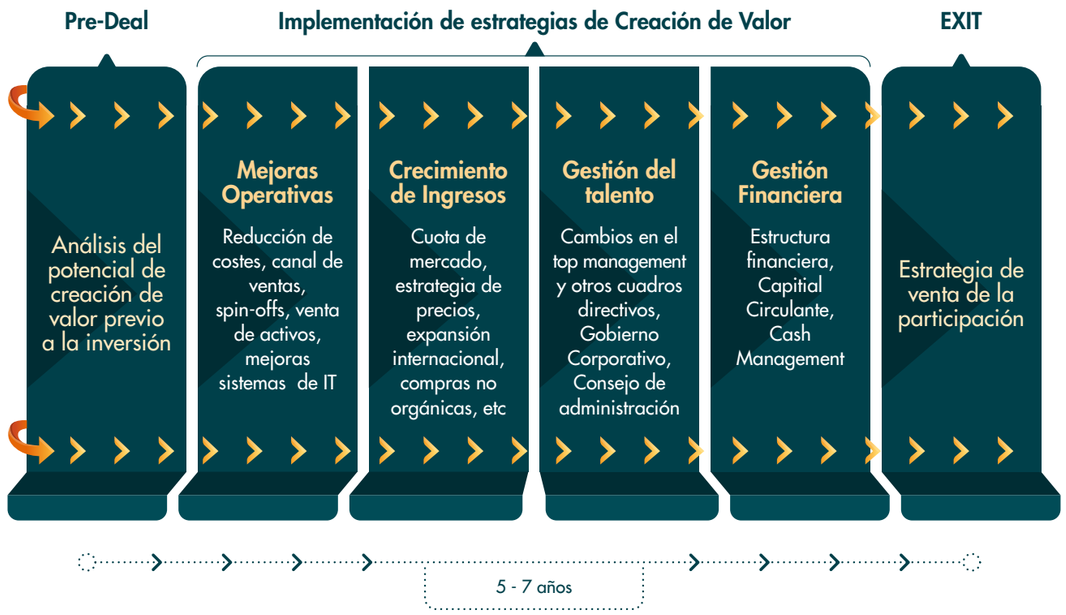
Fuente: LKS NEXT FS&C

En el caso de un vehículo de **capital privado**, como puede ser un fondo de venture capital o un private equity, el objetivo es generar el mayor retorno en su inversión en el menor plazo de tiempo posible. Para ello, los gestores del fondo no solo aportan recursos financieros, sino que, mediante su participación en los órganos de gobierno, ayudando a la empresa en diferentes frentes operativos, también aportan recursos estratégicos y de gestión, alineando intereses y generando valor para la compañía. Es lo que en el mundo de la inversión se conoce con el término "*smart money*".

Por ejemplo, en el caso de un private equity con una participación significativa de un 30-40% el proceso comenzaría con un análisis del potencial de creación de valor antes de llevar a cabo la inversión para tomar la decisión de invertir o no. En caso afirmativo trazaría un plan de creación de valor a ejecutar durante el período de inversión y terminaría con una estrategia de salida para materializar la desinversión de la forma más efectiva y a la mayor tasa de retorno posible.

FIGURA 8

Cadena de creación de valor para un Private Equity (Growth).



Fuente: LKS NEXT FS&C

Por el contrario, si la empresa está cotizada en un **mercado de valores**, la participación de los inversores es, por lo general, no suficiente como para influir directamente en las decisiones estratégicas de la compañía, salvo que el tamaño de la inversión le permita participar en sus órganos de administración o al menos ejercer algún tipo de influencia sobre la gestión de la empresa. En ese caso, el plan de creación de valor ha de estar marcado por la propia compañía mediante una estrategia cuya ejecución le permita maximizar los resultados económicos. Ello, asumiendo que la empresa cumple con los estándares adecuados de gestión, transparencia y gobierno corporativo, debería impulsar la demanda inversora a medio plazo y por tanto el precio de la acción, generando valor para la compañía y para sus accionistas.

INVERSORES EN "GROWTH CAPITAL"

Por lo que respecta a los inversores o financiadores de las empresas en fase de crecimiento y/o expansión, estos varían en función de su mandato y del mercado en el que operen (privado o público/cotizado).

1 CAPITAL PRIVADO

Esta vía de financiación mediante inversiones generalmente minoritarias se estructura a través de vehículos regulados, tales como fondos de capital riesgo (FCR), cuyos inversores tienen un perfil institucional cualificado (family offices, fondos de pensiones, mutualidades, fondos soberanos, entre otros). Por lo que respecta a su relación con la empresa a financiar, las principales características del capital privado son las siguientes:

- **Modelo flexible de financiación**. A diferencia de la financiación bancaria tradicional, con elevados requisitos en cuanto a vencimientos y aportación de garantías, el capital privado tiene una mayor flexibilidad, sin la exigencia de colaterales ni vencimientos a corto plazo.
- **Modelo de partenariado con alineamiento de intereses.** El capital privado es un modelo de financiación más "paciente" con alineamiento de intereses entre inversores y gestores.
- **Aportación de valor**. Además de la aportación de capital, el capital privado ofrece palancas tales como la experiencia empresarial, conocimiento del sector, red de contactos, acceso a nuevos mercados y visión estratégica, que contribuyen a la creación de valor en la empresa.
- **Transacción privada entre la empresa y el inversor**. En el modelo de financiación a través de capital privado, el mandato del inversor es rentabilizar su inversión en el menor periodo de tiempo mediante de la venta a un tercero. Ello conlleva unos pactos de socios, fórmulas de gestión y gobierno corporativo que suelen limita el ámbito de actuación de los gestores de la empresa, lo cual puede ser un desincentivo para ellos.
- **Pactos de socios**. La aportación de capital viene condicionada por una serie de acuerdos para-sociales como, por ejemplo; cláusulas anti-dilución, liquidación preferente, cláusulas de arrastre y acompañamiento, todas ellas destinadas a proteger sus intereses como inversor. Los dueños y gestores de la compañía deberán considerar si la naturaleza limitativa de dichos acuerdos es de su interés.
- **Modelo de entrada y salida**. El capital privado busca monetizar su aportación de capital vendiendo su participación a un valor superior al de entrada en la compañía. Dado que en muchos casos se trata de operaciones no apalancadas y con escasas sinergias de costes para el inversor, éste intentará minimizar el valor de compra o inversión *pre-money*, lo cual puede entrar en conflicto con las expectativas de los propietarios de la empresa en cuestión.

VEHÍCULOS DE CAPITAL PRIVADO PARA LAS EMPRESAS EN FASE DE CRECIMIENTO O EXPANSIÓN

A VENTURE CAPITAL

El venture capital (VC) está representado por firmas que crean fondos de inversión dirigidos a empresas emergentes o ***startups*** en sus primeras etapas de desarrollo con las siguientes características, entre otras:

- Fuerte **componente tecnológico o científico**, con un producto innovador o disruptivo.
- **Nivel de riesgo elevado**. En muchas ocasiones, el producto o servicio proporcionado no está probado en el mercado. Sin embargo, el beneficio puede ser prácticamente ilimitado, si la empresa tiene éxito.
- Los fondos VC normalmente **coinvierten** con otros fondos, lo cual les permite ampliar el análisis y conocimiento de sus participadas.
- La **diversificación** es un elemento clave para estos fondos en los que un número elevado de inversiones puede fracasar, siendo (idealmente) más que compensadas por elevadas ganancias en un número reducido de participadas.
- El múltiplo objetivo sobre la inversión realizada **(MOIC) suele ser superior a 3 veces**, mayor que en los fondos de private equity dado el mayor perfil de riesgo.

El venture capital puede invertir en distintas fases de crecimiento de las compañías. Hay **fondos *early-stage*** especializados en las fases más tempranas que invierten en las primeras rondas de capital ***pre-seed*** en las que el nivel de riesgo de las compañías (***startups***) es elevado. Otros invierten en rondas ***late-stage (Series A, B, C..)*** con importes más elevados, en las que las compañías (***scaleups***) ya han demostrado viabilidad en su modelo de negocio y necesitan capital para crecer.

Estos últimos, más relevantes en el contexto de nuestro Libro Blanco, invierten en compañías que han conseguido desarrollar su producto y demostrar que existe un mercado para ese producto (***product-market-fit***). Son generadoras de ingresos más o menos recurrentes con menor riesgo para el inversor y están más cerca de la fase de salida (***exit***) en la que el fondo vende su participación directamente a un tercero o mediante una salida a un mercado de valores.

A pesar de la mencionada especialización, muchos fondos invierten durante las distintas fases de crecimiento, empezando por rondas ***seed*** y acompañando a la participada en rondas más avanzadas.

B CORPORATE VENTURE CAPITAL

Los fondos de corporate venture capital (CVC) son aquellos **creados por grandes corporaciones para invertir en empresas con perfil innovador y/o disruptivo**. Sus inversiones tienen un objetivo no solo financiero sino también estratégico, se realizan de manera independiente del resto de sus inversiones corporativas y suelen ser participaciones minoritarias. A diferencia de los fondos VC en la que los inversores del fondo

tienen un perfil financiero, en el caso de los CVC el inversor es la propia compañía que actúa como sponsor del fondo.

Como destaca Andrew Romans en su libro *"Masters of Corporate Venture Capital"* la motivación de crear un CVC por parte de una gran compañía viene determinada por muchos factores, entre los que podemos destacar:

1. Capacidad de **buscar la mejor innovación y talento fuera** con la posibilidad de incorporarlo dentro de la compañía;
2. **Aprender nuevas tecnologías** y modelos de negocio a menor coste para maximizar su posicionamiento en el mercado; y
3. Generar un retorno sobre la inversión **no solo financiero sino también estratégico** con la posibilidad de adoptar una nueva tecnología.

El CVC se encuentra muy consolidado en aquellos países de mayor crecimiento tecnológico como EEUU, Reino Unido o Israel. En España, un número creciente de grandes compañías están lanzando esta tipología de fondos como vía de inversión en investigación, desarrollo e innovación.

C PRIVATE EQUITY – GROWTH

Los fondos de Private Equity Growth comparten algunas características con el private equity tradicional con un modelo *buy-out* pero a diferencia de estos, cuyo objetivo es la compra del 100% de empresas maduras, en muchos casos apoyados con financiación ajena, **el PE Growth busca empresas con potencial de crecimiento a las que apoya financiera y estratégicamente**. Los importes de inversión son, por lo general, superiores a 10 M€ y pueden invertir como socios mayoritarios o minoritarios con capacidad de influir en la estrategia y la gestión de la compañía participada.

En general, estos fondos buscan empresas en fases más avanzadas que las empresas objetivo de los VC Late Stage. Estos últimos invierten en empresas en fase de Crecimiento, generalmente acompañados de otros inversores, mientras que el PE Growth participa como único inversor en la fase de Expansión en la que la empresa, una vez desarrollado su producto y mercado, busca escalar sus operaciones, entrar en nuevos mercados geográficos o desarrollar nuevos productos o servicios.

La contribución directa a la generación de valor dentro de la compañía participada es el principal objetivo de los fondos PE Growth con múltiplos objetivos sobre la inversión (MOIC) superiores a 2 veces en períodos objetivo de 5 a 7 años.

D FAMILY OFFICE

Un family office es una estructura de gestión del **patrimonio de un grupo familiar con elevados recursos económicos** formada con el objetivo de administrar de manera profesional sus finanzas y su patrimonio como entidad independiente o a través de una banca privada. La estructura del family office puede ser de dos tipos:

A. **Single family office**, en la que el patrimonio gestionado pertenece a un solo grupo familiar, normalmente con niveles por encima de 150 M€;

B. **Multi-family office**, en el que se gestionan los activos de varias familias, generalmente con patrimonios superiores a 20 M€.

Los family offices invierten en diversos tipos de activos, tanto cotizados (acciones y bonos) como en activos alternativos (infraestructuras, inmobiliario, fondos PE, VC, etc). Además de este tipo de activos, de una

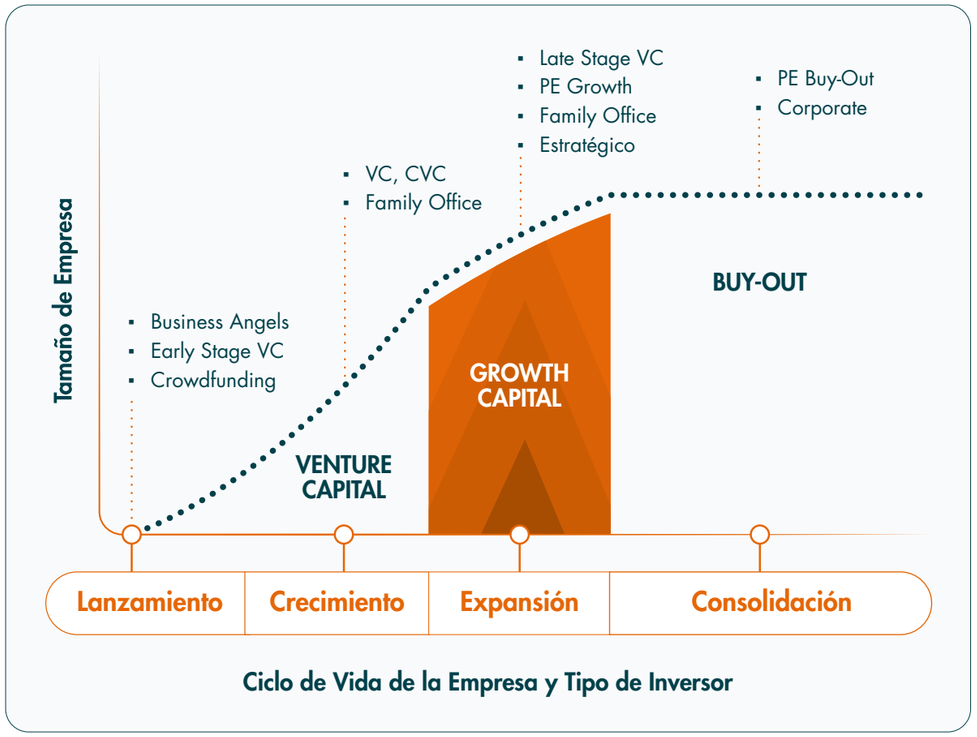
manera creciente han venido asignando parte de su patrimonio a inversiones directas en compañías privadas, tanto en sectores relacionados con la industria de la que procede el patrimonio de la familia, en los que puede encontrar sinergias, como en otros en los que el objetivo es meramente financiero.

La flexibilidad en cuanto a la estructuración de los plazos de salida y términos generales de la inversión hacen que el family office sea percibido como un buen compañero de viaje por la mayoría de las compañías. Además, si la inversión se lleva a cabo en el sector del que procede el patrimonio del grupo familiar, este puede proporcionar a la participada *know-how*, y una extensa red de relaciones y contactos de distinta naturaleza que serán de gran utilidad para la compañía.

Por el lado menos positivo, los requisitos de entrada en la compañía suelen ser exigentes, tanto en cuanto a la calidad de la compañía como a los importes de la inversión y ocasionalmente sus inversiones se pueden ver comprometidas por posibles conflictos de interés por otras inversiones en el sector de referencia.

FIGURA 9

Existen distintos vehículos de inversión en capital privado para cada una de las fases de crecimiento en la empresa.



Fuente: LKS NEXT FS&C

CUADRO 2

El sector público como proveedor de financiación alternativa

La involucración del sector público en la financiación de las PYMEs mediante aportaciones de capital ha crecido de manera sustancial en los últimos años. Dichas aportaciones se canalizan bajo esquemas de co-inversión con inversores privados buscando un efecto *crowding-in*, entendido como el conjunto de iniciativas del sector público para fomentar la inversión privada en el capital de las Pymes.

En Europa, la Comisión Europea está siendo un actor clave en promover medidas de apoyo financiero a las empresas, abarcando programas de financiación a *startups*, *scaleups* y a PYMEs más consolidadas. Por lo que respecta a la financiación vía equity, esta se lleva a cabo a través de 3 canales principalmente:

- **Inversión directa en *startups* y *scaleups***, en la que el instrumento de la CE provee financiación vía equity en coinversión *pari-passu* con un inversor privado cualificado. El European Innovation Council (EIC) Accelerator con importes de inversión de hasta 15 M€ por proyecto es el mejor ejemplo de este tipo de iniciativas. **https://eic.ec.europa.eu**.
- **Financiación directa a Pymes** en colaboración con los países miembros mediante esquemas de garantías con cobertura de primeras pérdidas. Invest EU, con 6,9 MM€ asignados al segmento PYME, es el instrumento creado para este fin por la Comisión Europea. **https://investeu.europa.eu**.
- **Programas de co-inversión como LPs** con fondos de capital privado (VC o PE) o a través de fondos de fondos. El Fondo Europeo de Inversiones (FEI) es el canalizador de toda la inversión de la CE en fondos de capital privado. **https://www.eif.org**.

En el caso español los instrumentos de apoyo a *startups*, *scaleups* y Pymes más relevantes están gestionados por entidades públicas dependientes de distintos ministerios del gobierno español, entre los que destacan:

- **CDTI:** Dependiente del Ministerio de Ciencia Innovación y Universidades, a través del programa INNVIERTE coinvierte con fondos privados en startups y scaleups tecnológicas innovadoras españolas. **https://www.cdti.es**.
- **AXIS:** Como gestora de capital privado del Instituto de Crédito Oficial (ICO) cuenta con vehículos de inversión directa destinada a las Pymes. Fondico Global, Fondico Pyme y Fond-ICO Nextech son los principales instrumentos de coinversión con PEs y VCs. **https://www.axispart.com**.
- **COFIDES:** Como entidad gestora de los fondos FIEX y FONPYME, COFIDES financia proyectos de inversión fuera de España apoyando la internacionalización de las empresas españolas. Además, a través del FOCO coinvierte en empresas privadas que acometen nuevas inversiones en España. **https://cofides.es**.
- **SEPIDES:** Dependiente del Ministerio de Hacienda, presta apoyo financiero a empresas en fases de Crecimiento y Expansión. Sus vehículos más relevantes son los fondos Germina Capital, Fondo Enisa, Fond-icopyme, y dos fondos destinados a empresas con presencia destacada en Castilla La Mancha. **https://sepides.es**.
- **Fondos Regionales:** En paralelo a los fondos de carácter europeo y estatal, varias comunidades autónomas han creado fondos para apoyar y promover el desarrollo empresarial de la región. Cataluña, País Vasco, Andalucía, Comunidad Valenciana, Castilla La Mancha, Galicia, Castilla y León o Asturias cuentan con este tipo de vehículos de inversión.

PARTICIPANTES EN LA CADENA DE VALOR DE UN FONDO DE CAPITAL PRIVADO

Con la finalidad de que el lector y potencial receptor de este tipo de financiación entienda mejor la idiosincrasia y los objetivos de los fondos de capital privado, se trata de vehículos de inversión cerrados que invierten el capital captado en una cartera de compañías con la finalidad de venderlas para repartir los importes obtenidos de manera gradual entre los inversores del fondo.

El fondo tiene dos actores principales. Por una parte, están los ***Limited Partners (LPs)*** que invierten, pero no influyen en las decisiones de inversión. Normalmente, se trata de inversores institucionales como, por ejemplo: fondos de pensiones, fundaciones, compañías de seguros, family offices, fondos soberanos, etc.

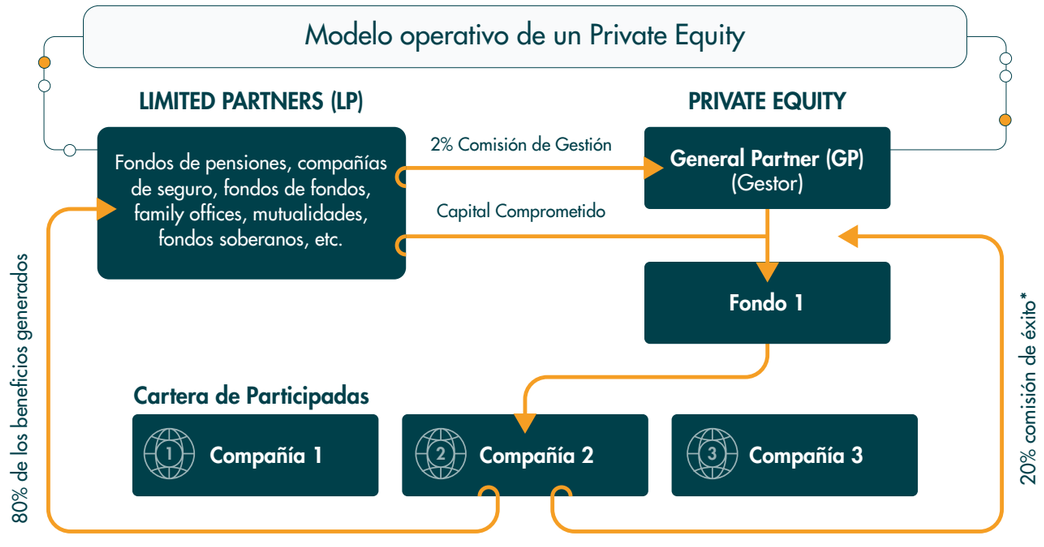
Por otra parte, el ***General Partner (GP)*** o equipo gestor del fondo, toma las decisiones de inversión en las distintas compañías, monitorizando su gestión de forma activa y formando parte de sus órganos de gobierno hasta su venta a un tercero. Una vez que el fondo ha vendido todas sus participaciones, en un periodo entre 5 y 10 años, y devuelto los importes correspondientes a sus ***LPs*** se procede a su cierre.

En cuanto a la remuneración de los *LPs* y los *GPs*, los últimos perciben una comisión de gestión anual en torno al 2% con la que cubren los costes operativos del fondo. Paralelamente, pueden recibir una comisión de éxito de hasta el 20% sobre las plusvalías en la venta de las participadas, siempre que se haya repartido un importe mínimo a los *LPs (hurdle rate)* que normalmente se sitúa en el 8%. El precio de entrada y el de salida y el periodo que va desde la entrada de capital a la desinversión en la compañía participada son los principales determinantes del éxito del fondo.

Por lo que respecta a los LPs, además del mencionado *hurdle rate* del 8%, percibirán el 80% de las plusvalías generadas en el fondo.

FIGURA 10

Participantes y remuneración en un fondo de capital privado.



* Tras cubrir el hurdle rate, (normalmente del 8%)

Fuente: LKS NEXT FS&C

2 MERCADO DE VALORES

La financiación a través de los mercados de valores o mercados cotizados de acciones es la otra gran alternativa de financiamiento fuera del canal bancario.

Los mercados de valores son aquellos en los que **las empresas emiten acciones o bonos** para conseguir fondos con los que financiar planes de expansión. A diferencia de los mercados privados, estos valores pueden ser negociados entre inversores profesionales y minoristas en mercados organizados. Dichos mercados son transparentes y competitivos y están supervisados por los reguladores.

Tradicionalmente, los mercados de valores han estado reservados para empresas de mayor tamaño. Sin embargo, durante las últimas décadas han proliferado **los mercados dirigidos a las PYMEs bajo la etiqueta de *"SME Growth Markets"***. A diferencia de los mercados para grandes empresas, las compañías cotizadas en estos últimos no están reguladas por un organismo regulador y son menos exigentes en cuanto a los requisitos administrativos y costes de incorporación y mantenimiento en el mercado.

La valoración o "capitalización bursátil" de las empresas que cotizan en estos mercados se sitúa en un rango entre los 20 M€ y 300 M€ para las llamadas *"micro-caps"* y entre 300 M€ y 1.000 M€ para las *"small-caps"*

En cuanto a las **principales ventajas** de los mercados de valores como canal de financiación para las PYMEs podemos destacar las siguientes, entre otras:

1. **Potenciación del crecimiento de la empresa:**

   La cotización en Bolsa permite captar recursos propios mediante ampliaciones de capital entre inversores no solo profesionales sino también particulares o minoristas. Con ello se refuerza la estructura financiera del emisor, pudiendo mejorar el acceso y coste de la financiación ajena.

2. **Mayor autonomía en la gestión de la compañía:**

   Los ***SME Growth Markets*** tienen menos exigencias en cuanto a niveles de ***free-float***. No permiten pactos de socios y las acciones han de ser de libre transmisión, lo cual otorga al management un mayor grado de autonomía en la gestión de la compañía.

3. **Imagen y Profesionalización:**

   La cotización en un mercado de valores aporta notoriedad e imagen de marca a la empresa, mejorando su relación con sus grupos de interés. Ello facilita la captación de talento y permite formular esquemas de remuneración basados en acciones que fidelicen a sus ejecutivos.

4. **Facilitador de procesos de transición accionarial:**

   La mayor liquidez, comparada con los mercados privados y el precio de cotización facilitan la venta de las acciones a aquellos accionistas que deseen monetizar su inversión. Esto es especialmente relevante para los accionistas no gestores en las empresas familiares.

5. **Vía natural de desinversión para fondos de capital privado:**

   Los mercados de valores pueden ser un canal a través del cual los fondos VC o PE pueden llevar a cabo procesos de desinversión en su cartera de compañías participadas.

6. **Alternativa de financiación de operaciones inorgánicas (M&A):**

   La compra de empresas o participaciones ofreciendo acciones cotizadas de la empresa compradora es una buena alternativa para financiar toda o parte de la compra, sin recurrir a la deuda financiera optimizando la estructura del balance.

A pesar de las ventajas que ofrecen los mercados cotizados, en el otro lado de la balanza, hay una serie de limitaciones que se deberán tener en cuenta:

A. **Costes de incorporación y de mantenimiento**. Los costes de incorporación a estos mercados son significativamente más bajos que los mercados regulados para grandes empresas. No obstante, las obligaciones administrativas, financieras y de *reporting* conllevan una serie de costes que el emisor debe considerar.

B. **Escasa liquidez de las acciones en los *SME Growth Markets***. A diferencia de los mercados regulados en los que la liquidez es, por lo general, alta, en los mercados para PYMEs la menor capitalización y *free-float* y, por ende, la menor liquidez hace que no siempre sea posible comprar o vender acciones en el momento y al precio que marca el mercado.

C. **Posible "cortoplacismo" en la gestión de empresa.** El precio de mercado de las empresas cotizadas, por lo general, refleja su estado de salud financiera en función de los resultados publicados periódicamente. Ello puede condicionar la gestión de la compañía hacia la consecución de buenos resultados a corto plazo, sacrificando oportunidades estratégicas generadoras de valor en el medio plazo.

MERCADOS PRIMARIOS VS SECUNDARIOS

La principal característica de los mercados de valores frente a los mercados de capital privado es que los títulos de propiedad (en este caso las acciones) de las empresas que participan en los primeros pueden ser **comprados y vendidos en mercados organizados y supervisados** por organismos reguladores; en el caso español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Por lo que respecta a la función que cumplen los mercados de valores con respecto a los emisores, distinguimos entre: Mercados Primarios y Secundarios:

I. **MERCADO PRIMARIO:** Es aquel en el que la empresa atrae a inversores mediante la emisión de nuevas acciones, para la incorporación de la compañía por primera vez al mercado. Por lo que respecta a las nuevas incorporaciones, existen distintos formatos. En el caso de las grandes empresas el más común es la **Oferta Pública de Suscripción de Acciones** (OPS o IPO en el mundo anglosajón) en el que la empresa capta capital en el momento de su salida a Bolsa. Otra alternativa es la **Oferta Pública de Venta (OPV)** en la que la compañía empieza a cotizar mediante la venta de acciones por parte de accionistas existentes a los nuevos inversores.

   Alternativamente, la empresa puede optar por un **Listado Directo** incorporando sus acciones a un mercado de valores a un precio determinado sin que haya una nueva emisión o venta de acciones. Dada su menor complejidad y costes asociados, esta es una buena fórmula de incorporación al mercado para las empresas de menor tamaño en los *SME Growth Markets*, las cuales, mediante un sistema conocido como "*Pre-IPO*", pueden listar sus acciones en un mercado cotizado tras haber hecho una o varias rondas de capital en los mercados privados.

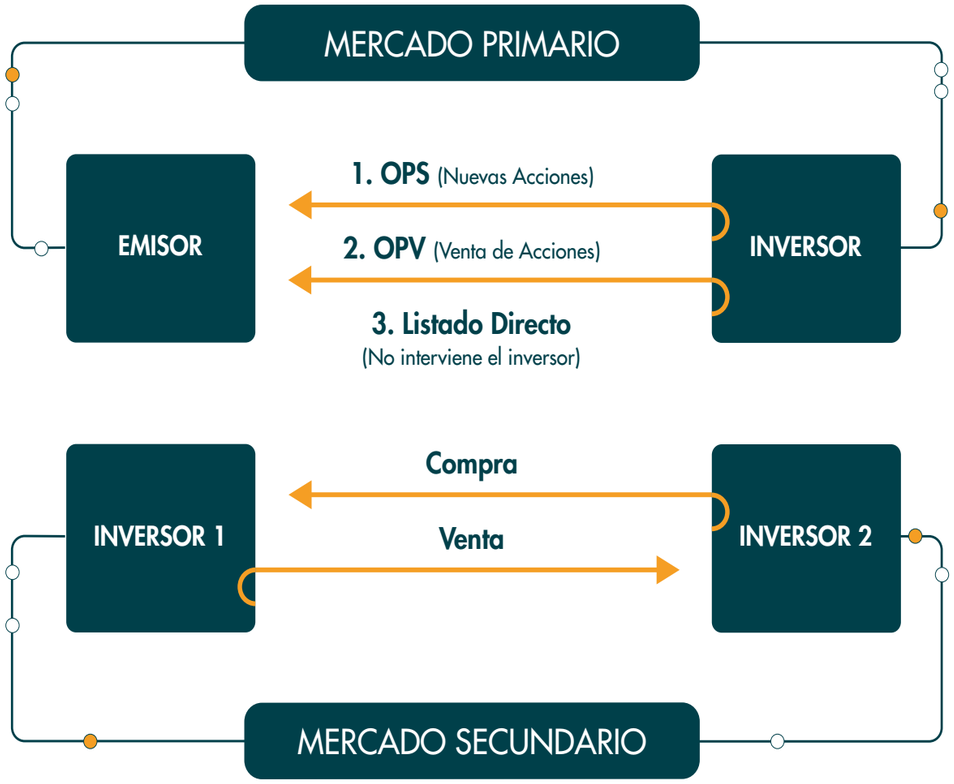
   Tras la incorporación a un mercado, la empresa emisora podrá llevar a cabo Ofertas Secundarias, bien sea mediante Ofertas Públicas de Venta (OPV) en las que la empresa pone a la venta un bloque de acciones en manos de accionistas o a través de ampliaciones de capital en las que la empresa emite acciones nuevas como vía de financiación.

   En el caso de las ampliaciones de capital, estas pueden ser dinerarias, con captación de fondos de nuevos inversores o accionistas existentes, o no dinerarias en las que la empresa emite nuevas acciones que serán intercambiadas por acciones de otra compañía en un proceso de fusión o compraventa.

II. MERCADO SECUNDARIO: Es aquel a los que los inversores acceden para comprar y vender valores que ya están en circulación habiendo sido emitidos previamente en el mercado primario. El mercado secundario no constituye una fuente de financiación para la empresa emisora, sino una plataforma a través de la cual los inversores pueden comprar y vender títulos valores cotizados.

FIGURA 11

Las empresas acceden al mercado de valores a través del mercado primario. Posteriormente, las acciones cotizadas se compran y venden en el mercado secundario.



Fuente: LKS NEXT FS&C.

SEGMENTOS DENTRO DE LOS MERCADOS DE VALORES

La evolución de los mercados de valores y el interés en fomentar vías de financiación por parte de las instituciones ha permitido que junto a los grandes mercados tradicionales convivan unos mercados "junior" bajo la denominación de Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) los cuales, dadas sus menores exigencias regulatorias, son especialmente interesantes para las PYMEs. En el modelo actual, en función de su tamaño y nivel de dispersión accionarial, las empresas pueden acceder a distintos tipos de mercados:

1. MERCADOS REGULADOS

Son mercados para las **compañías de mayor tamaño o capitalización bursátil**. Se trata de compañías en fase de "Consolidación" con alto reconocimiento en el mercado y a menudo líderes en su sector. El NASDAQ, el New York Stock Exchange americano, los mercados regulados de Euronext en Europa o de BME en España son algunos ejemplos.

Al tratarse de empresas grandes con muchos accionistas y mayor *free-float*, sus acciones tienen mayor liquidez, facilitando su compraventa a precios de mercado y con menor riesgo para el inversor. Por otro lado, al ser mercados regulados y supervisados, los emisores están sujetos a unas mayores exigencias de incorporación al mercado, gobierno corporativo y de información y transparencia para con los inversores.

2. GROWTH MARKETS

Los llamados *"Growth Markets"* son mercados de valores **SMN dirigidos a empresas de pequeño y mediano tamaño**. Durante las últimas dos décadas, en gran medida impulsados por instituciones públicas nacionales y supranacionales, estos mercados han tenido un fuerte desarrollo como fuente de financiación alternativa a la banca tradicional.

El objetivo de estos mercados es facilitar a las PYMEs el acceso al mercado mediante: 1) menores costes de incorporación y mantenimiento; y 2) menores requisitos regulatorios y de *reporting*.

Los emisores en estos mercados suelen estar en una fase de "Expansión" con valoraciones más bajas que en los mercados regulados, situándose por lo general en un rango de 20 M€ hasta los 1.000 M€. Dado el menor tamaño y las menores exigencias de *free-float* frente a los mercados regulados, la liquidez de estas compañías es baja e implica un mayor riesgo para inversores potenciales.

Tomando los últimos datos de la Federación de Mercados Europeos de Valores (FESE) hay un total de 1.668 compañías cotizadas en los 13 SME Growth Markets en Europa Continental, con una capitalización bursátil total de 104 MM€. Dentro de estos caben destacar el **Nasdaq North** que opera en los países nórdicos y bálticos; Suecia, Dinamarca y Finlandia, Islandia, Letonia, Lituania y Estonia, con el mayor volumen de transacciones, **Euronext Growth** con base en Francia, Bélgica, Italia, Irlanda, Portugal y Noruega. **BME Growth** es el referente por autonomasia en en mercado español, habiendo experimentado un fuerte crecimiento durante los últimos años. En Reino Unido, el **AIM** market ha sido durante muchos años el mercado más importante, aunque tras el Brexit ha ido disminuyendo el número de emisores.

FIGURA 12

SME Growth Markets en Europa (ex-Reino Unido)

	Mercado	SME Growth Market	Nº Emisores	Capitalización (M€)	Nº Transacciones
1	Athens Stock Exchange	Alternative Market (EN.A)	14	605,4	8.680
2	BME	BME Growth	151	20.666,5	21.124
3	Budapest Stock Exchange	Xtend	21	1.084,8	2.229
4	Bulgarian Stock Exchange	Beam	17	115,7	701
5	Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Cyprus	54	5.070,0	136
6	Deutsche Börse	Scale	45	7.069,2	22.616
7	Euronext	Euronext Growth	394	31.326,5	491.898
8	Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF	90	6.964,2	80
9	Malta Stock Exchange	Prospects MTF	1	5,0	0
10	Nasdaq Nordics & Baltics	First North Alternative Market	508	27.736,0	930.659
11	Prague Stock Exchange	START	12	189,2	//
12	Warsaw Stock Exchange	NewConnect	358	2.672,2	139.687
13	Zagreb Stock Exchange	Progress Market	3	60,1	30
TOTAL			1.668	103.564,8	1.617.840

Fuente: FESE

3. MERCADOS SCALEUP

Dentro del ámbito SMN, durante los últimos años se ha desarrollado un segmento de mercado dirigido a **pequeñas empresas de rápido crecimiento** que tras haber superado la fase de lanzamiento todavía no cuentan con el tamaño óptimo ni reúnen los requisitos para cotizar en mercados más maduros. En este caso, se trata de compañías que buscan vías de financiación alternativa pero cuyos propietarios o gestores quieren dar entrada en su capital a inversores de manera gradual sin verse sometidos a pactos de socios que conlleven reglas de gestión y venta de la compañía más propias de los mercados privados.

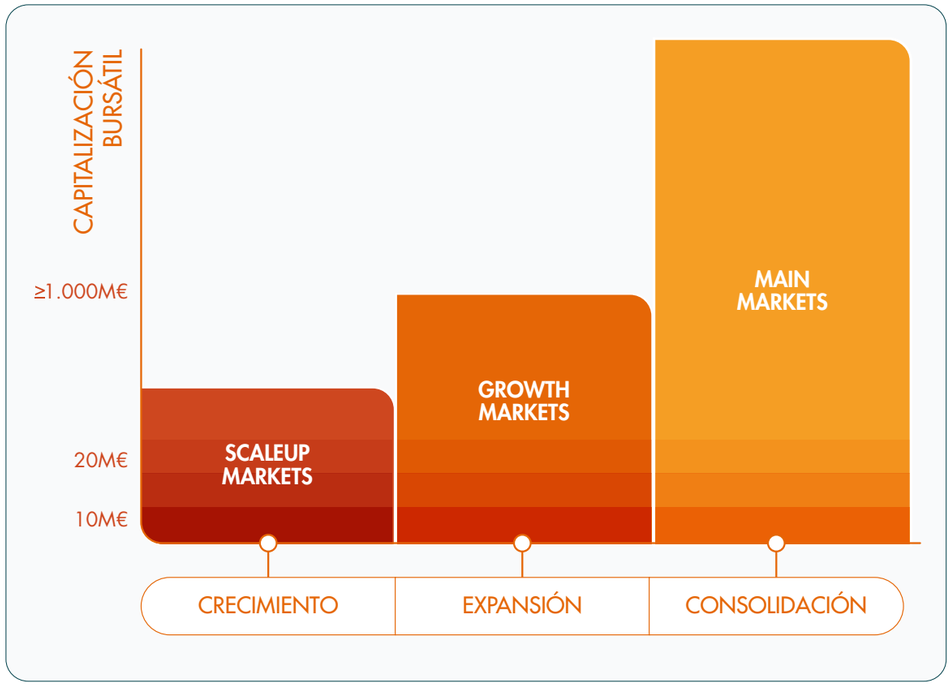
Los mercados Scaleup están dirigidos a empresas en el ámbito *"venture/growth"* cuyo objetivo es dar un primer paso en los mercados de valores que les ayude a mejorar sus esquemas organizativos y de gobierno corporativo y ganar mayor visibilidad y notoriedad ante sus *stakeholders* con el objetivo de poder captar capital inversor a medio plazo.

Por lo general, estos mercados no exigen un *free-float* mínimo, por lo que la liquidez en el mercado secundario también es mínima. Por tanto, están más dirigidos a operaciones de mercado primario, que permitan la entrada de nuevos inversores y de ahí poder escalar de una manera gradual al mercado *Growth* y eventualmente, si se dan las circunstancias adecuadas, al *Mercado Regulado*.

En Europa, el mejor ejemplo de este tipo de mercados es **Euronext Access** presente en Francia, Bélgica y Portugal. En España, el mercado **BME Scaleup** ha irrumpido con fuerza desde su lanzamiento en 2023.

FIGURA 13

Existen mercados de valores diseñados para empresas de diferentes tamaños y en distintas fases de crecimiento.



Fuente: LKS NEXT FS&C

CUADRO 3

EL ASESOR REGISTRADO
como "valedor" de los emisores en los "SME Growth Markets"

Como ya se ha comentado en este Informe, los *SME Growth Markets* o *Sistemas Multilaterales de Negociación* (SMN) son mercados de valores no regulados por organismos de supervisión o inspección, como puede ser la Comisión del Mercado de Valores (CNMV) en España o la Financial Conduct Authority (FCA) en el Reino Unido. Ello libera a los emisores de muchas cargas administrativas impuestas por dichos reguladores, si bien deberán cumplir todas las normas marcadas por MIFID 2 en cuanto a abuso de mercado, conflictos de interés, etc.

Para cubrir el posible hueco regulatorio en estos mercados, se implantó la figura del "Asesor Registrado", *"Listing Sponsor"* o *"Nomad"*, que actúa en nombre del emisor como interlocutor entre este y el mercado. Aunque las funciones concretas del asesor registrado pueden variar ligeramente de un mercado a otro, el denominador común es que ha de estar autorizado por el mercado en el que actúe y contar con la experiencia y medios suficientes para valorar la idoneidad de los potenciales emisores para acceder al mercado. Una vez incorporados, los acompañarán y asesorarán durante su permanencia en el mercado, convirtiéndose en un valedor del emisor ante dicho mercado.

En cuanto a las funciones y cometidos del Asesor Registrado, las podemos agrupar en tres:

A **Comprobar y asistir al emisor en el cumplimiento de los requisitos de incorporación al mercado**, en particular colaborar en la elaboración y el desarrollo del documento informativo de incorporación, el cual contiene toda la información societaria, estratégica y financiera exigida por el mercado correspondiente y de relevancia para el inversor;

B **Revisar y analizar la información presentada por la compañía** previo a su incorporación al mercado y posteriormente, ayudando a la empresa a que cumpla con los requisitos de información, tanto los informes financieros periódicos, como la comunicación puntual de hechos relevantes;

C **Atender las preguntas que el mercado pueda formular** con respecto al emisor, su actividad o cumplimiento normativo, entre otras.

FIGURA 14

El Asesor Registrado representa a la compañía emisora ante el *SME Growth Market* que corresponda.

CAPITAL PRIVADO "VS" MERCADO DE VALORES: ¿CUAL ES LA MEJOR ALTERNATIVA PARA MI EMPRESA?

Como hemos visto, existe un amplio abanico de posibilidades de financiación alternativa a la banca tradicional, bien sea a través de vehículos de capital privado o mediante los mercados de valores, que les permitan financiar sus necesidades de inversión en sus distintas fases de crecimiento.

La elección de uno u otro modelo de financiación dependerá de los objetivos y capacidades de generación de valor de los accionistas y gestores de la compañía.

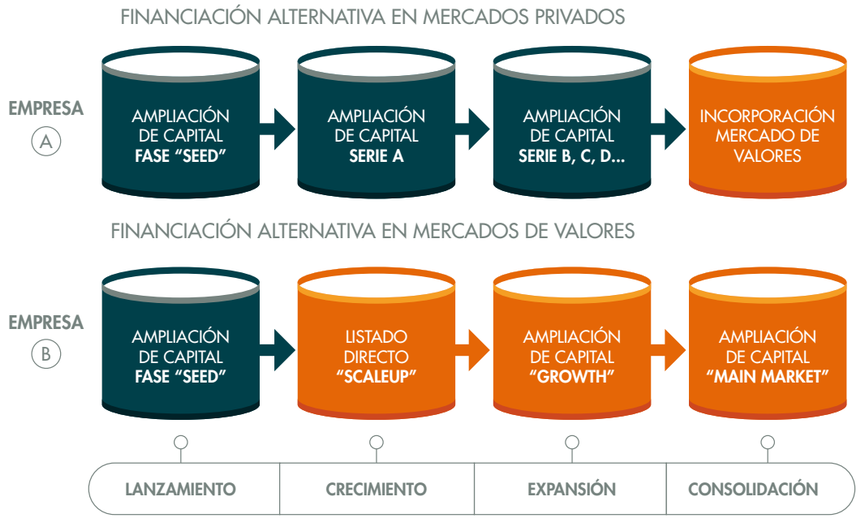
La elección de uno u otro depende de los objetivos y capacidades de generación de valor de los accionistas y gestores de la compañía, pudiendo combinar distintos mecanismos de financiación adaptados a cada fase de crecimiento y siempre con el denominador común de que, para acceder a estos mercados las empresas deben cumplir con los más altos estándares de profesionalización y claridad en su modelo de negocio.

Por una parte, aquellas empresas cuyos socios o accionistas consideren que un **vehículo de capital privado**, con el conocimiento y experiencia de sus gestores, puede contribuir a maximizar su valor vendiendo la compañía en un periodo determinado de tiempo, sin importarles la injerencia de nuevos socios en la agenda estratégica de la compañía, pueden optar por esta vía de financiación. La contrapartida de esta alternativa es que los dueños y gestores estarán sujetos a unos pactos de socios cuyas cláusulas restarán autonomía en la gestión de la compañía.

Por otra parte, en el caso en el que los propietarios quieran más independencia en la gestión y cuenten con el talento y experiencia suficiente para generar valor a medio plazo, sin someterse a cláusulas de salida o venta de la compañía, éstos pueden optar por financiarse en los **mercados de valores**. En este caso, sus gestores deberán adaptar sus estructuras organizativas para cumplir con los estándares de transparencia informativa y gobierno corporativo exigidos por dichos mercados.

FIGURA 15

Las empresas pueden optar por financiarse en mercados privados (Empresa "A") o en mercados cotizados (Empresa "B") o mediante una combinación de ambos.



Fuente: LKS NEXT FS&C

CUADRO 4

MASMOVIL

Creación de valor mediante la combinación de capital privado y mercado de valores.

Con toda probabilidad, el operador de telefonía Masmovil sea el mejor ejemplo de creación de valor mediante una estrategia de crecimiento, utilizando conjuntamente los distintos canales de financiación alternativa presentados en este informe.

Fundada en 2006 por Meinrad Spenger y Christian Nyborg en 2010, Masmovil llevó a cabo su primera ronda de capital a una valoración de 5 M€ con un conocido fondo de venture capital español como inversor ancla, para en tan solo 2 años acceder al Mercado Alternativo Bursátil (hoy BME Growth) con una capitalización de 15,8 M€ atrayendo a inversores relevantes en el mundo de los family office.

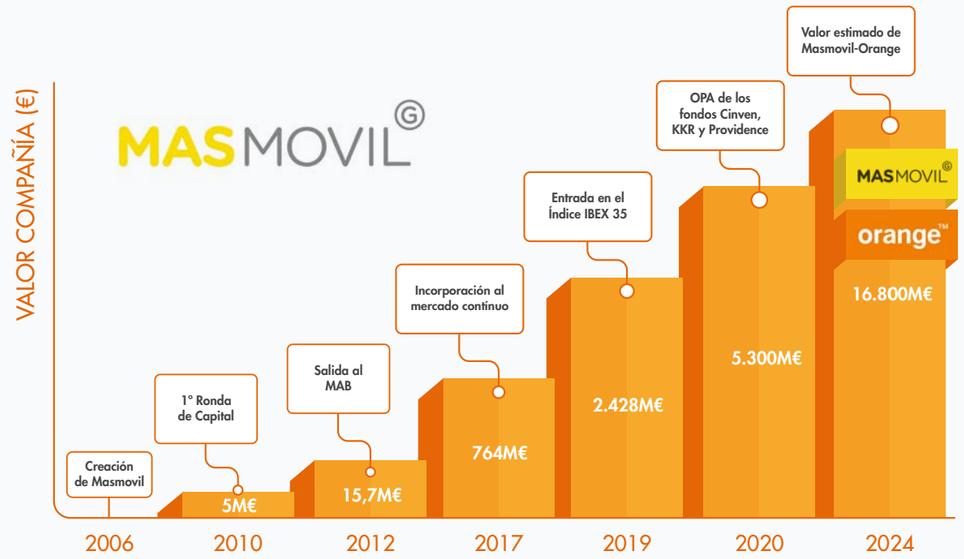
A partir de 2014, aprovechando su estatus como empresa cotizada, la compañía comienza un proceso de operaciones corporativas, parcialmente financiadas con la entrega de sus propias acciones, entre las que destacan la fusión con Ibercom o las compras de Yoigo y Pepephone. En marzo 2017, Masmóvil Ibercom salta al Mercado Regulado de BME con una capitalización de 764 M€ y en junio 2019, con una capitalización de 2.428 M€, las acciones pasan a formar parte del IBEX- 35.

Tras su exitosa andadura en el mercado de valores, en junio 2020 los inversores en Másmóvil cristalizan el valor de su inversión con la venta del 100% de la compañía a los fondos de private equity, Cinven, KKR y Providence a una valoración de 5.300 M€, quedando excluida de Bolsa. Según diversas fuentes, el citado venture capital, como principal inversor ancla, generó unas plusvalías de 60 M€ aproximadamente con un multiplicador cash-on-cash por encima de 100 veces sobre la inversión.

Tras la compra de Euskaltel y la reciente fusión con Orange la valoración del grupo combinado asciende a 16.800 M€.

FIGURA 16

Creación de valor del grupo Másmovil combinando los mercados de capitales privados y cotizados.

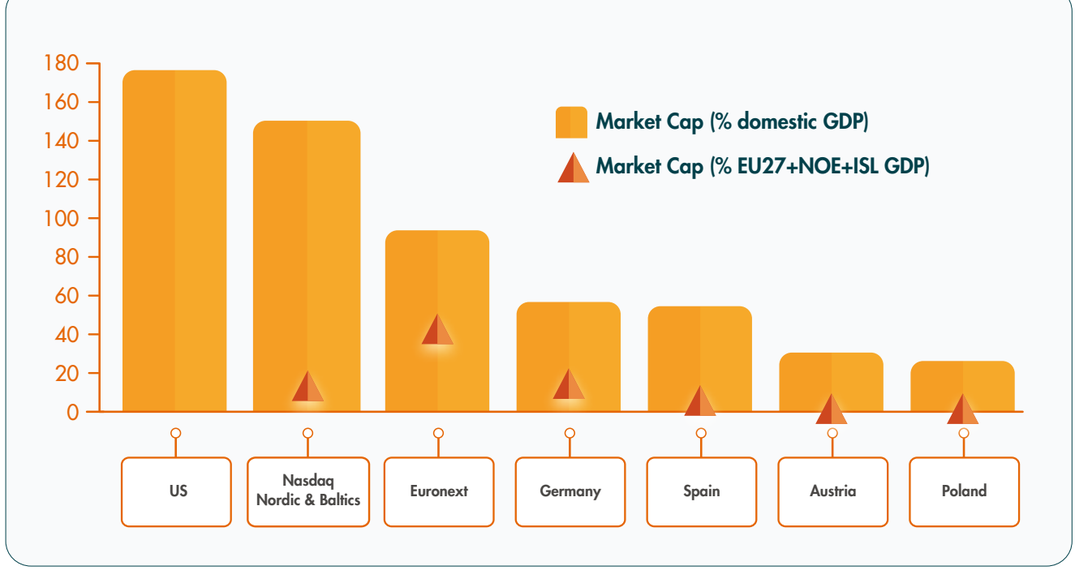


LOS INVERSORES EN LOS MERCADOS DE VALORES PARA PYMES

Probablemente, el mayor reto al que se enfrentan los ***SME Growth Markets*** sea la capacidad de atraer inversores, principalmente derivada de su reducido tamaño frente a los mercados regulados y de la menor liquidez en gran medida provocada por el alto nivel de fragmentación de los mercados en la UE-27.

FIGURA 17

La fragmentación de los mercados de valores en la Eurozona limita la liquidez de los mercados de valores, especialmente para las empresas de menor capitalización. El gráfico muestra la capitalización bursátil en los principales mercados como porcentaje del PIB de cada uno de ellos.



Fuente: FMI, Eurostat, World Federation of Exchanges

La liquidez de una acción es una referencia de como de fácil o difícil es venderla sin alterar el precio de mercado. Normalmente viene determinada por la diferencia entre el precio máximo que el comprador está dispuesto a pagar por la acción ("*bid*") y el precio mínimo aceptado por el vendedor (***"ask"***). Cuanto más amplia sea esa diferencia (*bid-ask spread*) y menor sea el volumen de acciones en el mercado, menor será la liquidez de las acciones y viceversa. El mercado en el que esté cotizada la compañía, su capitalización bursátil y, especialmente, las acciones de libre circulación en el mercado (*free-float*) son los mayores determinantes de la liquidez de una acción.

En el caso de las PYMEs cotizadas la generación de liquidez estará condicionada por el apetito inversor que genere su propio negocio. Para ello, además de llevar a cabo una óptima gestión que genere unos buenos resultados financieros, sus gestores deberán cumplir con los mejores estándares de gobierno corporativo y de transparencia ante los inversores y así crear demanda latente para sus acciones que permitan aumentar su valoración y su *free-float*.

Por lo que respecta a los inversores en estos mercados, estos pueden ser: **Profesionales cualificados o Minoristas**. En el caso de los inversores profesionales, las carteras de los fondos gestionados por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) han de estar diversificadas, limitando el riesgo y la liquidez, para proteger a sus inversores. En España, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva no permite a los fondos de inversión tener más del 10% de participación en una compañía, lo cual, limita su capacidad de inversión en micro-caps o small-caps ya que en muchos casos el bajo volumen de inversión y el riesgo inherente no justifica dedicarle recursos de análisis y de gestión.

Teniendo en cuenta esta limitación, los inversores minoristas juegan un papel relevante en el desarrollo de estos mercados. De hecho, en algunos países como Italia, Suecia o Noruega, en los que los *SME Growth Markets* han tenido un fuerte desarrollo, la participación de inversores minoristas es significativa, llegando a niveles del 50% del total de la inversión.

En este contexto y tomando la experiencia de dichos países, la Comisión Europea e instituciones de los países miembros están proponiendo una serie de medidas dentro del marco de la Unión del Mercado de Capitales que deberían revertir positivamente en la visibilidad y desarrollo de los *SME Growth Markets*. Por una parte, para fomentar la participación de fondos profesionales, hay propuestas para lanzar un *"SME IPO Fund"* en el que el sector público co-invertiría con fondos de inversión privados, contribuyendo a crear mayor liquidez en estos mercados. Por lo que respecta a los inversores minoristas, también existen propuestas de carácter fiscal y operativo destinadas a fomentar su participación en los *SME Growth Markets*.

FIGURA 18

Ejemplos de medidas y propuestas por parte de las instituciones para desarrollar los SME Growth Markets de la Eurozona.

Emisores

- **Agilizar el proceso de salida a Bolsa**, haciéndolo menos oneroso y más eficiente.
- Incentivos fiscales a la **financiación de empresas con capitales propios** bajo el esquema DEBRA*.
- **Incentivar mediante medidas fiscales la salida a Bolsa** como vía de desinversión para las participadas de los fondos de capital privado.
- Permitir la emisión de **acciones cotizadas con distintos derechos políticos**, para proteger la participación de los fundadores de las empresas.

Inversores Profesionales

- **Flexibilizar los requisitos de liquidez** para la inversión en PYMEs por parte de los fondos de inversión colectiva.
- Fomento de la participación de fondos de capital privado y cotizado en los SME Growth Markets **en co-inversión con un SME IPO Fund público** que se crearía a nivel pan-europeo.
- Fomentar el **desarrollo de los fondos *cross-over***, permitiendo a los fondos de capital privado invertir en fases Pre-IPO, IPO y mantener sus participaciones en la empresa cotizada.

Inversores Minoristas

- Promover la **participación de los inversores minoristas** en los mercados MTF.
- **Incentivos fiscales a la inversión** en SME Growth Markets. Exención de plusvalías a partir de 3 años desde la inversión en línea con la propuesta para los fondos FIESE Pyme.
- Mantener los **incentivos fiscales de la "ley de *startups*"** para las empresas que accedan a mercados SMN.
- **Eliminación de la doble imposición** sobre los dividendos procedentes de compañías cotizadas.

Infraestructura del Mercado

- **Armonización de los sistemas de *trading*** entre países de la UE para bajar los costes de compra-venta de acciones a los inversores minoristas.
- Agilizar y mejorar la interoperabilidad entre las **cámaras de compensación** (p.ej Euroclear con Iberclear)
- Europa tiene un **alto grado de fragmentación** de sus mercados de valores (más de 150 vs menos de 50 en EEUU). Es necesaria una mayor integración para dotar de mayor profundidad y liquidez a los mercados de capitales.

**** El esquema DEBRA es una propuesta de la Comisión Europea, cuya finalidad es igualar el impacto fiscal de la financiación vía equity con el de la deuda. Para ello se aplicaría un tipo de interés nocional sobre el incremento de los recursos propios de la empresa en el año fiscal que sería fiscalmente deducible.***

Fuente: BME, FESE, Comisión Europea, LKS NEXT FS&C

CUADRO 5

SUECIA

Un ecosistema ganador en los mercados de valores.

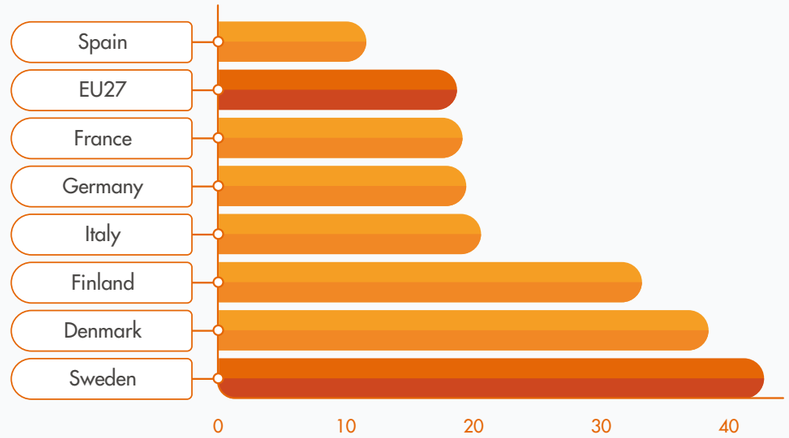
La Bolsa sueca, Nasdaq Stockholm, está considerada como una de las grandes historias de éxito en los mercados de valores. El Financial Times en su artículo "*How Sweden's stock market became the envy of Europe*" resaltaba como, en la última década, 501 empresas salieron a Bolsa, superando a economías de mayor tamaño como Alemania, Francia, Italia, Holanda o España.

Una parte esencial del éxito de ese mercado ha sido el fuerte desarrollo de su mercado para PYMEs, Nasdaq First North Growth, el cual, con 550 empresas cotizadas, ha visto como en los últimos años 130 micro-caps cotizadas han incrementado su tamaño, valoración y volumen de mercado, permitiéndoles el ascenso al mercado regulado. Ello prueba que los mercados de valores pueden contribuir a la creación de valor y al desarrollo del tejido empresarial de un país creando empresas más grandes y rentables.

Uno de los factores que más ha contribuido al desarrollo del Nasdaq First North ha sido la creación de un ecosistema de inversión con participación de los inversores locales, tanto institucionales como minoristas, los cuales representan un 30% de todo el volumen de inversión en el mercado. Además, el porcentaje de bonos y acciones en manos de las familias es de los más altos de Europa.

FIGURA 19

Acciones y bonos en manos de las familias suecas como porcentaje de su patrimonio financiero.



Fuente: Comisión Europea, Financial Times.

El origen de este apetito inversor comenzó hace varias décadas y tiene que ver con el desarrollo de un círculo virtuoso emisor-inversor con medidas de apoyo a estos mercados, entre las que destacan:

- **Fomento de la educación financiera de las familias**, la cual comienza con los jóvenes en el colegio, publicaciones de diversa índole e iniciativas como lo competiciones nacionales de selección de acciones, etc.
- **Apoyo institucional a los mercados de valores** creando micro-infraestructuras de inversión tales como clubs de inversión o la Asociación de Accionistas Suecos (más de 70.000 miembros) y fomentando el ahorro a través de acciones.
- **Tratamiento fiscal favorable para los inversores minoristas**, destacando, entre otros, los ISKs, vehículos exentos de tributación por plusvalías únicamente grabados al 0,375% sobre el patrimonio invertido.

V. ¡SE NECESITAN EMPRESAS "INVERTIBLES"!

Una vez descritos los mecanismos de financiación alternativa mediante la captación de capital inversor, nuestro Libro Blanco quedaría incompleto si no analizamos los requisitos que han de cumplir las empresas y gestores que quieran acceder a este tipo de financiación.

De igual manera que las compañías que se financian a través de préstamos bancarios o deuda privada deben tener una posición financiera y perspectivas de negocio que las haga "bancables", en el caso de la financiación mediante capital inversor, **para que la inversión se concrete es necesario que las empresas cumplan una serie de requisitos que las hagan "invertibles".**

Una empresa "bancable" es aquella cuya posición financiera y perspectivas de negocio son lo suficientemente óptimas como para afrontar el repago de la deuda más intereses en un plazo determinado, generando al prestamista un retorno sobre la inversión. En este caso la función del financiador es ajustar el precio (tasa de interés) al riesgo de la inversión y asegurarse de que la empresa prestataria cumple con las condiciones del crédito.

Por su parte, se considera que una empresa es **"invertible" cuando reúne las características necesarias que permitan al inversor generar un retorno sobre el capital invertido**, idealmente en el menor tiempo posible. En este caso, el financiador actúa como *partner* en la empresa y, como tal, se involucra en el desarrollo de esta, en la medida en que el tamaño de su participación se lo permita, con el fin último de maximizar el valor de su inversión a través de una venta total o parcial de su participación en la compañía.

FIGURA 20

Invertible "vs" Bancable: Maximización de valor "vs" Servicio y Repago de la deuda.

Fuente: LKS NEXT FS&C

Por tanto, en el caso de la financiación vía capital no basta con que la empresa sea suficientemente solvente como para devolver el capital más dividendos (si los hay) sino que además debe tener las características necesarias como para multiplicar por "n" veces el capital aportado en función del riesgo de la inversión.

Para acceder a la financiación vía capital, las empresas deben estar bien estructuradas y contar con el talento, organización, modelo de negocio y un plan estratégico que permitan visualizar la creación de valor potencial para el inversor. La literatura anglosajona del capital riesgo incorpora el concepto "*investment readiness*" para referirse a la capacidad de una compañía para atraer suficiente financiación permitiendo generar un retorno sobre la inversión.

Aunque el concepto de "*investment readiness*" se aplica normalmente a empresas en sus fases más tempranas, la realidad nos demuestra que existen empresas más consolidadas, tanto en los mercados privados como en los cotizados, que, aun teniendo un perfil de negocio y financiero óptimo, adolecen de ingredientes básicos, como pueden ser, la calidad de gestión, sus sistemas de control o su cultura corporativa, que las hacen poco atractivas para un potencial inversor.

El concepto de 'invertible' aplica tanto a empresas grandes como pequeñas, de propiedad privada o incluso cotizadas.

Los puntos críticos para un inversor pueden variar en función del tipo de empresa y del tipo de financiación a aportar. Si se trata de una empresa en fase de Crecimiento o Expansión cuyo objetivo es captar **capital privado**, la calidad y track-record del equipo gestor, el modelo y escalabilidad del negocio, tamaño y crecimiento del sector y el plan financiero serán determinantes. A estos requisitos se unirán la valoración ***pre-money,*** múltiplo potencial de salida y el contenido del pacto de socios.

En un **mercado de valores**, además de las características financieras comunes a cualquier inversión, entrarán en juego otros aspectos internos de la empresa como el entorno macro, situación del sector en el que opera, valoración de la compañía (absoluta y relativa al grupo de referencia), gobierno corporativo, políticas de sostenibilidad o la liquidez de las acciones.

FIGURA 21

Las empresas que quieran captar ***capital de expansión*** a través de vehículos de capital privado o en los mercados de valores deben reunir una serie de características que las haga "invertibles".

CAPITAL PRIVADO
Crecimiento-Expansión

- Calidad y track-record del equipo gestor
- Modelo de negocio e ingresos
- Escalabilidad del negocio
- Tamaño y crecimiento del mercado
- Base de clientes y canales de distribución
- Ventajas competitivas
- Plan financiero viable
- Valoración pre-money
- Múltiplo potencial de salida (MOC)
- Pactos de socios

MERCADO DE VALORES
Growth Stock Markets

- Calidad del management y gobierno corporativo
- Situación del sector
- Crecimiento de ingresos
- Márgenes operativos
- Nivel de apalancamiento
- Generación de caja
- Barreras de entrada
- Valoración absoluta y relativa al sector
- Políticas de sostenibilidad
- Liquidez de las acciones

Fuente: LKS NEXT FS&C

Por lo que respecta a los mercados de valores, cabe destacar su papel didáctico y proactividad a través de distintas iniciativas, informando y mentorizando a potenciales emisores sobre las implicaciones de ser una empresa cotizada y sobre los requisitos y obligaciones que tendrán durante su vida en el mercado.

Por ejemplo, BME a través del **Entorno Pre-Mercado**, lleva a cabo sesiones formativas, para que las empresas conozcan y puedan adaptarse a los requerimientos normativos y principios de transparencia y buen gobierno necesarios para su incorporación a los mercados de valores y, en especial, al BME Growth y al Scaleup.

Por su parte, **Euronext IPO Ready** es un programa de 6 meses diseñado para mentorizar a empresas en fases previas a su cotización en el mercado, ofreciendo distintos verticales tales como; tecnología, sostenibilidad o tendencias del mercado de valores, para que los futuros emisores pueden adaptar su programa a sus necesidades específicas.

CUADRO 6

Gobierno corporativo: "El caso Deliveroo"

Cuando hablamos de la capacidad de atraer inversión por parte de las empresas, damos por sentado que aquellas que acceden a los mercados cotizados cuentan con todos los requisitos para estar en el punto de mira de los inversores. Paradójicamente, no siempre es el caso.

En marzo de 2021 Deliveroo, la empresa de envíos a domicilio a través de repartidores hizo su debut en el London Stock Exchange. A pesar de estar en plena fase de crecimiento, en gran parte impulsado por el efecto Covid, la salida a Bolsa fue un fracaso con una caída cercana al 30% en el valor de sus acciones, siendo el peor IPO del mercado londinense en varias décadas.

Entre otros, un motivo clave en la caída del precio de las acciones fue el de las condiciones laborales de los "repartidores" contratados como autónomos con escasa protección laboral, lo cual no cumplía con los criterios de sostenibilidad (Environmental, Social, Governance) de muchos inversores.

En la actualidad, el precio de sus acciones es de 151 peniques frente a 390 peniques en el momento de su salida al mercado. Un claro ejemplo de destrucción de valor para sus accionistas.

VI. EL ASESOR FINANCIERO: UN BUEN COMPAÑERO PARA EL ACCESO AL GROWTH CAPITAL

"A lo largo de la historia ha habido muchos velocistas con suerte, pero no maratonianos. Se necesita planificación y perseverancia para ganar una maratón"

Don Connelly

El desarrollo de los mercados e instrumentos de financiación alternativa, y en especial el ***growth capital,*** ofrece una gran oportunidad a los gestores y dueños de empresas para financiar sus planes de expansión. Sin embargo, como hemos querido reflejar en este documento, no todos los proyectos empresariales son aptos para este tipo de financiación. Es más, el desequilibrio entre la búsqueda de capital inversor por parte de las empresas y el capital disponible en manos de los inversores hace que solo los mejores proyectos encuentren el capital necesario.

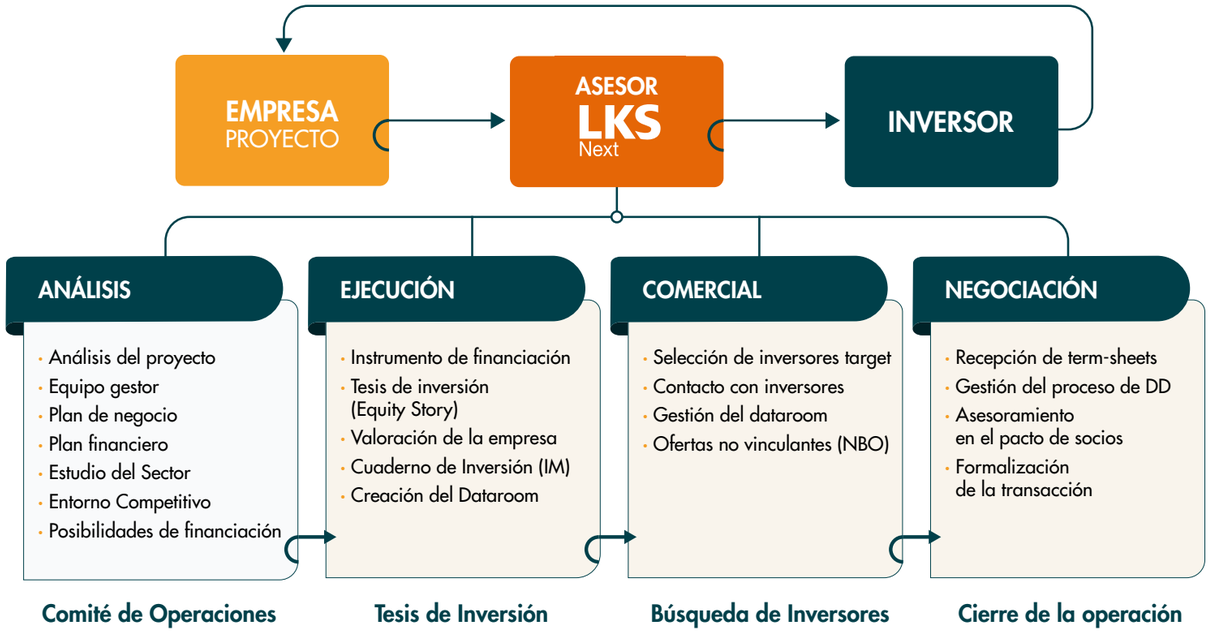
Ello hace que **la correcta preparación y planificación de todo el proceso de captación de capital sea un factor esencial para conseguir la financiación necesaria de una manera efectiva**, y es aquí donde entra en juego el papel del asesor financiero como compañero de un viaje que por lo general suele ser más largo de lo que a muchos fundadores y empresarios les gustaría.

Si bien es cierto que los proyectos más brillantes con equipos experimentados pueden financiarse solos, en la gran mayoría de los casos esto no es así y la experiencia de un asesor es una herramienta necesaria para llevar todo el proceso a buen puerto, por dos motivos fundamentales: 1) El asesor tiene la experiencia y conocimiento que no tiene el equipo gestor y, 2) Aunque este si la tuviera, no sería eficiente dedicar recursos necesarios para la gestión y creación de valor dentro de la empresa a una actividad que se sale las competencias del equipo gestor y que puede durar muchos meses.

En cuanto a los servicios prestados por parte del asesor para la captación de inversión, estos se pueden dividir en 4 grandes bloques: 1) Análisis y valoración de la compañía y elección de la estrategia de financiación; 2) Elaboración de la tesis de inversión y preparación de toda la documentación que se pondrá a disposición del inversor y; 3) Prospección, búsqueda y gestión de inversores potenciales y; 4) Recepción de cartas de interés, ***term-sheets***, negociación con los inversores interesados y formalización de la transacción.

FIGURA 22

Modelo de asesoramiento de LKS Next Corporate para la captación de growth capital.



Fuente: LKS NEXT FS&C

VII. UN ECOSISTEMA PARA EL GROWTH CAPITAL

El objetivo de este informe ha sido fomentar el conocimiento del ***Growth Capital*** como herramienta de financiación y creación de valor para las PYMEs. Dado que éstas son la columna vertebral de las economías, **mejores PYMEs generarán más valor económico y social para los países**.

Economías como la de EEUU, Reino Unido o los Países Nórdicos han visto como sus empresas, inversores y la sociedad en general se han beneficiado de la creación de ecosistemas de inversión y apoyo a las PYMEs innovadoras en crecimiento. En España, el "El Marco Estratégico en Política de Pyme 2030" o el "Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia" elaborados por el gobierno, contienen una serie de iniciativas dirigidas a este segmento. Sin embargo, para que esas medidas puedan cristalizar de una manera efectiva, se necesita el compromiso del sector privado al cual se le deben dar los incentivos suficientes en el ámbito financiero, fiscal y regulatorio como para mitigar parte del riesgo inherente en este tipo de inversiones.

Para concluir este libro blanco, proponemos algunas medidas en base a las mejores prácticas que han sido efectivas en distintos países y que sin duda podrían contribuir a la creación de un ecosistema que a medio-largo plazo mejore las condiciones de financiación y, por ende, el crecimiento de las PYMEs innovadoras:

1) **Fomento de una cultura de emprendimiento y de innovación**. Más allá de medidas puntuales en la agenda política de los partidos, gobiernos, asociaciones e instituciones en general, tienen un papel crítico para generar un entorno emprendedor, en colaboración con el sector privado, que prevalezca en el tiempo, generando ecosistemas en los que se potencie el emprendimiento, la creación y el apoyo a empresas innovadoras en distintas fases de crecimiento como palancas para la generación de riqueza y empleo.

2) **Mayor desarrollo de la educación financiera**: Como demuestra la experiencia en Suecia, el fomento de una cultura financiera que promueva el conocimiento de los instrumentos de ahorro e inversión en la sociedad desde edades tempranas es necesario para que los ciudadanos puedan gestionar e invertir su dinero cubriendo sus necesidades financieras a largo plazo. Los sistemas educativos deberían definir objetivos claros de conocimiento financiero, adaptando los currículos académicos para incluir las materias correspondientes.

   Estas medidas de apoyo también deberían abarcar a las empresas mediante cursos o trainings en el ámbito de las diferentes asociaciones empresariales, explicando las alternativas de financiación en los mercados cotizados y privados.

3) **Entorno regulatorio que rompa barreras al emprendimiento en fases tempranas**. Se deberían fomentar medidas que simplifiquen el establecimiento de nuevas empresas y que protejan su prevalencia en el tiempo. Como ejemplo, en EEUU existe un sistema de propiedad intelectual que permite a los autores e inventores proteger sus ideas como personas físicas durante un año, antes de comenzar el proceso formal de solicitud de patentes el cual es administrativamente complejo y oneroso. En España, la "Ley Crea y Crece", aprobada por el gobierno en noviembre 2021, facilita la creación de nuevas empresas reduciendo el capital aportado un mínimo de 1 € frente a 3.000 € con el sistema anterior.

4) **Marco fiscal favorable para la inversión en compañías en crecimiento:** La implantación de políticas fiscales que estimulan la inversión en acciones y fondos de inversión ha demostrado ser muy efectiva. Como ejemplo, en el Reino Unido existen esquemas como el EIS o el VCT que permiten deducciones fiscales de hasta el 30% para la inversión en empresas en fases tempranas y exenciones en la tributación sobre plusvalías. En la EU-27, países como Italia o Francia también tienen sistemas fiscales favorables para este tipo de inversiones.

5) **Fomento de la inversión minorista en los mercados de valores,** facilitándoles la inversión en acciones o bonos y en vehículos de inversión alternativa. Desde el punto de vista del ahorro, en el periodo 2015-2021, las familias de la Eurozona mantenían el 32% de sus activos financieros en depósitos bancarios, frente al 13% en EEUU, lo cual tiene poco sentido como sistema de ahorro a largo plazo. Las familias de los países escandinavos, con un 80% de sus activos financieros en productos de mercados de capitales han visto como la revalorización de esos activos ha hecho que representen más del 400% del PIB, frente al 79% en Rumanía como polo opuesto.

   Por lo que respecta a los mercados de valores SMN, los inversores minoristas no profesionales son un componente necesario para su desarrollo, especialmente para los *SME Growth Markets,* cuya menor liquidez, en muchos casos, es un factor limitante para los inversores profesionales.

6) **Incentivos a la participación de inversores profesionales**. Los vehículos de inversión institucionales (fondos soberanos, fondos de pensiones compañías de seguros) dirigidos a administrar el ahorro a largo plazo de asalariados y familias en general, pueden ser buenos transmisores del ahorro hacia las PYMEs de alto impacto.

   Como ejemplo, en México, las AFORES – fondos de pensiones privados de contribución obligatoria por parte de los asalariados – tienen permitido invertir en activos alternativos de capital privado o directamente en empresas. En la actualidad, dichas inversiones ascienden a $26 MM, el 7,8% del total de activos bajo gestión. En el marco europeo, la iniciativa "Tibi" en Francia, impulsada por el gobierno Macron en 2019 para conseguir el compromiso de los grandes inversores institucionales para invertir en vehículos de capital privado, o el plan del gobierno inglés dirigido a los fondos de pensiones del país son otros ejemplos para impulsar el desarrollo del ***growth capital*** dentro de sus economías**.**

7) **Incentivos por parte del sector público a las empresas para acceder a los mercados privados con capital de dentro y fuera de España.** La intervención del sector público bajo esquemas de "riesgo compartido" con el capital privado ha demostrado ser una palanca muy efectiva para el desarrollo de este merado y por ende para la financiación de un buen número de proyectos empresariales. En este sentido, iniciativas como la FONDICO Global en las que el sector público co-invierte con fondos VC y PE españoles y extranjeros en empresas españolas o el fondo FOCO para canalizar inversión extranjera en empresas o fondos españoles, deberían ser fomentadas, en su caso, mediante mayores dotaciones presupuestarias.

8) **Dotar de mayor profundidad y liquidez a los mercados de capitales disminuyendo el grado de fragmentación de países dentro de la UE.** La fragmentación de las economías y de los sistemas financieros y regulatorios de la UE provoca fricciones para crear un mercado único de productos, servicios, empleo y capital, generando un sesgo local en la asignación de capital a proyectos de crecimiento. Esto merma la formación de *pools* de capital y la liquidez de los mercados, lo cual ha llevado a compañías con modelos exitosos a financiarse en mercados más líquidos fuera de la UE.

   Medidas como el *SME IPO Fund* que operaría en toda la Eurozona en las distintas fases de financiación pre y post-IPO, o la creación de un fondo de fondos de capital privado paneuropeo para inversores institucionales de dentro y fuera de la Eurozona, esponsorizado por el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) generarían un efecto *crowding-in* de inversores privados que ampliarían su foco de inversión fuera de los mercados locales.

LKS NEXT CORPORATE FINANCE: ¿QUIÉNES SOMOS?

LKS Next Corporate es la unidad de corporate finance y asesoramiento financiero de la consultora LKS Next, integrada en la Corporación Mondragón con más de 800 empleados especializada, entre otros, en el sector industrial, tecnológico y de la salud.

En LKS Next Corporate identificamos las palancas de valor en la empresa y buscamos las mejores fórmulas de financiación y puesta en valor para sus accionistas.

Desde nuestras oficinas de Madrid, Bilbao y San Sebastián, LKS Next Corporate está formada por un grupo de profesionales con ampla experiencia en el sector financiero, prestando los siguientes servicios a nuestros clientes:

- **M&A Advisory**: Asesoramiento como sell o buy-side advisor en procesos de compraventa total o parcial. Participamos en todo el diseño de la operación analizando y valorando la compañía y trabajando en la búsqueda de la contrapartida idónea para la compañía, apoyando en las fases de due diligence hasta el SPA y formalización de la transacción.
- **Growth Capital**: Asesoramiento end-to-end a empresas en la búsqueda de capital inversor para financiar sus proyectos de crecimiento en los mercados privados y en los cotizados bajo un modelo *Pre-IPO*. Para ello, realizamos un profundo análisis de la compañía identificando las palancas de valor y buscando el tipo de inversor que mejor se adapte a las necesidades del equipo gestor y a los propietarios de la empresa.
- **Mercados de Capitales**: Como Asesor Registrado en BME Growth/Scale y Listing Sponsor en Euronext Growth y Access asesoramos a las PYMEs que optan por el mercado de valores como vehículo de financiación y puesta en valor. Junto con la dirección de la compañía trabajamos en el posicionamiento y en el *"equity story"* ayudando a seleccionar el mercado óptimo para la compañía.
- **Consultoría financiera**: Acompañando a la dirección de la empresa, asesoramos en la planificación de la estructura de capital, incluyendo procesos de reestructuraciones financieras y refinanciaciones, *independent business review* (IBR) y fairness opinion.

FIGURA 23.

Modelo de prestación de servicios de LKS Next Corporate.

LKS Next Corporate Finance

M&A Advisory

- Análisis y Valoración de Empresas.
- Asesoramiento en Fusiones, Adquisiciones, Desinversiones.
- Diseño de operaciones financieras.
- Análisis de proyectos de inversión.
- Búsqueda de socios financieros e industriales.
- Elaboración de planes de negocio.

Growth Capital

- Aseroramiento a las empresas en sus necesidades estratégicas, de captación de capital y de liquidez hasta la salida a Bolsa o M&A.
- Acceso a más de 1.500 inversores domésticos e internacionales:
  - Family Offices.
  - Private Equity, Venture Capital, Corporate Venture.
  - Estratégicos.

Consultoría Financiera

- Asesoramiento financiero y acompañamiento a la Dirección.
- Reestructuraciones financieras y refinanciaciones.
- Búsqueda de financiación tradicional y alternativa.
- Independent Business Review (IBR).
- Fairness Opinion.

Mercados de Capitales

- Asesoramiento a Compañías en operaciones de mercado de capitales.
- Colocación Privada de acciones en rondas pre-IPO.
- Deuda Corporativa: Asesoramiento para emisiones de Bonos y Pagarés.
- Asesoramiento en estrategia de Relación con Inversores.

GLOSARIO

- **Ask Price**: Precio máximo que el comprador de una acción está dispuesto a pagar por ella.
- **Bid Price**: Precio mínimo que el vendedor de una acción está dispuesto a aceptar.
- **Bid-Ask Spread**: Diferencia entre el Ask y el Bid Price.
- **Capitalización bursátil**: Valoración de la compañía en el mercado de valores. Se calcula multiplicando el precio por acción por el número de acciones del emisor.
- **Cláusula Anti-dilución**: Mecanismo utilizado en los pactos de socios para mitigar la posible dilución de su participación en una empresa. Esto puede ocurrir cuando la empresa hace una ronda de financiación a valoración menor que la anterior, lo cual se conoce como "round-down".
- **Cláusula de Acompañamiento**: Mecanismo utilizado en los pactos de socios para proteger a los socios minoritarios. Esta cláusula les otorga el derecho de unirse a la venta de acciones que un socio mayoritario haya pactado con un tercero, en las mismas condiciones que el socio mayoritario. También se conoce como "tag-along".
- **Cláusula de Arrastre**: También conocida como "drag-along", es una cláusula en los pactos de socios que permite a los mayoritarios obligar a los minoritarios a vender sus acciones en caso de que se decida vender la empresa a un tercero.
- **Cláusula de Liquidación Preferente**
- **Crowding-in**: Conjunto de iniciativas promovidas por el sector público para fomentar la inversión privada en el capital de las Pymes.
- **Exit**: Fase final en la que un inversor en capital privado vende su participación en la compañía en la que ha invertido.
- **Fase Pre-Seed**: También llamada pre-semilla, es la etapa inicial en el ciclo de vida de una startup. Durante esta fase los fundadores de la empresa están en las primeras etapas de desarrollo de su modelo de negocio.
- **Fase Seed**: Fase semilla en la que la idea de negocio empieza a concretarse y se busca validar el modelo de negocio. En esta etapa se trabaja en el desarrollo de un producto mínimo viable (MVP) que pueda ser probado y validado por el mercado.
- **Free-float**: Acciones de una compañía cotizada en manos de accionistas que pueden vender sin ningún tipo de restricción.
- **Growth Capital**: Es una fuente de financiación alternativa para las PYMEs mediante la captación de capital a través de mercados privados o cotizados, la cual permite a las empresas en fases de crecimiento y expansión financiar el desarrollo de sus negocios.

- **Hurdle rate**: En los fondos de inversión es el porcentaje mínimo a alcanzar y que habrá de ser distribuído a los inversores (limited partners) antes de que los gestores (general partners) puedan cobrar la comisión de éxito.
- **Inversor ancla**: Dentro del capital privado, es un inversor que se compromete a comprar una cantidad significativa de participaciones dentro de una ronda de financiación, siendo una referencia para los demás inversores.
- **Investment readiness**: Capacidad de una compañía para atraer suficiente financiación permitiendo generar un retorno sobre la inversión.
- **Micro-cap**: empresa cotizada con una capitalización bursátil muy pequeña, entre 20 y 300 M€.
- **Multiple on Invested Capital (MOIC)**: También conocido como cash-on-cash return, es una medida usada para evaluar la rentabilidad de una inversión comparando el valor de venta (exit) con el capital inicial invertido. MOIC=Valor de venta/Capital invertido.
- **Pari-passu**: Término en latín, que significa "en iguales condiciones". Se usa en el mundo financiero, para instrumentos de deuda, para indicar que los repagos de la deuda se harán en los mismos términos para dos o más inversores.
- **Pre-IPO**: Ronda de capital entre inversores privados, generalmente profesionales, previa a la incorporación de la compañía a un mercado de valores.
- **Private Equity Buy-Out**: Fondos cuyo objetivo es adquirir la totalidad o una participación de control en empresas maduras con la intención de mejorar el negocio y venderlo a un múltiplo más alto.
- **Product market fit (PMF)**: En el mundo de las startups, se refiere al punto en el que un producto reúne las características requeridas por el mercado.
- **Scaleup**: Compañía con carácter innovador que ha superado la fase "startup" y tiene su modelo de negocio, productos o servicios validados por el mercado. Con ingresos crecientes a tasas superiores al 10-20%.
- **Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)**: Plataformas de compraventa de productos financieros eficientes y transparentes. Los emisores en mercados de valores para PYMEs cotizan en estas plataformas.
- **Small-Cap**: Empresa cotizada con una capitalización bursátil pequeña, entre 300 y 1.000 M€
- **Smart Money**: Término utilizado en el mundo de la inversión. Se refiere al dinero aportado por gestores de fondos que aportan solo aportan recursos financieros, sino que, mediante su participación en los órganos de gobierno ayudando a la empresa en diferentes frentes operativos también aportan recursos estratégicos y de gestión alineando intereses y generando valor para la compañía.
- **Startup**: Empresa emergente de naturaleza tecnológica e innovadora que tiene como objetivo desarrollar un modelo de negocio escalable y disuptivo.
- **Valoración Pre-money**: Valoración de una empresa con la que se inicia una ronda de financiación.
- **Valoración Post-money**: Valoración de la empresa una vez finalizada la ronda de financiación. Equivale a la suma de la valoración pre-money más la cantidad captada en la ronda.

LKS Next

Growth Capital

PALANCA DE FINANCIACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR PARA LA PYME