



FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

Departamento Economía de la Empresa

**SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE
REESTRUCTURACIÓN E IMPACTO SOBRE EL
EMPENDIMIENTO**

TESIS DOCTORAL

FERNANDO MOROY HUETO

Directoras

Dña. María del Pilar Abad Romero
Dña. María del Pilar Laguna Sánchez

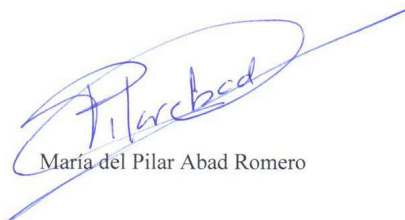
Madrid, octubre 2015

María del Pilar Laguna Sánchez y María del Pilar Abad Romero, profesoras titulares de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Rey Juan Carlos, como codirectoras de la Tesis, AUTORIZAN al doctorando D. Fernando Moroy Huetto la defensa de la Tesis Doctoral que lleva por título **“SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO”**

Y para que así conste a los efectos oportunos, lo firmamos en Madrid, a 23 de octubre de 2015.



María del Pilar Laguna Sánchez



María del Pilar Abad Romero

AGRADECIMIENTOS

Esta Memoria de Investigación para la obtención del Título de Doctor hubiera sido imposible sin el excelente asesoramiento técnico, constante empuje y permanente ilusión de mis Directoras de Tesis (Prof. Doctora D^a Pilar Abad y Prof. Doctora D^a Pilar Laguna), a las que expreso mi más profundo agradecimiento y gratitud.

Su permanente ánimo y su excelente colaboración técnica han hecho posible que finalmente haya conseguido terminar esta Memoria.

También quiero hacer un agradecimiento especial a la Doctora D^a Carmen López por su extraordinaria colaboración y ayuda en la realización de esta Tesis. Ha sido una larga, laboriosa y fructífera colaboración absolutamente necesaria para la confección y redacción de esta Memoria.

Finalmente quiero agradecer a todas las principales Instituciones del ecosistema emprendedor que han ayudado a distribuir el Cuestionario entre sus Asociados y sin cuya ayuda hubiera sido imposible realizar el análisis cuantitativo de la Memoria. En especial a: Fundación Madrid+d, Empresa Nacional de Innovación (ENISA), Asociación de Jóvenes Empresarios (AJE), Avalmadrid, Madrid Emprende, Fundación Biodiversidad, Asociación de Emprendedores de la Comunidad de Madrid (ASECAM) y el Club del Emprendimiento.

A mi esposa, Brigi, y a mis hijos, Beatriz y Gonzalo

A mis padres, José y María del Carmen.

Y también a Daniel.

CONTENIDOS	
ÍNDICE DE TABLAS	12
ÍNDICE DE FIGURAS	1
CAPÍTULO 1	
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 2	7
LA REESTRUCTURACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS	
2.1.- INTRODUCCIÓN	7
2.1.1.- Los problemas estructurales de las cajas de ahorros españolas.....	14
2.1.2.- Las cajas de ahorros españolas: una historia de éxito	32
2.2.- CONSECUENCIAS ESTRATEGICAS DE LA CRISIS FINANCIERA.....	46
2.2.1.- Sector inmobiliario y cajas de ahorros	46
2.2.2 Consecuencias de la crisis en el sector	64
2.3.- SITUACION ACTUAL DE LA REESTRUCTURACION DE LAS CAJAS DE AHORROS.....	77
2.3.1.- El inicio de la reconversion del sector de las cajas de ahorros y el FROB (FONDO DE REESTRUCTURACION ORDENADA BANCARIA)	77
2.3.2.- Modificación de la circular contable sobre dotaciones	94
2.3.3.- Real Decreto–Ley 11/2010 de 9 de julio.....	95
CAPÍTULO 3	
EL PROCESO DE LA FINANCIACIÓN Y EL EMPRENDIMIENTO	
3. 1. INTRODUCCIÓN	106
3.1.1. Las actitudes o atributos que distinguen a los emprendedores.....	107
3.1.2. Condicionantes socio-económicos y legales.	108
3.1.3. Emprendimiento y Educación	110
3.1.4. Emprendimiento y financiación	112
3.2.- EL PROCESO DE LA FINANCIACIÓN Y EL EMPRENDIMIENTO.....	123
3.2.1.- La financiación de los proyectos. Deuda versus capital (equity): ventajas e inconvenientes	124
3.3.- INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE DEUDA.....	134

3.2.1.- Instrumentos de financiación obtenidos de Instituciones Públicas:	129
3.2.2.- Instrumentos de financiación obtenidos de Instituciones Privadas	133
3.4.- OBJETIVOS E HIPÓTESIS	145

CAPÍTULO 4

ANÁLISIS ESTADÍSTICO E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

4.1. INTRODUCCIÓN	148
4.2.- DATOS	149
4.3.- ANÁLISIS UNIVARIANTE.....	151
4.3.1.- Metodología	151
4.3.2 -Resultados	151
a.- Características sociológicas de los encuestados	151
b.- Características de las empresas	152
4.4.-ANÁLISIS BIVARIANTE: ANALISIS DE LAS FUENTES FINANCIERAS DISTINGUIENDO POR CARACTERÍSTICAS	163
4.4.1.- Metodología	163
4.4.2.- Resultados	164
a.- Forma jurídica	164
b.- Sector empresarial al que pertenece la empresa.....	182
c.- Análisis de las formas de financiación en función del género.....	187
d.- Análisis de las formas de financiación en función del tamaño de la empresa (medido por número de empleados de la empresa, incluido el/los propietarios)	193
e.- Análisis de las formas de financiación en función de la evolución de las ventas del ejercicio 2014 respecto a las del año anterior.....	199
f.- Análisis de las formas de financiación en función del beneficio después de impuestos del 2014	204
g.- Análisis de las formas de financiación en función del tamaño de la empresa (medido por el volumen de inversión para la puesta en marcha del proyecto empresarial)	209
h.- Otras cuestiones relevantes relacionadas con la financiación	220
i.- Conclusiones del análisis bivalente.....	222
4.5.-ANÁLISIS MULTIVARIANTE: FACTORES DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD	223
4.5.1.- METODOLOGÍA	223
a.- Probabilidad de denegación en la solicitud financiación.....	223
b.- Probabilidad de que un emprendedor haya financiado su negocio de acuerdo con el cronograma establecido	226

4.5.2.- Resultados de la estimación	229
a.- Resultados de obtenidos en el análisis de la probabilidad de denegación en la solicitud financiación.....	229
b.- Resultados de obtenidos en el análisis de la probabilidad de que un emprendedor haya financiado su negocio de acuerdo con el cronograma establecido	233

CAPÍTULO 5

CONCLUSIONES	248
---------------------	------------

BIBLIOGRAFÍA	252
---------------------	------------

ÍNDICE DE TABLAS

- Tabla 2.1. Datos de balance de las cajas de ahorro
- Tabla 2.2. Cuotas de mercado de las cajas de ahorro
- Tabla 2.3. Otros datos relativos a las cajas de ahorro
- Tabla 2.4. Otros índices
- Tabla 2.5. Evolución de la datos de balance
- Tabla 2.6. Evolución de la cuota de mercado
- Tabla 2.7. Evolución de otros datos
- Tabla 2.8. Evolución de otros índices
- Tabla 2.9. Cajas de Ahorros Españolas. % de composición de la Asamblea General y del Consejo
- Tabla 2.10. Composición de la Asamblea General de La Caixa y Cajamadrid
- Tabla 2.11. Porcentajes de ponderación en el Método Estándar
- Tabla 2.12. Datos relativos a las entidades de crédito españolas
- Tabla 2.13. Evolución cuotas de mercado crédito al sector privado
- Tabla 2.14. Evolución cuota de mercado depósitos sector privado
- Tabla 2.15. Evolución ratio “Gastos explotación/margen ordinario”
- Tabla 2.16. Evolución ratio “depósitos clientes entre número de empleados” (miles €)
- Tabla 2.17. Evolución ratio “Depósitos de clientes entre oficinas (miles €)”
- Tabla 2.18. Evolución de la expansión de la red (nº de oficinas/ entidades)
- Tabla 2.19. Evolución del ROE
- Tabla 2.20. Evolución del ROA
- Tabla 2.21. Evolución de los indicadores de rentabilidad y apalancamiento
- Tabla 2.22. Productividad por empleado
- Tabla 2.23. Rentabilidad sobre volumen de negocio (Resultados Entidades de Crédito)
- Tabla 2.24. Distribución del beneficio de las Cajas de Ahorro en España

- Tabla 2.25. Diferencial (%) del precio de la vivienda por m² y el Salario medio respecto al PIB.
- Tabla 2.26. Préstamos por institución, diciembre de 2009 (M€)
- Tabla 2.27. Composición de la cartera de préstamos (%), diciembre de 2009
- Tabla 2.28. Tasas de morosidad por sectores 2009
- Tabla 2.29. Evolución de la calidad de los activos de las Cajas de Ahorro (en %)
- Tabla 2.30. Mejores y peores ratios de morosidad de las Entidades de Crédito en 2009 en porcentaje.
- Tabla 2.31. Ratios operativos de las Cajas de Ahorros
- Tabla 2.32. Ratios de Eficiencia y Productividad Bancos versus Cajas de Ahorros
- Tabla 2.33. Recursos Financieros del FROB y del FGD
- Tabla 2.34. Alcance de la reestructuración de las Cajas de Ahorro
- Tabla 2.35. Exposición y cobertura de las entidades de depósito al sector de la construcción y promoción inmobiliaria
- Tabla 4.1. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación utilizadas en el arranque del negocio según la forma jurídica
- Tabla 4.2. Forma de financiación de la empresa en los primeros seis meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa
- Tabla 4.3. Forma de financiación de la empresa entre los seis y doce meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa
- Tabla 4.4. Forma de financiación de la empresa entre los 12 y 24 meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa
- Tabla 4.5. Forma de financiación de la empresa entre los 24 y 42 meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa
- Tabla 4.6. Porcentaje cada fuente de financiación del pasivo en el momento actual según la forma jurídica de la empresa
- Tabla 4.7. Porcentaje de cada fuente de financiación en función del sector donde se enmarca la actividad de la empresa
- Tabla 4.8. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en el arranque del negocio según sector
- Tabla 4.9. Porcentaje cada fuente de financiación del pasivo en el momento actual según el sector
- Tabla 4.10. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación utilizadas en el arranque del negocio según el género

- Tabla 4.11. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación utilizadas en la primera y segunda etapa
- Tabla 4.12. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación utilizadas en la tercera y cuarta etapa
- Tabla 4.13. Porcentaje medio para cada una de las fuentes de financiación del pasivo en el momento actual
- Tabla 4.14. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en el arranque del negocio según el número de empleados
- Tabla 4.15. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en las dos fases iniciales del negocio según el número de empleado
- Tabla 4.16. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en la tercera y cuarta fases del negocio según el número de empleado
- Tabla 4.17. Porcentaje de uso de las fuentes financieras del pasivo en el momento actual, agrupadas por número de empleados
- Tabla 4.18. Porcentaje medio de uso de las fuentes de financiación utilizadas en la puesta en marcha del negocio según la evolución de las ventas del año 2014
- Tabla 4.19. Porcentaje medio de uso de cada fuente de financiación según la evolución de las ventas en las cuatro etapas de vida de la empresa
- Tabla 4.20. Porcentaje de uso de cada una de las fuentes de financiación del pasivo en el momento actual según la evolución de las ventas de 2014
- Tabla 4.21. Porcentaje medio de uso de las fuentes de financiación en el arranque del negocio en relación a cómo fueron los beneficios
- Tabla 4.22. Porcentaje de uso de las fuentes financieras según los beneficios obtenidos durante las cuatro etapas de vida de la empresa
- Tabla 4.23. Porcentaje de uso de las fuentes de financiación del pasivo en el momento actual según los beneficios obtenidos en el ejercicio anterior
- Tabla 4.24. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación según la inversión inicial
- Tabla 4.25. Porcentaje medio de uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la primera fase
- Tabla 4.26. Porcentaje medio de uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la segunda fase
- Tabla 4.27. Porcentaje medio uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la tercera fase

- Tabla 4.28. Porcentaje medio uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la cuarta fase
- Tabla 4.29. Porcentaje medio de empresas, agrupadas según la inversión inicial, de utilización de recursos financieros en el momento actual
- Tabla 4.30. Contrastes de independencia entre la existencia o no de un business angel y otras variables
- Tabla 4.31. Contrastes de independencia entre la existencia o no de crowdfunding y otras variables
- Tabla 4.32. Contrastes de independencia entre la existencia o no de subvenciones y otras variables
- Tabla 4.33. Modelo logit. Definición de las variables
- Tabla 4.34. Cronograma del uso de las fuentes financieras según la hipótesis de trabajo
- Tabla 4.35. Modelo logit. Definición de las variables
- Tabla 4.36. Resultados de la estimación del modelo binomial. Probabilidad de que el emprendedor le hayan denegado alguna solicitud de financiación
- Tabla 4.37. Resultados de la estimación del modelo binomial. Probabilidad de que el emprendedor cumpla el cronograma de uso de las fuentes de financiación

ÍNDICE DE FIGURAS

- Figura 2.1 Evolución de las Cuotas de Mercado de Bancos versus Cajas en Depósitos y Créditos de OSR (otros sectores residentes)
- Figura 2.2. Aportaciones y Resultados de los Fondos de Garantía de Depósitos
- Figura 2.3. Recursos Propios Computables (Capital Regulatorio) vs Activos Ponderados por Riesgos
- Figura 2.4. Cálculo de los Riesgos Ponderados según el Método IRB
- Figura 2.5. Inversión en sector público y privado
- Figura 2.6. Volumen de depósitos
- Figura 2.7. Evolución cuota de mercado en créditos al sector privado
- Figura 2.8. Evolución cuota de mercado en depósitos al sector privado
- Figura 2.9. Evolución ratio Gastos de explotación/margen ordinario
- Figura 2.10. Evolución ratio Depósitos de clientes/nº empleados.
- Figura 2.11. Evolución ratio depósitos/nº oficinas
- Figura 2.12. Evolución de la expansión de la red (nº de oficinas/entidades)
- Figura 2.13. Evolución del ROE
- Figura 2.14. Evolución del ROA
- Figura 2.15. Beneficio Neto/ATM
- Figura 2.16. ATM/FFPP
- Figura 2.17. Volumen de negocio
- Figura 2.18. Volumen de negocio – Margen recurrente
- Figura 2.19. FBCF. Viviendas sobre el PIB y sobre FBCF total
- Figura 2.20. Viviendas libres iniciadas
- Figura 2.21. Transacciones inmobiliarias
- Figura 2.22. Índice de precios y variación anual del precio de vivienda libre
- Figura 2.23. Esfuerzo anual para la adquisición de vivienda

Figura 2.24. Ocupados en la construcción. Peso y evolución

Figura 2.25. Stock de viviendas sin vender

Figura 2.26. Stock de viviendas sin vender por Comunidades Autónomas

Figura 2.27. Evolución de las principales magnitudes macroeconómicas (%)

Figura 2.28. Evolución PIB, Tipos hipotecarios y Créditos concedidos (%)

Figura 2.29. Evolución presentada en euros constantes

Figura 2.30. Crecimiento anual de la finalidad del crédito

Figura 2.31. Importe (en millones de euros) de hipotecas constituidas en España

Figura 2.32. Importe en millones de euros y Crecimiento de deudores (%) con Garantía hipotecaria

Figura 2.33. Importe (en millones de euros) y Tasa de variación de Créditos dudosos en España

Figura 2.34. Tasa de variación de Créditos dudosos por actividad.

Figura 2.35. Tasa de Variación de los Créditos Dudosos por Finalidad

Figura 2.36. Relación Tasa de morosidad (%) vs. Tasa de paro (%)

Figura 2.37. Comparación Tasa de morosidad (%) con Tipo de interés medio hipotecario (%) y PIB (precios de mercado)

Figura 2.38. Tasa de morosidad de Bancos y Cajas de Ahorro españolas

Figura 2.39. Tasa de morosidad por actividad

Figura 2.40. Evolución de las Tasas de morosidad de las Entidades de Crédito

Figura 2.41. Comportamiento de los Bancos de los Créditos dudosos frente a Provisiones

Figura 2.42. Comportamiento de los créditos dudosos de las Cajas de Ahorro frente a Provisiones

Figura 2.43. Tasas de Cobertura de la Morosidad de Bancos y Cajas de Ahorro (%)

Figura 2.44. Provisiones económicas

Figura 2.45. Créditos vs. Depósitos (conjunto de las ECAs)

Figura 2.46. Bancos (Créditos OSR vs. depósitos OSR)

Figura 2.47. Cajas de Ahorros (Créditos OSR vs. Depósitos OSR)

Figura 2.48. Margen Financiero de las Entidades de Crédito

Figura 2.49. Margen Financiero sobre Activo Total de las Entidades de Crédito

Figura 2.50. Evolución del número de sucursales: Bancos y Cajas de Ahorro

Figura 2.51. Esquema del proceso de reestructuración

Figura 2.52. Objetivos del FROB

Figura 2.53. Proceso de integración de Cajas de Ahorro

Figura 2.54. Ayudas del FROB en el proceso

Figura 4.1. Forma jurídica del proyecto empresarial

Figura 4.2. Tiempo de constitución de la empresa

Figura 4.2. Tiempo de constitución de la empresa

Figura 4.4. Sector empresarial al que pertenece la empresa

Figura 4.5. Problemática a la que se enfrentan hoy día los empresarios

Figura 4.6. Problemas de escasez de capital

Figura 4.7. Fuentes de financiación utilizadas en la puesta en marcha del negocio

Figura 4.8. Fuentes de financiación utilizadas en cada etapa de desarrollo del negocio

Figura 4.9. Fuentes de financiación utilizadas actualmente. Recursos propios

Figura 4.10. Fuentes de financiación utilizadas actualmente. Recursos ajenos

Figura 4.11. Número total de fuentes financieras utilizadas por las empresas desde su creación hasta los 42 meses

CAPÍTULO 1

1.- INTRODUCCIÓN

Uno de los retos más importantes de la sociedad española es el fomento de su cultura empresarial. Cada vez son más los programas que apoyan e impulsan a los emprendedores para que inicien un proyecto empresarial que tenga éxito y sea sostenible en el tiempo. Valga como ejemplo Marina de Empresas que, como apuntan en su web, nace con la misión de formar, asesorar y financiar a los emprendedores de hoy y del futuro, y constituye una apuesta por la creación de riqueza, empleo y fomento del emprendimiento. Para ello ofrecen recursos formativos, económicos y estructurales necesarios para desarrollar un proyecto empresarial.

La promoción del espíritu empresarial, es a día de hoy, uno de los objetivos prioritarios de las administraciones públicas. Son muchos los programas encaminados a estimular la creación de nuevas empresas; valga como ejemplo los proyectos de jóvenes emprendedores (ENISA-Línea emprendedores, financiación jóvenes emprendedores, programa Emprendetur jóvenes emprendedores, entre otros), programas de apoyo a mujeres emprendedoras y empresarias (PAEM), ayudas NEOTEC para la creación y consolidación de nuevas empresas de base tecnológica, entre otros.

Las crisis financieras han tenido efectos globales, de los cuales no ha escapado la economía española. Uno de los efectos más importantes a nivel global han sido los recortes en la financiación, que han afectado especialmente a los nuevos proyectos emprendedores. Este escenario ha dibujado patrones nuevos de financiación para aquellos emprendedores que han logrado su objetivo. En este contexto, el primer objetivo de la Tesis es analizar cómo se financian los emprendedores y caracterizar

algunas cuestiones relevantes respecto a las fuentes de financiación disponibles para los mismos.

Otro importante efecto de la crisis financiera internacional en nuestro país ha sido una compleja reestructuración bancaria. Las modificaciones legislativas han desembocado en un nuevo sistema bancario cuyo análisis es el segundo objetivo de la Tesis.

Por tanto, los objetivos fundamentales de esta Tesis son dos: por un lado presentar la situación del sistema financiero español después de la reestructuración bancaria sufrida durante los años de la crisis y por otro lado caracterizar la financiación de los proyectos emprendedores en España a partir de un análisis empírico.

La presente Tesis doctoral está estructurada en cinco capítulos, en los que se incluyen un capítulo de introducción y otro de conclusiones finales donde se recogen los principales resultados obtenidos.

Entrando en detalle, los objetivos pormenorizados que se plantean en esta Tesis han sido tres. El primer objetivo, desarrollado en el segundo Capítulo 2, es el análisis de la situación y el entorno de la reestructuración de las Cajas de Ahorros españolas. Esta reestructuración tal vez sea la reestructuración la más importante sufrida desde la fundación de las Cajas de Ahorro hace casi doscientos años y cuyas consecuencias futuras parecen ahora mismo incalculables. Este tema es de una extraordinaria relevancia en la medida que ha afectado a un grupo de instituciones financieras (45 Cajas de Ahorros en la actualidad, sin contar la Confederación de Cajas de Ahorro (CECA)) que supone casi la mitad del sistema financiero español y que sin duda han representado una historia de éxito en términos financieros y de contribución social.

La crisis financiera internacional que comienza a desencadenarse en el 2007 provocó modificaciones legislativas en nuestro país de tal envergadura que posiblemente desembocarán en una profunda reestructuración del sistema financiero español y de las Cajas de Ahorros en particular (Lamothe, 2009). Hasta este momento de la reestructuración ya ha habido un importante cambio del número de entidades del sector de las Cajas, de las primitivas 45 Cajas de Ahorros, se ha pasado a un conjunto de 13 grupos de entidades, de modo que tan sólo 5 Cajas (Kutxa, Caja Vital, Ibercaja, Caja Pollensa y Caja Ontinyent) no han participado en dicha reestructuración.

Este proceso de reestructuración del sector financiero español, consecuencia de la crisis financiera, no es exclusivo del subsector de las Cajas, véase por ejemplo la adquisición del Banco Guipuzcoano por parte del Banco Sabadell. Sin embargo, es en el grupo de entidades de crédito de las Cajas de Ahorro donde se han producido mayor número de operaciones de concentración, además de importantes novedades legislativas que afectan de forma muy notable a sus sistemas de capitalización, gobernanza y posible naturaleza futura, en relación a cómo hoy las conocemos.

Este itinerario de las Cajas de Ahorros españolas pudiera motivar un gran interés de investigación, tanto por el proceso en sí mismo como por su análisis comparado con lo sucedido con instituciones similares en otros países de nuestro entorno como los modelos prototípicos de Noruega, Italia, Austria y Alemania.

El segundo objetivo de esta Tesis, que se presenta en el capítulo 3, es presentar una revisión de la literatura dedicada al concepto de emprendimiento desde diferentes líneas de investigación. Aunque el concepto de emprendimiento es un concepto inherente al ser humano, en los últimos años, el fomento de la cultura empresarial y del auto-empleo ha sido uno de los objetivos de las políticas económicas, como alternativa para incrementar los niveles de empleo y poder superar la situación socioeconómica sufrida.

Un gran número de trabajos presentes en literatura sobre emprendimiento, incluye trabajos que se centran en el estudio de una serie de características especiales que se asume que debe tener un emprendedor, así como diferencias ante el emprendimiento entre hombres y mujeres. Pero, para que una iniciativa de emprendimiento se lleve a cabo también es necesario que existan una serie de factores o circunstancias, es decir contexto o marco legales o jurídicos que propicie el impulso de nuevos proyectos empresariales. La literatura que aborda el análisis de emprendimiento desde la óptica de la educación es muy extensa, ya que uno de los objetivos principales de los entes públicos es el fomento del emprendimiento desde la educación.

Pero la rama de la literatura en línea con el objetivo de la Tesis es aquella que aborda la relación entre emprendimiento y financiación. Una de las conclusiones más consensuadas es que la importancia que tiene el sistema financiero en la economía es crucial, pero que para el caso de emprendimiento este papel es vital ya que es necesario un sistema financiero robusto que apoye los nuevos proyectos empresariales. Así, en

este Capítulo 3 se presenta un resumen de los últimos artículos publicados al respecto así como una presentación de nuevas las fuentes de financiación utilizadas por los emprendedores para obtener recursos para su actividad empresarial. Además se presenta un estudio detallado de los instrumentos financieros existentes así como una presentación de inversores públicos y privados que pueden financiar el proyecto empresarial.

Del mismo modo, se establecen algunas hipótesis de trabajo sobre dichas fuentes financieras que serán contrastadas en el capítulo siguiente.

Nadie duda que el emprendimiento es un factor generador de desarrollo. Pero uno de los principales obstáculos con el que chocan los emprendedores para la creación de nuevos proyectos, es la financiación. La financiación es clave en todos los estadios de la vida de una empresa, pero especialmente sensible en el arranque de los proyectos emprendedores. La crisis financiera mundial y del proceso de reestructuración financiera de España ha provocada una importante contracción del crédito, principalmente para este colectivo.

Así, el tercer objetivo perseguido en esta Tesis, que se desarrolla en el Capítulo 4, es extraer patrones de comportamiento relativos al uso de las fuentes financieras por parte de los proyectos emprendedores. Dichos patrones podrán ser generales y compartidos por todos los emprendedores o ser particulares de algún colectivo concreto. Dichos colectivos estarán caracterizados por variables relativas al emprendedor, como por ejemplo el género, o por variables relativas a la empresa, como por ejemplo su forma jurídica. Además, se presta especial atención a los cambios que se producen en el uso de las fuentes financieras durante la vida del proyecto, concretamente durante sus primeros 42 meses de vida.

Para este fin, se ha confeccionado una encuesta electrónica con la colaboración de Fundación Madrid+d, Avalmadrid, Madrid Emprende, Empresa Nacional de Innovación (ENISA), Fundación Biodiversidad, Asociación de Emprendedores de la Comunidad de Madrid (ASECAM), Asociación de Jóvenes Empresarios (AJE) y el Club del Emprendimiento. El análisis de los datos que proporciona permiten abordar este tercer objetivo.

Así, en el Capítulo 4 se recogen los resultados de la investigación empírica sobre las diferentes fuentes de financiación empleadas por los emprendedores a lo largo de la

vida de la empresa, así como un análisis sociológico del perfil de los emprendedores. Adicionalmente, se determinan que características de la empresa y del emprendedor afectan i) a la probabilidad de que un emprendedor reciba una denegación en su solicitud financiación y ii) a la probabilidad de que el uso que realiza el emprendedor de las diferentes fuentes financieras sea acorde con la hipótesis establecida en el Capítulo 3.

En consecuencia el Capítulo 4 se organiza en torno a las tres etapas del análisis empírico: i) el análisis univariante o análisis descriptivo que nos caracteriza el uso de las fuentes de financiación y a los emprendedores, ii) el análisis bivariante que nos permite determinar la existencia de relaciones entre las fuentes financieras y las características de la empresa y el emprendedor y iii) el análisis multivariante que nos proporciona un marco de análisis global para contrastar hipótesis de comportamiento relativo al uso de las fuentes financieras.

Finalmente, la Tesis concluye con un resumen de las principales conclusiones obtenidas, que se incluyen en el Capítulo 5.

CAPÍTULO 2

LA REESTRUCTURACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

2.1.- INTRODUCCIÓN

Tal vez el primer paso del estudio debiera ser la definición y caracterización del subsistema de las Cajas de Ahorros. Según la página corporativa¹ de la CECA (Confederación de Cajas de Ahorros), “las Cajas de Ahorros españolas son entidades de crédito plenas, con libertad y equiparación operativa completa al resto de las que integran el sistema financiero español. Están constituidas bajo la forma jurídica de fundaciones de naturaleza privada, con finalidad social y actuación bajo criterios de puro mercado y revierten un importante porcentaje de los beneficios obtenidos a la sociedad a través de su Obra Social.

Las Cajas de Ahorros están especializadas en la canalización del ahorro popular y en la financiación de las familias y de las pequeñas y medianas empresas. Así mismo, tienen una fuerte raíz local, con una densa red de oficinas de implantación regional”.

Haciendo un poco de historia y tal como señala dicha página corporativa de la CECA, “para conocer el origen de las Cajas de Ahorros hay que remontarse a los antiguos Montes de Piedad del siglo XVIII. Las primeras Cajas de Ahorros se fundaron hace casi doscientos años en el marco de una sociedad muy castigada por la Guerra de

¹ www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

la Independencia con el fin de luchar contra la usura que sufrían los pequeños agricultores en los meses de mala cosecha. Fueron creadas en algunas ocasiones por miembros de organizaciones católicas.

Su principal objetivo era adecuar el ahorro popular hacia la inversión y realizar una labor social en sus respectivos ámbitos territoriales. La primera Caja de Ahorros española fue fundada en 1834 por el Conde Villacreces, en Jerez de la Frontera, que admitía imposiciones de 4 reales hasta 2.000 abonando un 4 por ciento de interés a los impositores. Cuatro años más tarde, el 1 de febrero de 1838 abrió sus puertas al público la Caja de Ahorros y Previsión de Madrid, gracias al entusiasmo de personalidades como Pontejos, Mesonero Romanos y Acebal Arratia. En plena época liberal, el 3 de abril de 1835, el ministro Diego Medrano firmó una Real Orden en la que se encargaba a las Cajas de Ahorros la promoción del ahorro de las clases industriales.

Con el tiempo, las Cajas de Ahorros se fueron convirtiendo en auténticas instituciones financieras y empezaron a ofrecer a sus clientes una completa gama de servicios. De esta manera, comenzaron a competir con el resto de entidades bancarias hasta alcanzar en la actualidad el 55 por ciento de cuota de mercado”.

Siguiendo también dicha página corporativa, también puede ser esclarecedor el análisis de su Misión, Visión y Valores:

Misión: Crear riqueza económica y social, evitando la exclusión y generando tejido social.

Visión: Las Cajas de Ahorros son entidades de crédito que, como tales, son capaces de movilizar el ahorro para su canalización hacia proyectos de inversión rentables para toda la sociedad y que se fijan, como objetivos fundacionales, impulsar el desarrollo económico y financiero en sus ámbitos de actuación, evitar la exclusión social y financiera, y retomar los beneficios obtenidos a la sociedad.

Valores: Como empresas socialmente responsables, las Cajas se mueven en todas sus acciones por un espíritu regenerador, reformista, de asociación, de innovación, cooperación, vinculación con el ámbito territorial y por los valores principales de solidaridad, cohesión social, Responsabilidad Social Corporativa, independencia, participación y eficiencia.

Desde los orígenes indicados podríamos decir que la historia de las Cajas de Ahorros españolas es una historia de éxito dentro del sistema financiero español tal

como puede verse por las principales magnitudes económicas y financieras que aparecen en su página corporativa a fecha diciembre de 2009 y que se reproducen a continuación:

Tabla 2.1. Datos de balance de las cajas de ahorro

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

DATOS DE BALANCE	Millones €	Millones €	Tasa de Variación Anual (%)
Recursos propios	64.744	4.698	7,9
Recursos de clientes en balance	1.023.870	51.688	5,5
Fondos de Inversión	54.900	-17.900	-24,9
Recursos fuera de balance	142.093	-21.684	-13,9
Total recursos de clientes	1.165.963	30.004	2,7
Activos Totales	1.280.734	84.553	7,3
Créditos	925.827	61.465	7,1
Crédito a hogares	455.541	19.575	4,4
Crédito a sociedades no financieras	404.756	28.937	7,6
Cartera de Valores	217.066	36.589	25,5
Crédito hipotecarios	599.213	19.996	3,4
Beneficios antes de impuestos	3.262	-5.752	-46,1
Beneficios después de impuestos	3.105	-4.580	-41,7
Dotación a Obra Social	1.107	-315	-16,1

TABLA 2.2. Cuotas de mercado

	%	VARIACIÓN ANUAL
Recursos de clientes en balance	48,40	-0,47
Fondos de Inversión	32,35	1,66
Recursos captados fuera de balance	36,32	1,79
Total recursos de clientes	47,33	-0,43
**Depósitos de hogares		-0,26
**Activos Totales		-0,09
Créditos	47,43	-0,21
**Créditos a hogares		0,06
**Créditos a empresas		0,20

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

TAB LA 2.3. Otros datos

	FECHA	NÚMERO	VARIACIÓN ANUAL	%
Cajas de Ahorros	12-09	45		
Empleados	12-09	132.340	2.934	2,4
Oficinas	12-09	24.252	396	1,7
Cajeros Automáticos	12-09	35.013	772	2,3
Tarjetas emitidas (miles)	12-09	37.534	408	1,1

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

TABLA 2.4. Otros índices

	FECHA	%	VARIACIÓN ANUAL
Tasa de morosidad del crédito	12-09	4,90	2,79
Tasa de morosidad total	12-09	3,91	2,27
Cobertura Morosidad Crédito	12-09	56,6	
Depósitos/Créditos	12-09	0,89	
Solvencia (mínimo 8%)	12-09	12,0	-0,74
Tier 1	12-09	7,1	-0,32
Eficiencia (GE/MO)	12-09	46,50	5,63
R.O.A. (antes de impuestos)	12-09	0,26	-0,54
R.O.A. (después de impuestos)	12-09		-0,43
R.O.E. (antes de impuestos)	12-09	5,1	-12,05
R.O.E. (después de impuestos)	12-09		-9,82

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

Del análisis de dichas cifras se infiere que:

- El conjunto de Cajas de Ahorros tiene una extraordinaria importancia en el sistema financiero español en la medida que representa unas Cuotas de Mercado a diciembre del 2009 del 47,33 % del Total de Recursos de clientes (dentro y fuera de Balance) así como el 47,43% de los Créditos (en Crédito Hipotecario su Cuota de Mercado es del 56,26 %).
- Su importancia en términos de capilaridad de red con 24.252 oficinas y aportación en la lucha contra la exclusión financiera así como en términos de empleo con 132.340 empleados.
- En los parámetros de Rentabilidad se observa que el ejercicio 2009 ha sido especialmente complejo al anotar un ROE (antes de impuestos) del 5,1 % como consecuencia de la fuerte disminución del 46,1 % en el Beneficio Neto (antes de impuestos) como consecuencia de las extraordinarias Dotaciones efectuadas por el fuerte repunte de la Tasa de Morosidad del crédito hasta el 4,90%. El importante Ratio de Eficiencia (Gastos de Explotación/Margen Ordinario) ha empeorado hasta el 46,50 %.

- En relación a la Solvencia, el conjunto de las Cajas de Ahorros presenta unas tasas del Tier² 1 del 7,1 % y del Ratio total de Solvencia del 12,0 % (mínimo 8%).
- La fuerte variación del incremento anual de la Tasa de Morosidad del crédito hasta el 4,90 % y el ratio Depósitos/Créditos del 0,89 que indica que el 89 % de los créditos que han dado las Cajas se han financiado con los Depósitos de clientes, el resto del 11 % se ha hecho apelando a los mercados mayoristas (emisiones en los mercados de capitales y/o mercados interbancarios).
- Es de destacar la importante contribución social de las Cajas de Ahorros a través de su dotación a la Obra Social y que en el año 2009 fue de 1.107 millones de euros.
- Las Cajas de Ahorros son fundaciones de carácter privado que combinan dos funciones: una financiera y una social.

En los cuadros adjuntos siguientes se puede observar la excelente evolución de los principales indicadores de negocio, solvencia y rentabilidad de las Cajas de Ahorros españolas según los datos de su página corporativa:

TABLA 2.5. Evolución de los datos de balance (M€)

	2005	2006	2007	2008
Recursos propios	43.699	49.434	59.155	63.853
Recursos de clientes en balance	646.501	809.942	941.407	993.096
Fondos de inversión	69.500	73.050	72.000	54.100
Depósitos de hogares e ISFLSH	286.238	328.588	361.964	-
Activos totales	808.837	996.712	1.155.074	1.239.627
Créditos	569.724	728.783	854.095	931.069
Cartera de valores	114.081	120.842	143.312	179.900
Créditos hipotecarios OSR	388.802	499.841	580.081	600.076
Beneficios antes de impuestos	5.896	8.714	12.484	6.732
Beneficios después de impuestos	5.075	7.114	10.988	6.408
Dotación a Obra Social	1.374	1.693	1.952	1.637

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

² Tier 1 (Core Capital más Participaciones Preferentes sobre Activos Ponderados por Riesgo). Core Capital es la suma del Capital y Reservas, es el “capital de más calidad”. Para el Ratio de Solvencia Total se incluye la Deuda Subordinada

TABLA 2.6. Evolución de las cuotas de mercado (%)

	2005	2006	2007	2008
Recursos de clientes en balance	47,6	48,7	48,90	48,43
Fondos de inversión	28,5	28,8	29,01	30,67
Depósitos de hogares e ISFLSH	60,0	59,7	59,52	--
Activos totales	39,0	41,3	40,89	40,80
Créditos	46,9	47,4	47,48	47,27
Crédito hipotecario	55,2	57,0	57,39	56,92

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

TABLA 2.7. Evolución de otros datos

	2005	2006	2007	2008
Cajas de Ahorros	46	46	45	45
Empleados	118.072	124.139	131.933	134.867
Oficinas	22.443	23.457	24.637	25.033
Cajeros automáticos	31.703	32.542	35.034	35.864
Tarjetas emitidas (miles)	35.039	35.121	37.461	37.869

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

TABLA 2.8. Evolución de otros índices

	2005	2006	2007	2008
Morosidad del crédito	0,68	0,63	0,89	3,68
Morosidad total	0,56	0,52	0,74	3,01
Solvencia (mínimo 8%)	11,41	12,16	12,05	11,09
Eficiencia (GE/MO)	58,06	51,92	43,4	49,0
R.O.A. (antes de impuestos)	0,73	0,87	1,08	0,54
R.O.A. (después de impuestos)	0,63	0,71	0,95	0,52
R.O.E. (antes de impuestos)	14,13	20,87	23,0	10,9
R.O.E. (después de impuestos)	12,15	17,04	20,2	10,4

Fuente: www.ceca.es y www.cajasdeahorros.es

2.1.1.- Los problemas estructurales de las cajas de ahorros españolas

A pesar de la ya comentada exitosa evolución de las Cajas de Ahorros españolas y de lo que representan en términos de mercado, podríamos decir que presentan algunas problemáticas o singularidades que dividiremos entre estructurales (por razón de su naturaleza y del entorno jurídico que les afecta) y coyunturales, a raíz del fuerte impacto de la crisis financiera mundial que se desencadena a partir del 2007. Respecto a las singularidades estructurales se pueden citar:

1. Identidad

Se podría afirmar que actualmente las Cajas de Ahorros tienen un (¿cierto?) problema de definición de su perfil jurídico-institucional.

Algunos autores, Ariño (2010) sostienen que nadie sabe muy bien que son hoy en día las Cajas de Ahorros. Según el autor: “sabemos lo que hacen, pero no lo que son. Nadie ha sabido hasta ahora definir su naturaleza como sujetos, su perfil jurídico-institucional. Y, por tanto, no sabemos cuál es la tipología de su régimen jurídico: si es público o privado, si es fundacional o mutualista (asociativo), si debe ser autonómico o estatal.

Esta definición da lugar a continuos conflictos tanto jurídicos como políticos. El número de sentencias del Tribunal Constitucional³ que han recaído en estos años sobre las Cajas es completamente anómalo; la razón es que no sabemos lo que son, porque ni el legislador ni el Tribunal Constitucional nos lo han dicho. La próxima ley⁴ tiene que definir su naturaleza y su régimen jurídico”.

El autor hace un “divertido” símil entre la naturaleza jurídica de las Cajas de Ahorros y el ornitorrinco, dice “ese extraño animal, que es mamífero y pone huevos, y que ha sabido sobrevivir a la selección natural, mezclando características de aves y mamíferos”.

Otros autores en trabajos más actuales, como es el caso del trabajo realizado por Ayadi et al.(2009), se expresan de forma parecida: “ya no resulta tan claro definir lo que es una caja de ahorros”. Más adelante en el primer capítulo de Introducción del libro

³ El Tribunal Constitucional (TC) en sus numerosas sentencias califica a las Cajas de Ahorros como “entes asociativos o fundacionales de carácter social y con relevancia pública”, o de “entes privados de carácter social, representativos de intereses colectivos”, definiciones ambas de bajo significado en Derecho (véase sentencias del TC 18/1984; 48/1988 y 49/1988).

⁴ Se refiere al importante Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 de julio que todavía no había sido publicado en esa fecha del artículo.

insisten: “Hoy en día, las cajas de ahorros difieren en gran medida de lo que estas instituciones fueron en el pasado, e incluso no está claro cómo podrían definirse. Hoy son un grupo bastante heterogéneo de instituciones financieras cuyas característica común es la de no estar exclusivamente orientadas al beneficio”.

Como luego comentaremos, el reciente Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 de julio no ha definido una única solución a la configuración institucional de las Cajas de Ahorros, sino que presenta ante ellas un conjunto de formas jurídicas y opciones operativas para que cada una pueda elegir la que crea más conveniente a su propia realidad (presente o futura) en lo que se ha venido en llamar de forma coloquial “la teoría del traje a medida”.

Otros temas de análisis serían si: ¿es beneficioso para un país tener Cajas de Ahorros en términos económicos, sociales y políticos?, ¿deberían las autoridades políticas, dentro de sus límites legales, apoyar a las Cajas de Ahorros o simplemente tolerar su continuidad, o incluso contribuir a su transformación en bancos comerciales con una forma institucional o legal distinta e incluso novedosa respecto a la situación anterior?.

Detrás de la exitosa experiencia de las Cajas de Ahorros españolas en los ámbitos financiero y social, un estudio de Carbo (2009) analiza el fuerte coste de un sector bancario “sin Cajas” y el regulador así parece que lo ha entendido al propiciar en el referido Real Decreto-Ley 11/2010 un conjunto de alternativas jurídicas y estratégicas para su continuación “otros doscientos años más” en palabras de su actual Presidente de la Confederación de Cajas de Ahorros (CECA), Sr. Isidro Fainé.

Habría un debate adicional relativo a si el problema de las Cajas no es su “forma jurídica” sino su modelo de gestión. Este argumento tendría una justificación en la medida que hay Cajas de Ahorros españolas cuyo desempeño en términos de eficiencia, rentabilidad y solvencia es excelente. Este modelo de estructura de propiedad diferente al tradicional capitalista representado por acciones parece que también coexiste y presenta niveles de éxito en Europa.

Parece que la forma jurídica no es lo esencial, como lo demuestra la diversidad existente en Europa presentado en por el Centro PwC/IE (2010) (modelos de Reino Unido, Italia, Alemania, Noruega) con: sociedades anónimas, fundaciones bancarias, cooperativas, etc. Con la reestructuración de las Cajas de Ahorros que ahora se inicia en

España será interesante estudiar cómo evoluciona el sector y su mayor o menor semejanza con otros modelos europeos comparados.

Por otra parte, la reciente crisis financiera también ha puesto de manifiesto que una estructura de propiedad típicamente bancaria no es condición suficiente del éxito y que los modelos exclusivos de valor para el accionista bancario han podido estimular estrategias perversas cortoplacistas en mercados que no se auto-regulan.

2. Sistema de Gobierno Corporativo y Alta Politización Autonómica

Una segunda singularidad de las Cajas de Ahorros españolas tiene que ver con su estructura de propiedad y con ello con sus esquemas de gobernanza y Gobierno Corporativo.

Como continúa el Profesor Gaspar Ariño: “en una economía capitalista, el título ordinario que legitima las decisiones en el sector privado es la propiedad, título y fundamento de la empresa (privada). En el sector público, el título de legitimación es el poder político, democráticamente respaldado por las urnas y legalmente articulado de acuerdo con la Constitución y las leyes. Ahora bien, ocurre que las Cajas, por su origen fundacional, no tienen propietarios, y por su evolución y trayectoria no son parte del sector público empresarial, sino que tienen una naturaleza mutualista y asociativa de base privada, por lo que no deben ser ocupadas y dirigidas por el poder político. Y éste es el problema: ni la propiedad ni el poder político son títulos legitimadores de sus decisiones. Por tanto ¿quién debe mandar en ellas y por qué?”.

Una cuestión nunca bien resuelta hasta ahora, ni en 1933 (Decreto calificado alguna vez como la “Carta Magna de las Cajas de Ahorros Españolas”), ni en 1977 (Decreto Fuentes Quintana⁵), ni en 1985 (LORCA)⁶”.

Esta situación especial respecto a la “propiedad” de las Cajas, el espectacular éxito financiero y de mercado de las mismas (en 1985 ya poseían el 34,6% de los recursos ajenos del sistema financiero español) y la normativa reseñada, atrajeron a su control y “mando” a grupos de interés tales como: empleados y sindicatos de las Cajas, impositores, personas o Entidades Fundadoras de las Cajas y representantes de las Corporaciones Locales en cuyo término tengan abierta oficina la entidad.

⁵ Real Decreto 2290/1977 permitiendo que las Cajas realicen las mismas operaciones que la Banca. A finales de 1978 se les permite que abran oficinas fuera de su provincia de origen.

⁶ Ley 31/1985 de 2 agosto sobre regulación de las normas básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros (LORCA)

La LORCA (Ley 31/1985 de 2 de agosto) y jurisprudencia del Tribunal Constitucional (Sentencias 48/1988 y 49/1988) permitieron que de forma rápida y progresiva representantes de los Parlamentos y Administraciones Autonómicas se incorporen a sus órganos directivos. Los Partidos Políticos colocaron en ellas a sus representantes tal como puede observarse al analizar la composición de los Consejos de Administración y ver el reparto de cuotas que corresponde a cada partido en función del ciclo político.

Como establece el Profesor Gaspar Ariño, “desde las elecciones municipales y autonómicas de 2003 hasta el 2007, un 63 % de las Cajas (29 de las 45 que integran el sector) cambiaron a su Presidente o Director General; y 20 de los máximos responsables de todas ellas, en ese año 2007 habían pasado por la política en puestos de mucha relevancia. Más del 80 % de los puestos de las Comisiones Ejecutivas corresponden a partidos o sindicatos, según informes de la CECA”.

Esta politización de las Cajas de Ahorro ha protagonizado episodios de fuerte relevancia pública mediática como la vivida en los cambios de Presidentes de Caja Madrid, Bancaja en Valencia o la figura política que representaba el Presidente de la intervenida Caja de Ahorros de Castilla la Mancha, por citar sólo algunos ejemplos claramente descriptivos.

En definitiva, conforme a la Constitución, las leyes y una importante jurisprudencia del Tribunal Constitucional, las Cajas de Ahorros constituyen una competencia compartida entre el Estado y las Comunidades Autónomas. Esto puede gustar más o menos en función de intereses particulares y grupos de interés, pero realmente es un hecho y constituye una singularidad diferencial muy relevante respecto a los Bancos donde el control es claramente estatal y se ejerce de forma centralizada a través del Banco de España.

Sería algo extenso y no del todo sencillo de explicar cómo se articulan estas “dobles” competencias autonómicas y estatales en torno a una Caja de Ahorros. Se podría simplificar diciendo que la Administración Central, a través del Banco de España, fundamentalmente, se ocupa de las cuestiones que atañen a la Caja como entidad de crédito y depósito, es decir de todos los aspectos relacionados con la normativa contable, de regulación y de solvencia que le son propios.

Mientras tanto, la Comunidad respectiva se centra en las cuestiones relativas a la vida de la Caja como persona jurídica, incluyendo su régimen de gobierno interno con la importancia vital que esto significa. Esto implicaría por ejemplo el derecho de veto de las Comunidades en el caso hipotético de fusiones entre Cajas de diferentes Comunidades, con las implicaciones estratégicas y operativas que ello tiene.

En algunas Comunidades Autónomas (especialmente relevante en Andalucía, Castilla-León, Extremadura, País Vasco, Galicia o Comunidad Valenciana), los Gobiernos autonómicos de turno siempre tuvieron la tentación de “propiciar” fusiones de Cajas dentro de la misma Comunidad con la capacidad que ello conllevaba de apoyar importantes proyectos de inversión autonómicos al tiempo de focalizar de forma más discrecional los fondos destinados a la Obra Social.

Las consecuencias de todo esto han sido, en determinadas Cajas de Ahorros, las frecuentes interferencias políticas en decisiones que debían ser puramente empresariales, con daño a la integridad económica de las Cajas.

Con el devenir del tiempo, tanto la Comisión Europea como el FMI (Fondo Monetario Internacional) comenzaron a cuestionar la naturaleza privada de las Cajas de Ahorros y a verlas como entidades financieras públicas, es decir estatales con el riesgo de considerar con ello sus créditos como “ayudas de Estado”.

Por ello, 17 años después de la LORCA, los partidos políticos, principales beneficiarios de dicha “invasión” política de las Cajas, proceden a una reforma legislativa en la Ley Financiera (Ley 44/2002 de 22 de noviembre). Dicha normativa modificó 16 artículos y disposiciones de la LORCA, limitando a un máximo del 50 % la presencia de fuerzas políticas en los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros españolas.

Con el paso del tiempo, se ha comprobado que esta modificación legislativa, y algunas posteriores ⁷ han sido claramente insuficientes para liberar a las Cajas de Ahorros de las injerencias políticas. ¿Se podría creer realmente que limitando al 50% la presencia política directa se resolvía el problema de la politización de las Cajas?. El 50 % de representación pública es más que suficiente para dominar una Caja, máxime si además se suma la representación de los impositores, elegidos también con criterios políticos, como ha sucedido en algunos casos.

⁷ La Ley de Transparencia (Ley 62/2003 de 30 de diciembre).

Este ha sido generalmente un aspecto siempre destacado como muy singular en el sistema bancario español por los principales bancos de inversión y firmas de análisis estudiantas del sector financiero internacional como puede verse por las talas siguientes⁸:

TABLA 2.9
Cajas de ahorros españolas: % composición de la
Asamblea General y del Consejo

Tipo de entidad	%
Entidades públicas	Max. 50%
Depositantes	25 %- 50 %
Empleados	5 % - 15 %

Fuente: BOE

TABLA 2.10
Composición de la Asamblea General de La Caixa y Cajamadrid

	La Caixa	Cajamadrid
Depositantes	36%	35%
Entidades fundadoras y otras instituciones de interés social	30%	10%
Gobiernos locales y regionales	21%	44%
Empleados	13%	11%

Fuente: La Caixa, Cajamadrid

Como luego veremos, la nueva normativa recientemente aprobada (Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 de julio) avanza en la buena dirección, aunque todavía insuficiente para algunos autores, en la medida que:

- El ejercicio del cargo de miembro de los órganos de gobierno de una Caja de Ahorros será incompatible con el de todo cargo político electo.

Será igualmente incompatible con el de Alto Cargo de la Administración General del Estado, la Administración de las Comunidades Autónomas y la Administración Local, así como de las entidades del sector público, de derecho público o privado, vinculadas o dependientes de aquéllas.

- La representación de las Administraciones públicas y entidades y corporaciones de derecho público en los órganos de gobierno de las Cajas no podrá superar en su

⁸ Spanish Cajas. Research Analysis ,Informe Credit Suisse, 31 de marzo del 2009.

conjunto el 40 % del total de los derechos de voto en cada uno de tales órganos, teniendo que estar representadas todas las entidades y corporaciones.

Dado que como hemos comentado, las cuestiones que afectan al gobierno y la personalidad de las Cajas de Ahorros son competencias autonómicas, esta doble situación competencial de las Cajas puede ser inocua en condiciones normales de mercado pero puede volverse disfuncional en situaciones adversas de crisis financiera, sencillamente porque la gestión de crisis de una entidad financiera requiere operar jurídica y financieramente sobre la misma, es decir, intervenir también en sus aspectos internos.

La gestión de crisis bancarias del pasado suelen exigir que las autoridades competentes ordenen, faciliten o incluso ejecuten modificaciones estructurales en las entidades (fusiones, escisiones, cesiones globales de activos y pasivos), y que, tal vez temporalmente, tomen el control de las mismas, o mantengan una influencia significativa a través de mecanismos societarios o de disposiciones especiales en base a puros criterios técnicos del Banco de España. Esta situación que es perfectamente posible en el caso de los Bancos, sería compleja en el caso de las Cajas en base a las competencias autonómicas transferidas.

Esta capacidad de reacción ágil y contundente parece determinante en la gestión exitosa de una crisis financiera como la que estamos viviendo. Según Salas y Saurina (2003), la diferencia más relevante entre Bancos y Cajas es la menor capacidad de respuesta ágil y eficaz de las Cajas en los momentos en que es necesario llevar a cabo ajustes a situaciones de shock externos.

3. Rendición de Cuentas y Disciplina de Mercado

De acuerdo con la nueva regulación del Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 julio, publicado en el BOE del 13 de julio y que entró en vigor al día siguiente, la administración, gestión representación y control de las Cajas de Ahorros corresponde a los siguientes órganos de gobierno:

- Asamblea General
- Consejo de Administración

- Comisión de Control

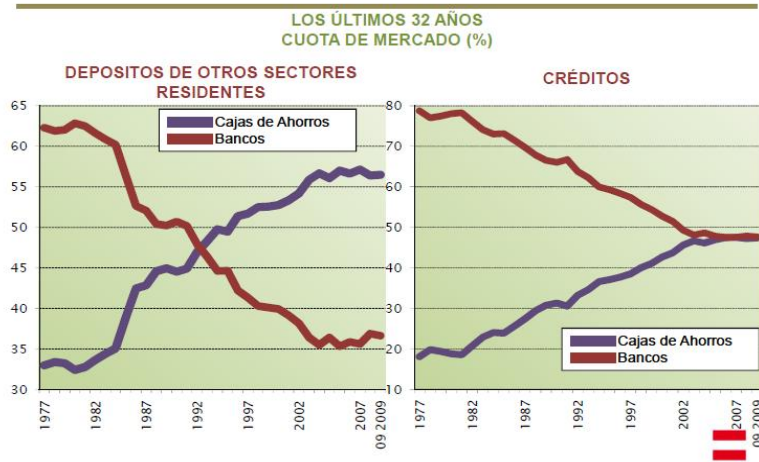
Adicionalmente, esto que sigue es novedad respecto a la LORCA, serán órganos de las Cajas de Ahorros, el Director General y las Comisiones de Inversiones, Retribuciones y Nombramientos, y Obra Benéfico Social

Dichos órganos de gobierno son a los que se someten la gestión de la Dirección/Gerencia de las Cajas de Ahorros. Por el perfil jurídico de las Cajas, éstas no se someten por tanto a la llamada “disciplina de mercado” representada por la cotización o control externos de sus títulos por el mercado.

Si se quisiera que se vieran libres de las injerencias políticas y administrativas y al no existir una junta de propietarios, se podría pensar en el riesgo que se corre de que la dirección de la Caja pudiera quererse “apropiar” de la misma con decisiones oportunistas y cortoplacistas en la medida de la no existencia de dicho control del mercado e incrementando los niveles de riesgo.

¿Esto implicaría que al no tener dicha “disciplina de mercado” lo han hecho peor en el pasado en términos de negocio y que han sufridos experiencias traumáticas en las que el Banco de España o el Fondo de Garantía de Depósitos ha tenido que salir en su rescate ?. La respuesta a ambas preguntas es claramente negativa. En primer lugar la evolución de las Cajas de Ahorros españolas en términos de negocio (cuotas de mercado, rentabilidad, solvencia, etc.) es claramente una historia de éxito como vemos en el Figura 1 adjunto.

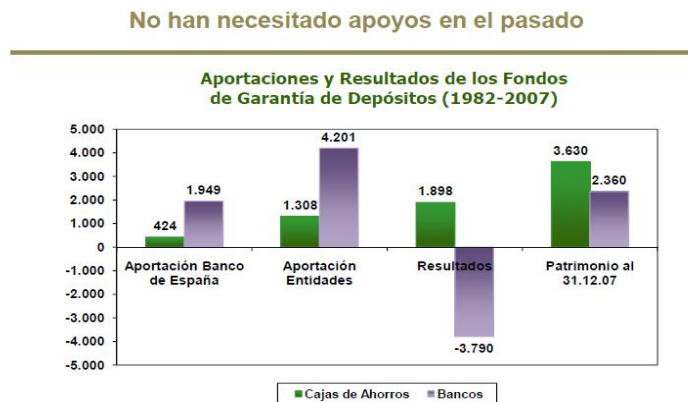
Figura 2.1
Evolución de las Cuotas de Mercado de Bancos versus Cajas en Depósitos y Créditos de OSR (otros sectores residentes)



Fuente: Banco de España, AEB , CECA y elaboración propia

Se puede ver un minucioso análisis en Ayadi y Carbo (2009) de las principales variables de negocio: cuotas de mercado, red de distribución, rentabilidad, eficiencia y solvencia de las Cajas de Ahorros españolas en los últimos años y su favorable comparación con los Bancos y las Cooperativas de Crédito. Además no habían necesitado apoyos en el pasado como puede verse en el Figura 2.

Figura 2.2
Aportaciones y Resultados de los Fondos de Garantía de Depósitos



35

Fuente: CECA, BE

Fuente: Ponencia José Ángel Sánchez Asiain (ESADE, Marzo 2010)

Según el Gobernador del Banco de España,⁹ durante tres años de crisis financiera internacional, tan sólo dos Cajas de Ahorros han experimentado un deterioro de su solvencia tan relevante como para justificar la aplicación de medidas especiales cautelares.

Primero Caja Castilla-La Mancha, cuyos administradores fueron sustituidos por el Banco de España en marzo de 2009 (antes de la creación del FROB), que recibió ayudas del Fondo de Garantía de Depósitos por 3.775 millones en total, de los que 1.300 millones consistían en Participaciones Preferentes y 2.475 millones en garantías sobre el valor de los activos, además de 350 millones de financiación puente. Esta entidad, tras los acuerdos alcanzados con Cajastur, ha pasado a formar parte de uno de los 12 procesos de integración de las Cajas de Ahorros en marcha y que analizamos más adelante.

Segundo, Caja Sur, que incurrió en un supuesto legal de reordenación forzosa por su falta de solvencia y viabilidad, al no aprobar el proyecto de fusión con Unicaja, un proyecto sólido y solvente mediante el cual ambas entidades habían acordado una solución privada para la entidad. El FROB le concedió ayudas temporales, a través de la suscripción de 800 millones de Cuotas Participativas y 1.500 millones en apoyos de liquidez, que hasta ahora no ha sido necesario utilizar.

La Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), en reunión celebrada el 15 de julio de 2010 y en el ámbito del proceso de reestructuración ordenada de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Córdoba (CajaSur), ha formulado el plan de reestructuración de CajaSur que contempla la cesión de la totalidad de los activos y pasivos de CajaSur a la entidad Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK).

Dicha asignación se ha efectuado tras el correspondiente proceso competitivo al que se presentaron varias entidades. La oferta económica de BBK ha consistido en solicitar, para una cartera predeterminada de activos de CajaSur, un esquema de protección de activos (EPA), de forma que el FROB asumirá pérdidas derivadas de dicha cartera durante un plazo de cinco años por un importe máximo de 392 millones de euros. Este importe se anticipará a un tipo de interés preestablecido del Euribor a un año más cincuenta puntos básicos.

⁹ Banco de España. Comparecencia del Gobernador del Banco de España en la Comisión de Economía del Congreso y Hacienda del Congreso de los Diputados con ocasión de la presentación del Informe Anual de 2009, fecha 22 de junio de 2010.

Otro tema, tal vez más relevante que el anterior, tiene que ver con la adecuada profesionalización de las personas que integran el Consejo de Administración de las Cajas de Ahorros en base a las singularidades mencionadas.

Un estudio de los profesores Cuñat y Garicano (2010) de la London School of Economics partía de la hipótesis de que las finanzas son un área del conocimiento especializada, y que el capital humano algo debe ayudar. Tener experiencia bancaria previa debería ayudar a tomar buenas decisiones, y tener una educación avanzada, incluyendo estudios de postgrado y estudios en el extranjero, también.

En dicho trabajo afirman que “la evidencia que encontramos fue clara y estadísticamente significativa y corroboraba estas hipótesis: las Cajas dirigidas por directivos sin experiencia bancaria previa experimentan un 25 % más de mora, y aquellas dirigidas por directivos sin educación avanzada otro 25 % adicional, de forma que carecer de las dos aumenta la mora en un 50 %”.

En esta línea es interesante la modificación que se introduce en el Real-Decreto Ley 11/2010 de 9 de julio donde en el artículo 15 referente al Consejo de Administración se incluye un segundo apartado con la redacción siguiente:

“Dos: Al menos la mayoría de los vocales del Consejo de Administración deberán poseer, los conocimientos y experiencia específicos para el ejercicio de sus funciones.

Se considera que poseen conocimientos y experiencia específicas para ejercer sus funciones en el Consejo de Administración de una Caja de Ahorros quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a cinco años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas de, al menos análoga dimensión.”

4. El Problema de la Capitalización

En la medida que las Cajas de Ahorros no tenían títulos accionariales, no podían acudir a los mercados de capitales en busca de ampliaciones de capital ni tampoco apelar a sus primitivos promotores.

De esta forma el aumento del capital básico en las Cajas estaba limitado a su crecimiento orgánico mediante la generación de reservas derivada de su autofinanciación.

En el resto de sectores denominamos Patrimonio Neto (también denominado Recursos Propios, Fondos Propios o Capitales Propios) a la diferencia entre el activo y todas las deudas de la empresa. Incluye el Capital, las Reservas, los Beneficios no Repartidos, Subvenciones y los Resultados de Años Anteriores. De forma genérica, supuesto los beneficios del ejercicio, decimos que está compuesto por el Capital Social y las Reservas.

En el sector financiero hablamos de tres tipos de Capital:

- ✓ Core Capital: Capital Social + Reservas + Cuotas Participativas (sólo para CC.AA). (En el caso de las Cajas de Ahorros el “Capital Social asimilado” es el Fondo Fundacional de las Entidades Fundadoras).
- ✓ Recursos Propios Básicos o de Primera Categoría (TIER 1) :
Core Capital + Participaciones Preferentes.
- ✓ Recursos Propios de Segunda Categoría:
Deuda Subordinada + Dotaciones Genéricas de Insolvencias+ Reservas de Revalorización de Activos.
- ✓ Total de Recursos Propios Computables (TIER 2) o Capital Regulatorio:
Recursos Propios Básicos (TIER 1) + Recursos Propios de Segunda Categoría) detraído las Deducciones

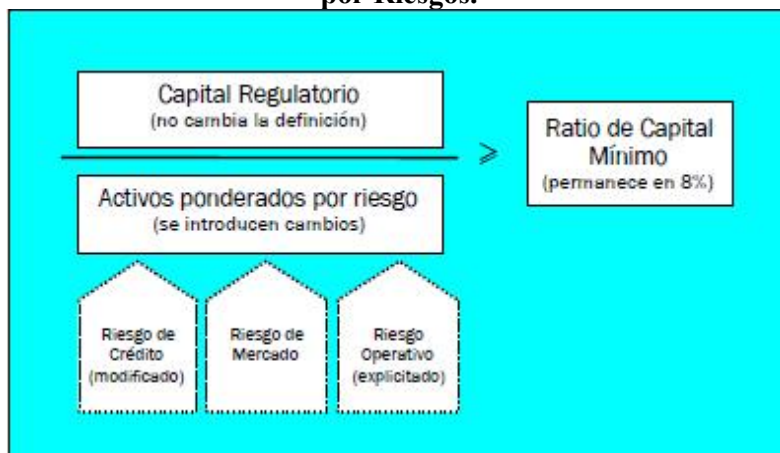
Como se puede observar:

- El “capital de mejor categoría” es el Core Capital (el “tradicional” del resto de sectores que no sea el financiero).
- De hecho, es curioso que en el sector financiero, se deje “computar” como Recursos Propios (de 1ª y 2ª categoría), unos instrumentos financieros (Participaciones

Preferentes y Deuda Subordinada), que en realidad son recursos de clientes y por ello importes acreedores de su pasivo, si bien es cierto que son recursos de clientes con unos condicionantes especiales muy bien descritos en el artículo de Mendez y Pereira (2009).

- También es cierto que sólo en el sector financiero se da una “especial ecuación de ligadura” (Monroy (1993)) a través del Coeficiente de Solvencia que relaciona los Recursos Propios Computables en el numerador y los Activos Ponderados por Riesgo en el denominador. Dicho Coeficiente de Solvencia o Ratio BIS (Banco Internacional de Pagos de Basilea) debe ser igual o superior al 8 % tal como establece el Banco de España.

Figura 2.3
Recursos Propios Computables (Capital Regulatorio) versus Activos Ponderados por Riesgos.



Fuente: Elaboración propia

Definido los Recursos Propios Computables, respecto a la ponderación de los Activos de Riesgo, en la industria financiera se ha evolucionado desde Basilea I (sólo se utilizaban ponderadores en función de que el crédito fuera al sector público estatal, sector público local o autonómico, e hipoteca de primera vivienda, el resto de los crédito ponderaban por el 100 % del mismo).

Con la adaptación de Basilea II,¹⁰ se establece toda una metodología del cálculo de la ponderación de los Activos de Riesgo en función de un doble método: el Método Estándar y el Método basado en Ratings Internos (IRB-Internal Based Approach).

¹⁰ Los acuerdos de Basilea II se trasladan a la normativa española con la Ley 36/2007 de 16 de noviembre, posteriormente desarrollada por el Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, y por la Circular 3/2008 del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los Recursos Propios mínimos.

Como se muestra en Soley y Rahnema (2008), este último sistema se basa en el Rating que las entidades asignan a cada prestatario. Es decir, refleja su calidad crediticia, medida como Probabilidad de Impago futura (PD-probability of default) según su experiencia histórica.

A su vez, éste método basado en ratings o IRB, tiene dos submétodos:

- ✓ Método básico (foundation approach) : en este método la Probabilidad de Impago (PD) es calculada por la propia entidad crediticia en base a un Rating, a partir de datos históricos estadísticos, mientras que la Pérdida en caso de Impago (LGD-lost given default) es proporcionada por el regulador o Comité de Basilea.
- ✓ Método avanzado (advanced approach) donde además de la PD calculado por la entidad financiera en base a su sistema de Rating, también se calcula la Pérdida en caso de Impago (LGD) para cada operación de cada prestatario.

Método Estándar: el Método Estándar es muy parecido a Basilea I. La diferencia fundamental radica en la posibilidad de utilizar calificaciones crediticias externas (rating). En el Método Estándar de Basilea II, la exposición a las empresas (el capital pendiente de pago y, por tanto, el riesgo que el prestatario adeuda a la entidad financiera), tendrá una ponderación del 20 por 100 al 150 por ciento según el “rating externo” del acreditado (según Tabla 11 adjunta) y en el caso de empresas sin rating, la ponderación será del 100 por 100 (igual que en Basilea I).

Tabla 2.11: Porcentajes de ponderación en el Método Estándar

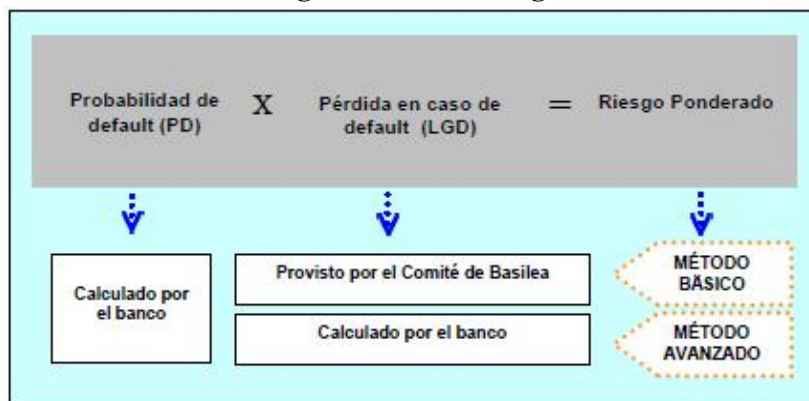
Calificación	Grado de inversión			Sin grado de inversión		
	AAA,...,AA-	A+,...A-	BBB+,...,BBB-	BB+,...B-	Inferior a B-	Sin calificación
Ponderador	0%	20%	50%	100%	150%	100%

Fuente: Elaboración propia

Métodos basados en calificaciones internas o Rating (IRB) : IRB básico e IRB avanzado

Figura 2.4.

Cálculo de los Riesgos Ponderados según el Método IRB



Fuente: Elaboración propia

Así pues la obtención de Capital o Recursos Propios Computables, en sentido amplio, es de extraordinaria importancia para una entidad financiera, al tener que cumplir el Coeficiente de Solvencia mínimo del 8% y condiciona por ello su crecimiento y perfil de riesgo.

Si para cualquier entidad financiera, hiciéramos el simple ratio entre sus Recursos Propios Contables (lo que hemos denominado “core capital” formado por el Capital y las Reservas) y los Activos Totales, veríamos que son empresas fuertemente apalancadas (en el entorno del 5%, muy alejado del valor medio del 40% que puede tener se ratio en el resto de empresas de cualquier otro sector).

Para los próximos años se ha anunciado otra reforma de la Directiva de Adecuación del Capital, en lo que se conoce como Basilea III, la cual estaría previsiblemente enfocada hacia una nueva definición del Capital Regulatorio, actualmente en discusión en foros como Basilea, G-20 y el ECOFIN. Parece que la nueva normativa exigirá niveles superiores de “Core Capital” y de Recursos Propios Básicos o de 1ª categoría.

Podría pensarse de forma rápida y lógica que una forma de obtener un suficiente nivel de Capital Regulatorio o Recursos Propios Computables, además lógicamente del Capital y las Reservas (y las Cuotas Participativas de las Cajas de Ahorros a las que luego nos referiremos), sería incrementar las Participaciones Preferentes y la Financiación o Deuda Subordinada

Estos activos financieros, que ya hemos comentado que son recursos de clientes, y por ello deuda de la entidad financiera de su pasivo, el regulador les permite esa condición de “instrumentos híbridos de capital”, pero con importantes restricciones, tanto en el volumen emitido por la entidad financiera como por las características que deben tener dichos títulos valores en términos de vencimiento, rendimientos en situaciones excepcionales de la entidad, absorción de pérdidas o prelación de dichos créditos en caso de liquidación de la entidad.

Puede encontrarse un extenso detalle de la definición de dichos instrumentos híbridos de capital en la referencia bibliográfica de la nota al pie de la página 38.

Podríamos resumir dichos requerimientos y restricciones de los mencionados instrumentos híbridos de capital de la siguiente manera:

1. Participaciones Preferentes:

- a) Forman parte de los Recursos Propios Básicos (Tier 1 o de primera categoría) siempre que cumplan todos los requerimientos siguientes:
 - i) Estar permanente disponibles para la entidad. Este requerimiento se considera cumplido si no tienen un vencimiento fijo o si su vencimiento original es superior a 30 años.
 - ii) Contribuir a la absorción de pérdidas de la entidad emisora, no sólo en caso de posible disolución, sino con la finalidad de ayudarla a continuar normalmente su actividad.
 - iii) Permitir la cancelación de los pagos a sus tenedores en tiempos de crisis de la emisora, cuando no se cumplan los requerimientos mínimos de capital. Cualquier importe no abonado en concepto de intereses o devolución del principal será irrecuperable y dejará de ser debido y exigible por parte de los tenedores de los títulos.
 - iv) Situarse en los últimos lugares en el orden de prelación de los créditos durante la fase de liquidación de la entidad, de modo que sólo tendrán preferencia respecto del capital social ordinario.
 - v) Las Participaciones Preferentes que se emitan deben estar admitidas a negociación o cotización en mercados secundarios organizados. Es positivo en la medida que se las somete a la disciplina de mercado de modo que sus tenedores pueden evaluar a través de la cotización la

oportunidad de invertir en estos instrumentos financieros. También es cierto que este aumenta la complejidad e incrementa los costes.

b) Limitación de importe en circulación: en el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30 por 100 de los Recursos Propios Básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión (nótese que el límite los refiere a los Recursos Propios Básicos (Tier 1) del que las propias Participaciones Preferentes forman parte).

2. Financiación o Deuda Subordinada:

a) Forman parte de los Recursos Propios de 2ª Categoría (Tier 2) siempre que cumplan todos los requerimientos siguientes:

- i) Desembolso efectivo en base a la emisión planteada.
- ii) El plazo original de dichas financiaciones no será inferior a cinco años; si no hubiere sido fijada la fecha de vencimiento, deberá estar estipulado para su retirada un preaviso de , al menos, cinco años.
- iii) La emisión de financiaciones subordinadas no podrá incluir cláusulas que permitan el reembolso anticipado.

b) Limitación de importe en circulación: las Financiaciones o Deuda Subordinada no podrá exceder sobre el 50 % de los Recursos Propios Básicos de la entidad.

En base a las características cualitativas y cuantitativas de las Participaciones Preferentes y la Deuda Subordinada, y la imposibilidad de las Cajas de acudir a los mercados de capitales, el legislador español incorporó la figura de las Cuotas Participativas como posible instrumento de capitalización de las Cajas a fin de reforzar su Core Capital (al mismo nivel que el Capital y las Reservas y con ello formando parte de sus Recursos Propios Básicos).

Las Cuotas Participativas se introducen en la legislación española en la letra a) del artículo 7 de la Ley 13/1985¹¹, de 25 de mayo y se desarrollan en el Real Decreto 664/1990. Durante todo ese periodo, ninguna Caja de Ahorros hace ninguna emisión de Cuotas Participativas. Posteriormente se amplía y aclara su regulación con el Real Decreto 302/2004 que deroga el RD 664/1990.

¹¹ Hasta la reciente modificación del Real Decreto-Ley 11/2010 del 9 de julio, estaban reguladas en el artículo 7.2 de la Ley 13/1985 de 25 de mayo.

Tras todo este desarrollo normativo, sus características básicas quedaban del modo siguiente:

- Las Cuotas Participativas computan como Recursos Propios de Primera categoría (incluso asimiladas a Core Capital) afectos del Coeficiente de Solvencia visto anteriormente. Sus fondos se aplican a compensar posibles pérdidas de la Caja en la misma proporción y a los mismos destinos que su Fondo Fundacional y sus Reservas.
- Son títulos o valores negociables pero que no tienen derechos políticos. Respondían a una cierta configuración atípica que combina caracteres de los valores de renta variable, como la retribución en función de los resultados obtenidos por la Caja emisora (artículo 7.4 de la Ley 13/1985), con elementos propios de la renta fija o los recursos ajenos, como la carencia de derechos políticos (artículo 7.4 de la Ley 13/1985).
- Existía una limitación de tenencia ¹² por cualquier persona, natural o jurídica, directa o indirectamente de hasta el 5 % de las cuotas totales vigentes.

De esta manera, la autofinanciación vía reservas, las cuotas participativas y las participaciones preferentes para los recursos propios básicos o de primera categoría (Tier 1) junto con la financiación subordinada para los recursos de segunda categoría conformaban los recursos propios computables totales a efectos de solvencia de las Cajas de Ahorros.

Otras formas indirectas de reforzamiento de los recursos propios en algunas Cajas han sido la materialización de plusvalías de sus participaciones industriales o incluso la creación de un holding, véase Criteria CaixaCorp en el caso de la Caixa, con la salida a bolsa de una participación de dicho holding donde agrupó todas sus participaciones industriales y financieras (Caja Madrid anunció algo semejante con la creación de un supuesto holding llamado Cibeles que a la fecha presente no ha materializado).

La situación real es que hasta la fecha, tan sólo una Caja, la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) ha lanzado una emisión de Cuotas Participativas (López (2009)). La Asamblea General de diciembre del 2007 de la CAM autorizó la primera emisión de Cuotas Participativas por hasta un 20 por ciento del valor de la Caja. Posteriormente se

¹² Esta limitación del 5 % también desaparece con la nueva reforma del Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 de julio.

redujo el importe desde alrededor de los 1.000 millones de euros inicialmente previstos hasta situarlos en el entorno de los 300.

El rango de precios ofertado se estableció entre los 5,84 euros/cuota y 7,30 euros/cuota. La evolución muy negativa de la Bolsa española (julio del 2008), y muy especialmente del sector financiero, junto con las ofertas recibidas en el tramo institucional aconsejó situar el precio definitivo de la emisión en el rango más bajo de precio ofertado, en los 5,84 euros.

Dicha emisión comenzó su cotización el 23 de julio de 2008 al precio referido de 5,84 euros/cuota¹³.

Como luego señalaremos en el Capítulo 4º, las Cuotas Participativas han experimentado unas importantes modificaciones con la nueva regulación del Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, en la medida que ostentarán derechos políticos, esto es, derecho de acceso a los Organos de Gobierno y Control de la Caja y desaparece el límite de tenencia del 5 %.

Un tema interesante de análisis será el uso que en el futuro hacen las Cajas de dicho instrumento “renovado” como vehículo de capitalización de recursos básicos y en definitiva el grado de aceptación de dicho activo financiero por parte de inversores privados e institucionales.

2.1.2.- LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS: UNA HISTORIA DE ÉXITO

A pesar de estas singularidades estructurales, la historia de las Cajas de Ahorros es sin duda una historia de éxito tanto en el ámbito financiero como en el ámbito de la moderna responsabilidad social instrumentada a través de su Obra Social. Son las entidades que mejor y siempre han buscado el “stake holders value” en vez de únicamente el “share holders value”.

El objetivo de la maximización de beneficios en el corto plazo estuvo en la génesis de la crisis financiera internacional cuyo coste en términos de rescate y capitalización de entidades financieras internacionales ha sido altísimo (González-Páramo (2009)). El modelo “originar y distribuir” se basó en la titulización para posibilitar a las entidades de crédito vender préstamos, o sacarlos del balance,

¹³ La cotización de cierre al 31/8/2010 (valor CAM del mercado continuo) fue de 6,330 euros con un valor histórico máximo de 6,46 euros en junio 2010 y un valor mínimo de 4,83 euros en septiembre del 2008.

inmediatamente después de originarlos, permitiéndoles ampliar sus operaciones y economizar capital. Sin embargo, este modelo de negocio también redujo los incentivos de los prestamistas para realizar un análisis prudente y una vigilancia constante de los prestatarios, lo que terminó llevando a una merma en los estándares para la concesión de crédito (Banco Central Europeo, 2008).

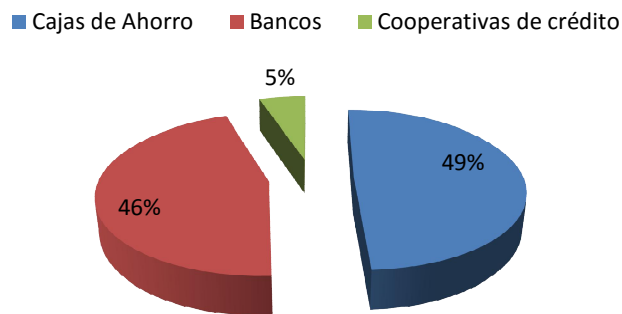
Las Cajas de Ahorros constituyen en España un conjunto formado por 46 entidades de crédito (contando a la propia CECA como confederación de Cajas) que administran más de la mitad de los depósitos interiores del sistema (53,96%) y que tienen un 49,39% de inversión privada y pública, mejorando en 2009 los datos relativos a cuotas de mercado con respecto a 2008.

Tabla 2.12
Datos relativos a las entidades de crédito españolas

Instituciones	Depósitos 2009	Cuota de mercado	Variación sobre 2008	Inversiones 2009	Cuota de mercado	Variación sobre 2008
Bancos	557.223	39,83%	0,6%	839.162	45,37%	-0,20%
Cajas de ahorro	732.853	53,96%	0,75%	906.081	49,39%	0,13%
Cooperativas de crédito	85.165	6,21%	0,301%	96.454	5,24%	0,04%
Total	1.375.241			1.841.697		

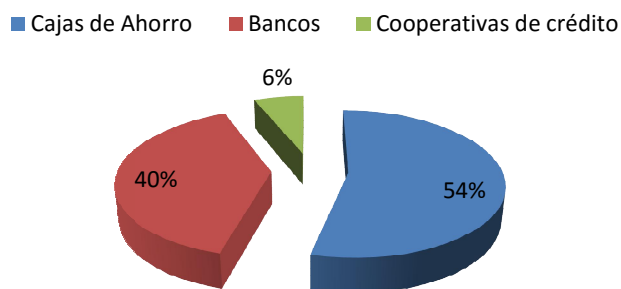
Fuente: elaboración propia con datos Banco de España

Figura 2.5
Inversión en sector público y privado



Fuente: elaboración propia con datos Banco de España

Figura 2.6
Volumen de depósitos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

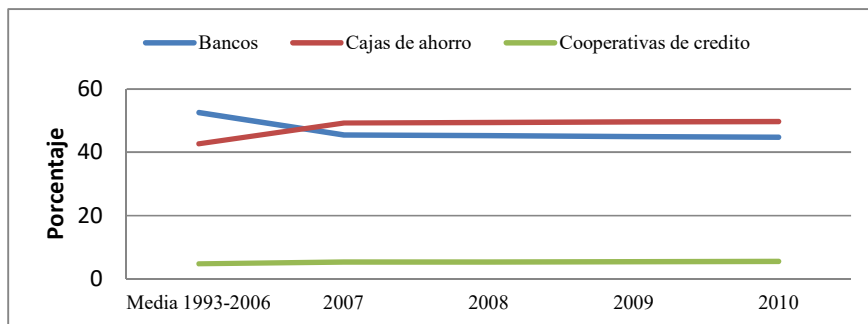
En la tabla siguiente se puede observa su evolución histórica:

Tabla 2.13
Evolución cuotas de mercado crédito al sector privado

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	52,59%	45,41%	45,21%	44,93%	44,79%
Cajas de ahorro	42,66%	49,23%	49,46%	49,63%	49,72%
Cooperativas de crédito	4,75%	5,36%	5,33%	5,44%	5,49%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funcas 2010.

Figura 2.7
Evolución de la cuota de mercado en crédito al sector privado



Fuente: Elaboración propia a partir de Funcas 2010.

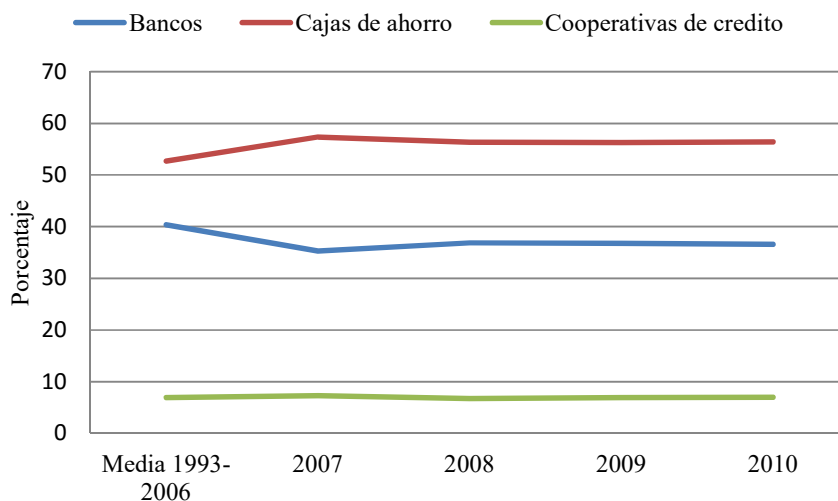
Se observa un cambio en la composición del mercado financiero español, cuyo punto de inflexión lo podemos situar en 2007, donde las Cajas de Ahorro pasan a ser líderes del mercado en detrimento de los Bancos, manteniéndose constante las Cooperativas de Crédito.

Tabla 2.14
Evolución cuota de mercado depósitos sector privado

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	40,36	35,31	36,88	36,78	36,56
Cajas de ahorro	52,69	57,39	56,4	56,26	56,44
Cooperativas de crédito	6,95	7,3	6,72	6,96	7

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funcas 2010

Figura 2.8
Evolución cuota de mercado en depósitos al sector privado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funcas 2010.

En la evolución de la cuota de mercado en depósitos, también podemos observar un punto de inflexión en 2007, donde las Cajas de Ahorro amplían las diferencias en lo que a cuota de mercado se refiere con respecto a los Bancos.

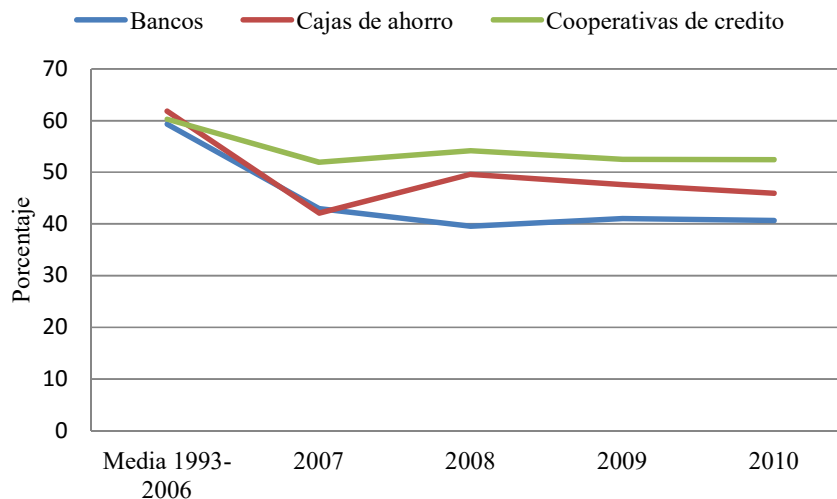
Estos cambios en las cuotas de mercado pueden entenderse como reflejo del aumento de competencia presentado por las Cajas de Ahorro, que hubiesen afectado a los precios y cuyo efecto materializado fuese la continua bajada en los diferenciales y por tanto su efecto sobre los márgenes y sobre el ratio de Eficiencia tal como muestra la siguiente Tabla 2.15.

Tabla 2.15
Evolución ratio “Gastos explotación/margen ordinario”

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	59,36	43	39,53	41,05	40,65
Cajas de ahorro	61,83	42,12	49,63	47,64	45,97
Cooperativas de crédito	60,27	51,96	54,19	52,53	52,47

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funcas 2010.

Figura 2.8
Evolución del ratio Gastos de explotación/Margen ordinario



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funcas 2010

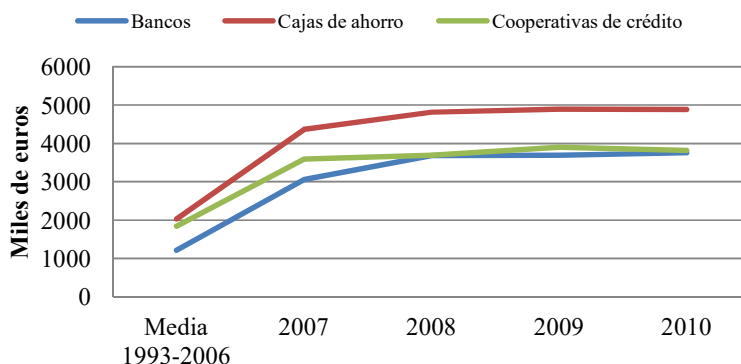
Sin embargo, en lo que a gastos sobre margen ordinario se refiere, observamos que aunque se están reduciendo las diferencias, los bancos son más eficientes que las Cajas de Ahorro, por lo que es un aspecto en el que estas últimas debieran mejorar.

Tabla 2.16
Evolución ratio “depósitos clientes entre número de empleados” (miles €)

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	1210,37	3053,48	3687,81	3694,64	3751,79
Cajas de ahorro	2025,98	4364,11	4816,47	4893,44	4880,36
Cooperativas de crédito	1841,87	3587,07	3692,94	3899,95	3819,21

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010.

Figura 2.10
Evolución ratio "Depósitos de clientes/nº empleados"



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010

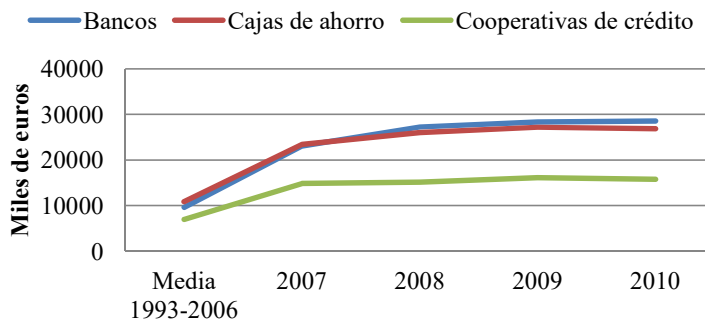
En lo que a productividad se refiere, las Cajas de Ahorros muestran una productividad superior a los Bancos y Cooperativas de Crédito, mostrando un mayor volumen de negocio por empleado, tendencia que se ha mantenido constante en el periodo analizado.

Tabla 2.17
Evolución ratio “Depósitos de clientes entre oficinas (miles €)”

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	9621,55	23098,53	27251,19	28381,99	28602,15
Cajas de ahorro	10867,25	23413,87	25983,3	27181,25	26850,41
Cooperativas de crédito	6941,82	14795,13	15171,7	16066,3	15724,71

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010

Figura 2.11
Evolución ratio depósitos/nº oficinas



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010

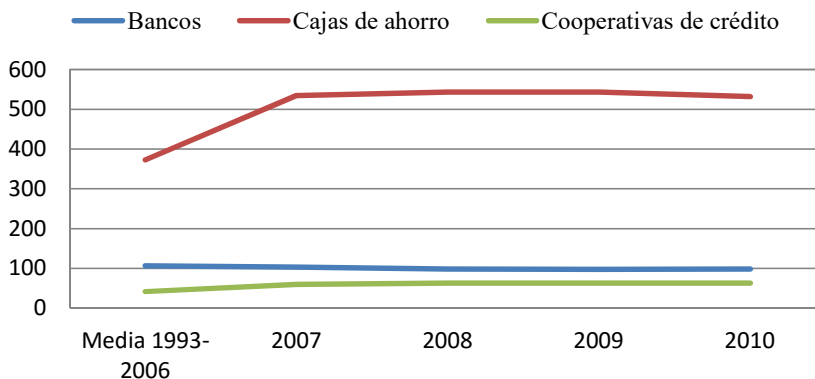
En cuanto a la productividad de las oficinas, es muy similar la de Bancos y Cajas de ahorro, así como su evolución, que ha ido mejorando a lo largo de los años.

Tabla 2.18
Evolución de la expansión de la red (nº de oficinas/ entidades):

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	106,96	102,93	97,99	97,95	98,48
Cajas de ahorro	373,11	534,59	543,15	543,3	532,19
Cooperativas de crédito	41,89	59,67	62,93	62,75	62,67

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010

Figura 2.12
Evolución de la expansión de la red (nº de oficinas/entidades)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010

Como se puede apreciar en el Figura 10, la red de Cajas de Ahorros es mucho más extensa que la de los Bancos, llegando a muchos pequeños municipios donde no llegan estos últimos y realizando por tanto una importante labor en la lucha contra la exclusión financiera. La posible redimensión de dicha red de distribución como

consecuencia de la disminución de la actividad económica pudiera acarrear algún problema de esta naturaleza.

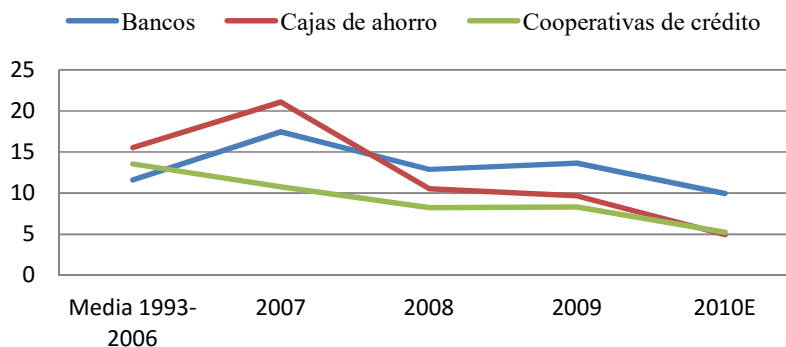
Veamos ahora algunos datos en términos de rentabilidad:

Tabla 2.19
Evolución del ROE

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	11,62	17,45	12,88	13,65	9,98
Cajas de ahorro	15,51	21,08	10,54	9,69	4,96
Cooperativas de crédito	13,56	10,76	8,26	8,32	5,24

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010

Figura 2.13
Evolución del ROE



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010.

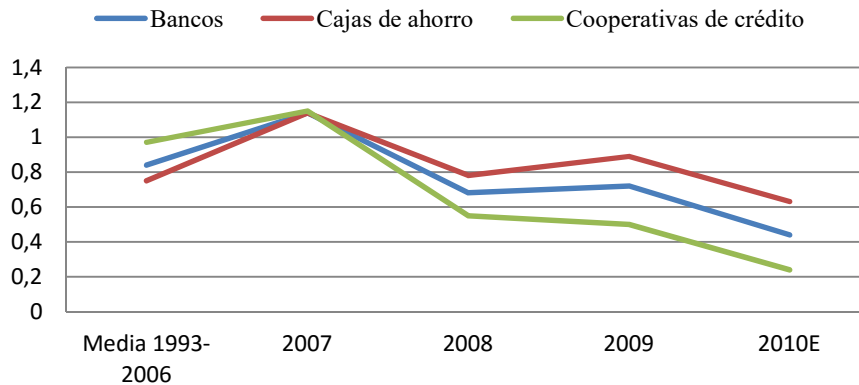
Definimos el ROE como la rentabilidad del capital, calculada como el beneficio antes de impuestos entre los recursos propios. Si analizamos su comportamiento, podemos observar que los Bancos han experimentado una mejor evolución desde el comienzo de la crisis financiera internacional a finales del 2007. Las Cajas de Ahorros han sufrido una brusca caída del ROE desde los niveles anteriores a la crisis y se espera que esto continúe a lo largo del 2010.

Tabla 2.20
Evolución del ROA

	Media 1993-2006	2007	2008	2009	2010E
Bancos	0,84	1,14	0,68	0,72	0,44
Cajas de ahorro	0,75	1,14	0,78	0,89	0,63
Cooperativas de crédito	0,97	1,15	0,55	0,5	0,24

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010.

Figura 2.13
Evolución del ROA



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Funcas 2010.

Definimos el ROA como el beneficio antes de impuestos entre los activos totales medios, su comportamiento es similar al antes descrito con su máxima valor en 2007 y caída a partir de esa fecha, si bien en lo que a ROA se refiere, las Cajas de Ahorros presentan unos valores superiores a los Bancos. A continuación descompondremos el ROE, con la finalidad de obtener ratios desagregados cuyo sentido económico nos muestren aisladamente cual es la evolución de la eficiencia productiva y la exposición al riesgo o grado de apalancamiento de esta industria.

En este apartado nos detendremos no sólo en el estudio de la evolución del ROE correspondientes a las Entidades de Crédito (más adelante veremos parámetros específicos de las Cajas de Ahorros), sino en desagregarlo, con la finalidad de observar cual es la ponderación y signo del efecto de cada ratio sobre el mismo.

$$\text{Rentabilidad sobre recursos propios (ROE)} = \frac{B^{\circ} \text{ NETO}}{RRPP} = \left(\frac{B^{\circ} \text{ NETO}}{ATM} \right) \times \left(\frac{ATM}{FFPP} \right)$$

Activos Totales Medios=ATM

Recursos Propios=FFPP

$$\text{Indicador de rentabilidad. ROA} = \frac{B^{\circ} \text{ NETO}}{ATM}$$

$$\text{Indicador de apalancamiento} = \frac{ATM}{FFPP}$$

El indicador de apalancamiento tiene cierta “semejanza”¹⁴ con el coeficiente de solvencia. En la siguiente tabla se presenta los valores de dichas magnitudes

Tabla 2.21
Evolución de los indicadores de rentabilidad y apalancamiento

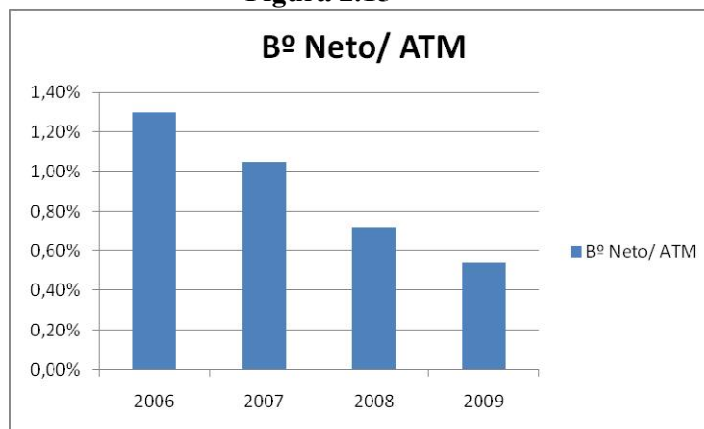
					%	%	%
	2006	2007	2008	2009	2007	2008	2009
B° Neto	27.813	33.003	24.591	20.216	18,70	-25,50	-18,80
ATM	2.696.637	3.133.858	3.429.451	3.714.307	16,20	9,40	8,30
FFPP Medios	134.729	158.117	183.063	199.784	17,4	15,8	9,1
B° Neto/ ATM	1,30%	1,05%	0,72%	0,54%	-	-	-
ATM/FFPP	20,02	19,82	18,73	18,59	-	-	-

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

ROA: El incremento de los volúmenes de negocio gestionados respecto al beneficio neto nos proporciona una visión general de cómo ha evolucionado la rentabilidad del negocio financiero respecto de la “estructura” necesaria para su desarrollo.

El peso de los ATM sobre los Fondos Propios nos da una visión del fuerte apalancamiento con el que operan las Entidades. Este es un tema que actualmente está en revisión en lo que se conoce como la nueva regulación de Basilea III que especificará nuevas exigencias de capital en relación a sus activos para las Entidades además de definir de forma más precisa lo que se podrá considerar como capital dando un valor preferencial al Capital Básico (core capital) como suma del Capital (Fondo Fundacional en el caso de las Cajas) y las Reservas.

Figura 2.15

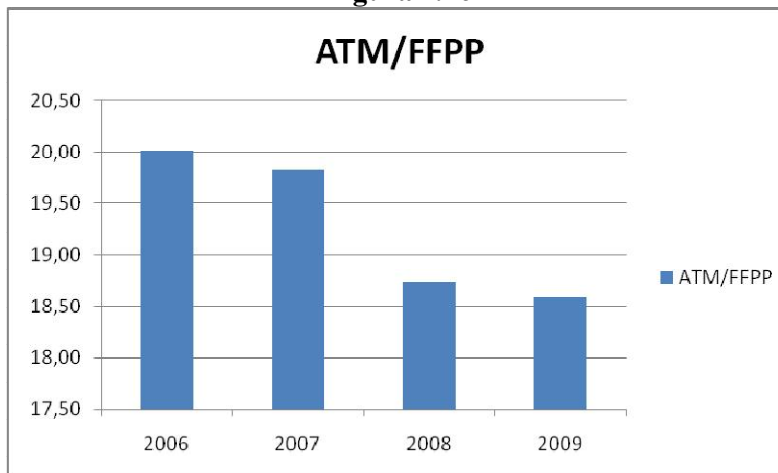


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

¹⁴ El Coeficiente de Solvencia actual de Basilea I y Basilea II (metodología del Rating y Capital Económico) se establece como el cociente entre los Recursos Propios Computables (de Primera y Segunda Categoría) sobre los Activos Ponderados por Riesgo de la Entidad. En la normativa actual dicho Coeficiente debe ser igual o superior al 8 %.

Como se observa en la figura, la rentabilidad sobre activos totales medios ha mantenido una tendencia decreciente en los últimos cuatro ejercicios, que se explica por una fuerte disminución de los beneficios, frente a un crecimiento de los ATM.

Figura 2.16



Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España

Es peso de los ATM sobre los Fondos Propios nos sirve para explicar el apalancamiento en las Entidades Financieras, ya que “recuerda” al Coeficiente de Solvencia (FFPP/ATM) (ya hemos comentado que en el Coeficiente de Solvencia se toman los Recursos Propios Computables y como denominador los Activos Totales pero Ponderados por Riesgo).

Por su importante valor, está claro que toda nueva regulación que afecte a este “multiplicador de apalancamiento”, parece que en la dirección de su disminución según el interés del regulador, acabará afectando a la rentabilidad económica-financiera ROE de las Entidades.

Es muy interesante el análisis del Ratio de Eficiencia ¹⁵ de las Entidades financieras y su correlación con el ratio de rentabilidad fundamental del ROE.

Un análisis más detallado puede llevarnos a una descomposición de la Eficiencia en las entidades bancarias (Maravall et al. (2009)). Sin embargo, dado que el Margen Ordinario ¹⁶ está compuesto, entre otros, por dos factores que dependen sustancialmente de la evolución del mercado como son los Beneficios por Operaciones Financieras y las Diferencias de Cambio, trabajaremos con el concepto del Margen Básico, que estará

¹⁵ Definimos genéricamente el Ratio de Eficiencia como el cociente entre los Gastos de Explotación y el Margen Ordinario, en definitiva el cost-to-income ratio (puede definirse un segundo Ratio de Eficiencia extrayendo los Gastos de Amortización del total de Gastos de Explotación).

¹⁶ Definimos el Margen Ordinario=Margen de Intermediación + Comisiones + Beneficios por Operaciones Financieras + Diferencias de Cambio, estos tres últimos conceptos en términos netos.

compuesto por la suma del Margen de Intermediación y las Comisiones netas. Dicho concepto de Margen Básico no figura como tal en la cuenta de resultados pública de las entidades de depósito pero resulta fácil deducirlo de la misma.

De este modo hablaremos del ratio de Eficiencia Recurrente, es decir, un ratio que exprese los gastos en que incurre una entidad, para obtener sus ingresos recurrentes derivados de su actividad bancaria ordinaria. Por ello a partir de ahora nos referiremos al concepto de Eficiencia Recurrente.

$$\text{Eficiencia recurrente} = \left(\frac{\text{Gastos de personal}}{\text{Margen Básico}} \right) + \left(\frac{\text{Resto de gastos de explotación}}{\text{Margen Básico}} \right)$$

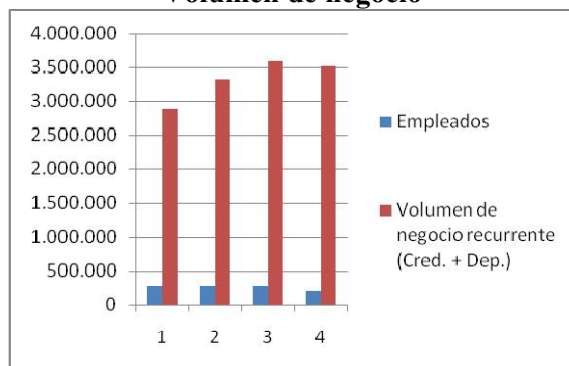
$$\frac{\text{Gastos de personal}}{\text{Margen Básico}} = \left(\frac{\text{Gastos de personal}}{\text{Empleado}} \right) \left(\frac{\text{Empleado}}{\text{Volumen de negocio}} \right) \left(\frac{\text{Volumen de negocio}}{\text{Margén Básico}} \right)$$

Por lo que indirectamente se estudiaría el concepto de Eficiencia bajo tres variables explicativas: Gastos unitarios por empleado, productividad por empleado y rentabilidad sobre volumen de negocio.

Tabla 2.23
Productividad por empleado

	2006	2007	2008	2009
Empleados/Volumen de negocio	9,12%	8,32%	7,73%	5,61%
Empleados	263.383	277.027	277.732	197.323
Volumen de negocio recurrente (Cred. + Dep.) (M €)	2.888.888	3.328.356	3.591.714	3.517.932

Figura 2.17
Volumen de negocio



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

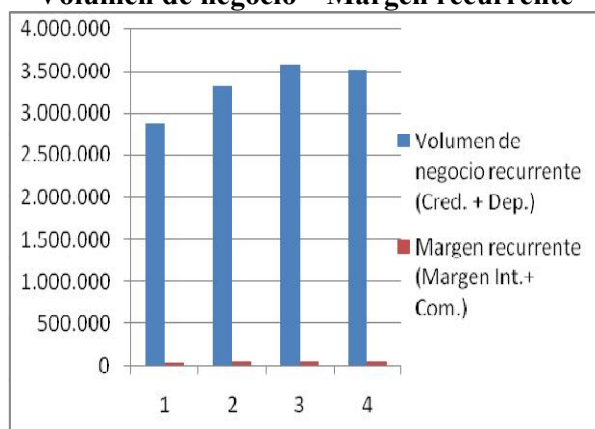
En relación con el otro multiplicador y con datos agregados para Entidades de Crédito.

Tabla 2.23
Rentabilidad sobre volumen de negocio
(Resultados Entidades de Crédito)

	2006	2007	2008	2009
Margen/Volumen de negocio	1,44%	1,45%	1,43%	1,66%
Volumen de negocio recurrente (Cred+Dep.) (M€)	2.888.888	3.328.356	3.591.714	3.517.932
Margen básico (Margen Int.+ Com.) (M€)	41.686	48.213	51.480	58.563

Fuente : Banco de España y elaboración propia

Figura 2.18
Volumen de negocio – Margen recurrente



Fuente : Banco de España y elaboración propia

Esta excelente evolución financiera de las Cajas de Ahorros se completa con su importantísima vertiente social articulada a través de su contribución a la Obra Social tal como puede verse en la Tabla 2.25 adjunta:

Tabla 2.24
Distribución del beneficio de las Cajas de Ahorro en España

	Reservas	Obra social	Otros fines	Reservas y otros	Obra Social	Variación
2001	2.558.422	936.837	1.998	73%	27%	5%
2002	2.689.823	984.790	2.710	73%	27%	6%
2003	2.725.021	1.039.680	2.315	72%	28%	15%
2004	2.953.465	1.197.081	2.254	71%	29%	1%
2005	3.692.544	1.379.733	2.962	73%	27%	15%
2006	5.418.186	1.692.900	3.235	76%	24%	23%
2007	9.033.914	1.952.229	2.281	82%	18%	15%
2008	4.173.158	1.604.625	15669	74%	26%	16%

Fuente: CECA (importe en miles de euros)

Vemos que las Cajas de Ahorros destinan en el entorno del 25 % de sus beneficios netos a la dotación de la Obra Social suponiendo cantidades realmente notables, tanto en un ejercicio individual como en cualquier periodo acumulado que se analice.

La finalidad de las actuaciones de la Obra Social es el apoyo a áreas que no están cubiertas por la iniciativa pública o privada, centrada en estratos económicos de rentas bajas, ancianos y minorías.

La Obra Social de las Cajas de Ahorros ¹⁷ es un agente relevante y singular en el contexto de la sociedad del bienestar en España, que ejerce un papel específico y muy activo, creando debates de opinión en la sociedad sobre cuestiones sociales y culturales, resolviendo necesidades sociales que de otro modo se quedarían sin cubrir, promoviendo valores de solidaridad entre las personas y los grupos de nuestra sociedad, participando en acciones de interés general.

La evolución de la dotación a la Obra Social es un tema muy relevante de análisis a futuro en función de las nuevas posibilidades que abre la reforma de las Cajas a través del Real Decreto-Ley 11/2010 y las diversas opciones que pueden seguir las Cajas tanto desde la vertiente jurídica como estratégica.

¹⁷ CECA (Confederación Española de Cajas de Ahorros) (www.ceca.es). Evaluación del Impacto de la Obra Social de las Cajas de Ahorros en el Tercer Sector Social.

2.2.- CONSECUENCIAS ESTRATEGICAS DE LA CRISIS FINANCIERA.

A continuación pasamos a analizar las consecuencias que ha tenido la crisis financiera en las estrategias de las entidades.

2.2.1.- Sector inmobiliario y cajas de ahorros

Para entender la situación de la economía española y el entorno en el que se han desarrollado las Cajas de Ahorros es necesario hacer un análisis de lo acontecido en el sector inmobiliario español.

El ciclo en el que la economía española se encuentra inmersa se debe entre otras causas al fuerte crecimiento del sector inmobiliario, siendo la promoción inmobiliaria y la construcción los dos principales motores de este desarrollo.

Desde el año 1998 hasta el 2006 se produjo un incremento de las viviendas libres iniciadas del 89%, lo cual implica un promedio anual de crecimiento del 11,68% según ASPRIMA (Asociación de Promotores Inmobiliarios de Madrid).

Asimismo, en el año 1998 el índice de precios de vivienda libre se situaba en 44,7 y en el 2006 pasó a estar en 115,2 según el INE, lo que implicó un incremento del 158% y una variación media anual del 11,89%, provocado principalmente por la capacidad de endeudamiento de las familias en un entorno de tipos excepcionalmente bajos.

Es importante resaltar también el fuerte aumento que se produjo en el número de promotoras inmobiliarias (pasando de 24.419 a 43.100 promotoras activas del año 2000 al año 2006), es decir, casi el doble en tan sólo 6 años. Asimismo, su volumen de facturación media pasó de 1,8 a 3,8 millones de euros durante el mismo periodo.

Las causas de este extraordinario crecimiento se deben principalmente a causas macroeconómicas, tales como una política de tipos de interés bajos, un entorno financiero estable con abundancia de liquidez y un sistema monetario y económico unificado a nivel europeo. Sin embargo, el continuo crecimiento que experimentaba el sector inmobiliario español comienza a verse afectado en el año 2007 y se paraliza en 2008 a raíz de la crisis financiera mundial, la cual conduce a la caída del mercado de la vivienda, tanto por las dificultades de adquirir financiación como por las subidas de tipos de interés.

El ajuste que se ha producido ha sido tan brusco debido a que tanto los precios como el nivel de producción eran relativamente altos, por lo que cuando comienza la crisis financiera y el flujo de crédito empieza a disminuir de forma general, aparecen los primeros problemas para el mercado de la vivienda. Debido al peso que tiene ésta sobre el sector de la construcción, las consecuencias se trasladaron a un ámbito global de la economía española, afectando tanto a la renta como al empleo.

Como consecuencia de la paralización de las actividades del sector inmobiliario, durante el periodo 2007 - 2009 se han perdido cerca de un millón de puestos de trabajo en el sector. Del mismo modo, se ha producido un aumento del parque de viviendas sin vender situándose en el año 2009 en 700.000 unidades según el Ministerio de Vivienda.

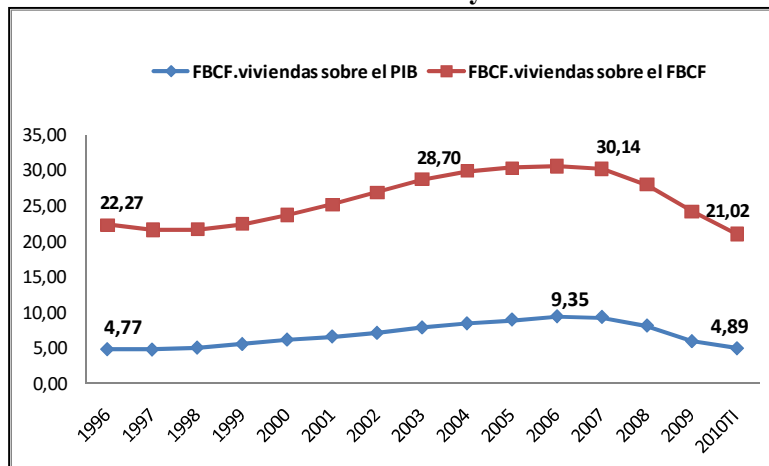
Formación bruta de capital fijo

El ciclo productivo del mercado inmobiliario es considerablemente largo, tanto por motivos administrativos como tecnológicos. Para llevar a cabo este proceso es necesario que se produzca la ordenación y urbanización de nuevas áreas y más adelante, una fuerte financiación para llevar a cabo la promoción y edificación física.

El proceso de transformación necesita alrededor de cuatro años, tiempo que se tarda en transformar el suelo urbanizable en una zona viable para la construcción de viviendas. El hecho de que este proceso sea tan largo y de que hayamos vivido un boom inmobiliario sin precedentes, ha desembocado en una situación actual donde existe una sobreoferta acumulada.

La construcción de nuevas viviendas ha respondido a varios factores, tales como la formación de nuevos hogares y demanda natural, al incremento de la inmigración, un abaratamiento y mejora de la red de transportes, una mayor accesibilidad al crédito y a cierto factor especulativo.

Figura 2.19
FBCF. Viviendas sobre el PIB y sobre FBCF total

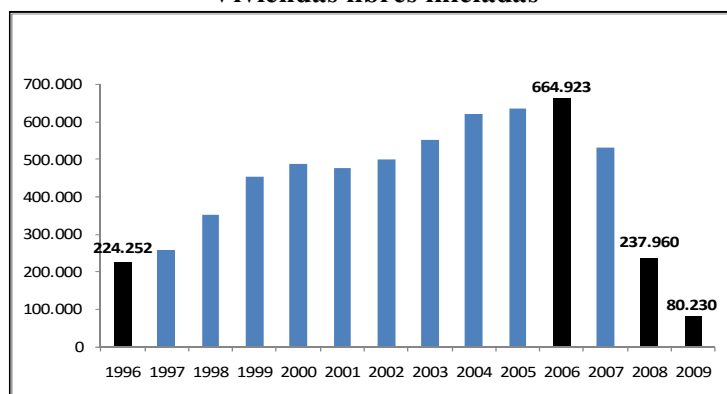


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Viviendas libres iniciadas y Transacciones inmobiliarias

Como podemos observar en el Figura adjunto, el sector de la vivienda experimentó un crecimiento constante después de la crisis de los años noventa, tanto es así, que en el año 2006 las viviendas libres iniciadas fueron 665.000. A este intenso periodo de expansión le siguió un drástico ajuste iniciado en 2007 a consecuencia de la crisis financiera internacional, situando en 238.000 las viviendas iniciadas en el 2008 y 80.230 en el año 2009. Es en este año cuando se reflejan valores muy inferiores a los presentados en el año 1996, donde las viviendas libres iniciadas fueron 224.252.

Figura 2.20
Viviendas libres iniciadas



Fuente: Ministerio de Vivienda

Una de las causas que motivaron el crecimiento de las viviendas iniciadas fue el incremento de la inmigración el cual supuso por un lado, un aumento de la oferta

productiva motivada por salarios de menor cuantía, es decir, costes de producción más baratos y por otro lado, un vuelco en la estructura demográfica de nuestro país, donde la demanda de viviendas se incrementaba año tras año.

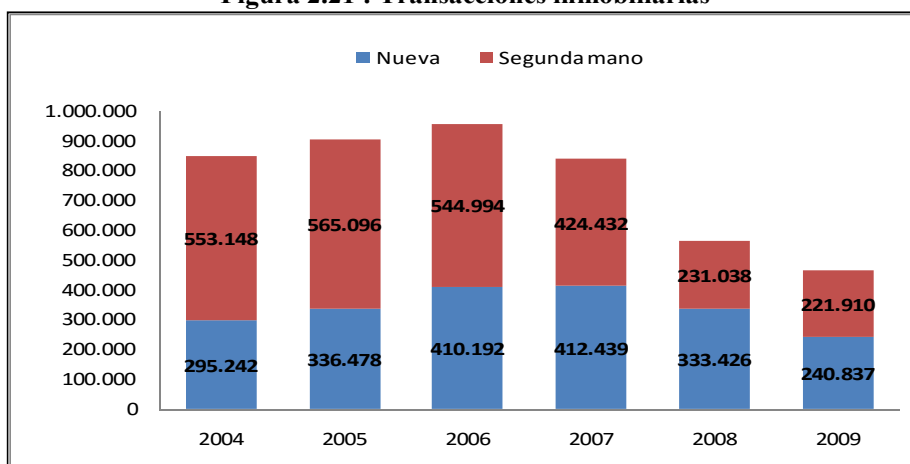
Concretamente, el periodo 1996 - 2006 fue el de mayor incremento de la demanda natural de vivienda, motivado por el ya citado aumento de la inmigración, el ahorro alternativo en bienes inmuebles y la bajada de tipos de interés, situando las transacciones de vivienda libre en el año 2006 en 900.000.

Asimismo, el crédito hipotecario concedido a familias para la adquisición de vivienda pasó de 100.000 a 600.000 millones de euros en el mismo periodo. El modelo de crecimiento experimentado durante dicho periodo dejaba la rehabilitación y el alquiler de viviendas a un segundo plano, dando paso a la construcción de nuevas viviendas.

En el año 2007, las transacciones de vivienda libre disminuyeron un 15% situándose en cifras inferiores a las del año 2004 como puede verse en el Figura adjunto. El ajuste en los años siguientes fue incluso mayor, reduciéndose en el año 2008 y 2009 el número de transacciones un 37% y 19% respectivamente.

Si comparamos el año 2006 con el 2009, vemos que se realizaron alrededor de 495.000 transacciones menos en este último, es decir, se produjo una disminución del 54,5%.

Figura 2.21 : Transacciones inmobiliarias



Fuente: Ministerio de Vivienda

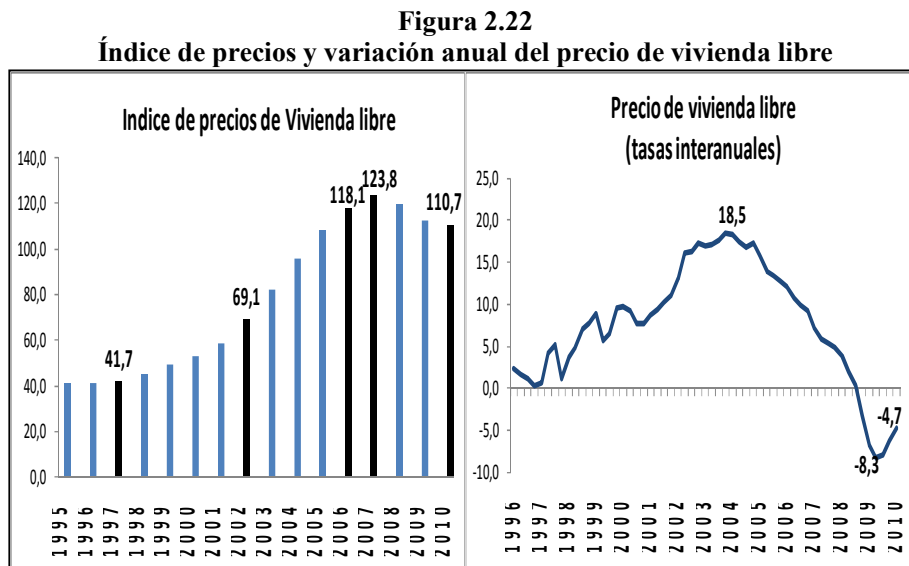
Por otro lado, si comparamos el número de transacciones de vivienda libre nueva y de segunda mano vemos que mientras estas últimas disminuyeron un 3,2% en 2006, un 24% en 2007 y un 46% en 2008 las primeras sólo disminuyeron un 3,4% en 2006 y

un 20% en 2008. El número de transacciones de vivienda libre nueva del año 2009 representa el 53% de las transacciones que se produjeron en el 2006 frente al 40% de las viviendas de segunda mano, lo que implica que del año 2006 al 2009 hubo una variación de un -47% y -60% respectivamente. Estos datos reflejan un mayor ajuste en las transacciones de vivienda libre de segunda mano que en las viviendas libres nuevas.

Precios de Vivienda

Al igual que se produjo un aumento de las transacciones inmobiliarias también se produjo un aumento de los precios de vivienda, motivado por un periodo de fuerte demanda, lo que llevó a un incremento en el precio de la vivienda de un 197% del año 1997 al año 2007 tal como podemos observar en el Figura 20 adjunto.

El precio de vivienda libre se multiplicó casi por cuatro desde 1990, si bien es cierto que fueron los municipios de mayor población y cercanos a la costa los que presentaron los mayores incrementos. La tasa de crecimiento de dichos precios durante el periodo 1990 - 2008 fue de un 8% anual, mientras que la variación del IPC fue de un 3,8%. Durante la época del boom inmobiliario (1997 - 2007) los precios de la vivienda crecieron a una tasa media anual del 10,5%.



Fuente: Ministerio de Vivienda

Tal incremento de precios, se debió en parte al aumento en el precio del suelo, que alcanzó tasas de variación medias anuales del 25,2%. La consecuencia de este

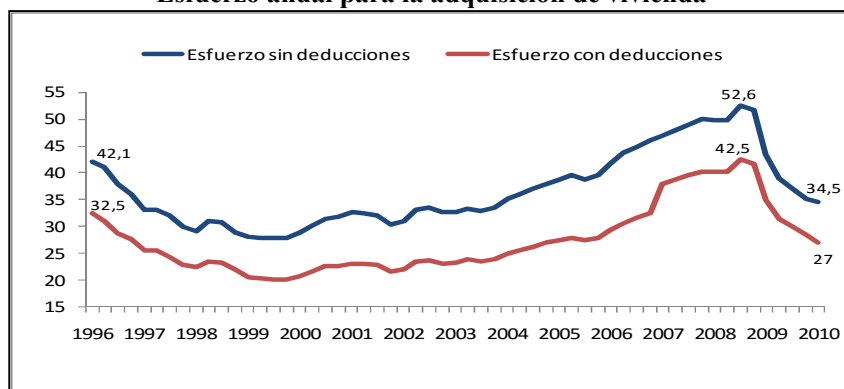
elevado ritmo de crecimiento ha hecho que en diez años el valor del suelo de uso residencial se haya multiplicado por 7,5.

El aumento en el precio de la vivienda durante el periodo 1997 - 2007 ha sido tal que para comprar una vivienda de 90 m² en España en el año 2007 había que destinar el salario medio neto de doce años, mientras que en 1998 era necesario dedicar sólo el salario medio neto de cinco años.

Esfuerzo anual de las familias

Durante el periodo 1995 - 2006 el esfuerzo de las familias españolas para la adquisición de vivienda se vio afectado de manera positiva por el descenso de los tipos de interés. Esta bajada que hubo en los tipos hipotecarios, redujo la carga financiera de los hogares a la vez que amplió los plazos de contratación, mejorando la accesibilidad al crédito según apunta la Asociación Hipotecaria Española.

Figura 2.23
Esfuerzo anual para la adquisición de vivienda



Fuente: Banco de España, Asociación Hipotecaria Española

Como podemos observar en el Figura 21 anterior, el esfuerzo anual para la adquisición de vivienda siguió una tendencia bajista hasta el año 1999. A partir de este año se produjo un cambio en dicha tendencia propiciado por el aumento en los precios de la vivienda y en consecuencia en el importe medio registrado por el préstamo hipotecario. Dado el considerable aumento del importe medio del préstamo hipotecario, sobre todo partir del año 2003, el indicador medio del esfuerzo para la adquisición de vivienda siguió una tendencia al alza hasta finales del año 2008 donde alcanzó su mayor nivel. En marzo de ese mismo año, se situó en un 56,6% en su versión bruta y en un 42,5% en su versión neta de impuestos (incorpora las deducciones en el IRPF por los pagos del préstamo hipotecario).

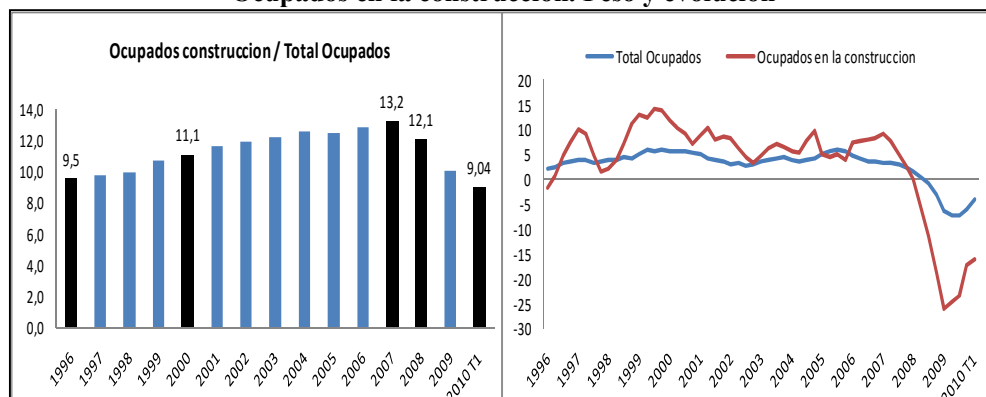
Desde septiembre de 2008 el indicador presenta una reducción de 18,1 puntos porcentuales en su versión bruta y de 15,5 puntos porcentuales en su versión neta (incorpora las deducciones en el IRPF por los pagos del préstamo hipotecario). En marzo de 2010 el indicador se ha situado en un 34,5% bruto y en un 27% neto, niveles similares a los registrados durante el periodo 2004 - 2003.

Por otro lado es importante señalar los cambios fiscales, dos en concreto, que se van a producir durante los años 2010 y 2011, que seguro tendrán consecuencias negativas en la accesibilidad a la vivienda. El primero de ellos es el incremento del IVA, que subió el 1 de julio pasado del 7% al 8% en las transacciones de nueva vivienda y el segundo, es el cambio en la deducción por compra de vivienda en el IRPF a partir del 1 de enero del 2011 para rentas inferiores a 24.000 euros, donde habrá una eliminación parcial de dichas deducciones que actualmente suponen un ahorro de entre un 13% y 14% del coste total a lo largo de la vida del préstamo.

Durante el periodo 1996 - 2006 la construcción ha sido el sector más dinámico de la economía española. El crecimiento de este sector se debe al fuerte ritmo de actividad en edificación y obra civil, haciendo que el valor añadido bruto (VAB) haya experimentado tasas de crecimiento anuales en torno al 15% durante dicho periodo. Mientras la variación intermedia anual del VAB se situó en un 12%, el PIB aumentaba de una forma menor, en torno al 7% en el citado periodo.

La fuerte relación entre el crecimiento de la construcción residencial y la oferta de viviendas nuevas desembocó en un aumento del número de ocupados, tanto en términos absolutos como relativos. El porcentaje de ocupados en la construcción sobre el total de ocupados pasó de un 9,5% en 1996 a un 13,2% en 2007.

Figura 2.24
Ocupados en la construcción. Peso y evolución



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Elaboración Propia

A partir del cuarto trimestre del 2007 es cuando empieza a registrarse una caída del empleo en la construcción y desde entonces se han destruido cerca de un millón de puestos de trabajo en el sector.

La evolución registrada del porcentaje de ocupados fue de 12,1% en 2008 (una reducción de 1,1 puntos porcentuales), situándose en niveles muy similares a los del año 2001. A finales de 2009 el peso de la tasa de paro de los ocupados de la construcción se situó en un 9,9% sobre el total, el cual ha seguido cayendo en el primer trimestre de 2010 hasta situarse en un 9,04% superando la barrera de un millón de parados. Es importante señalar el efecto que ha tenido el entorno económico durante los dos últimos en la tasa de paro del sector inmobiliario, siendo éste el más afectado presentando en el primer trimestre de 2010 una tasa del 26,6%, cifra que supera en más de 6 puntos porcentuales la tasa de paro total de la economía.

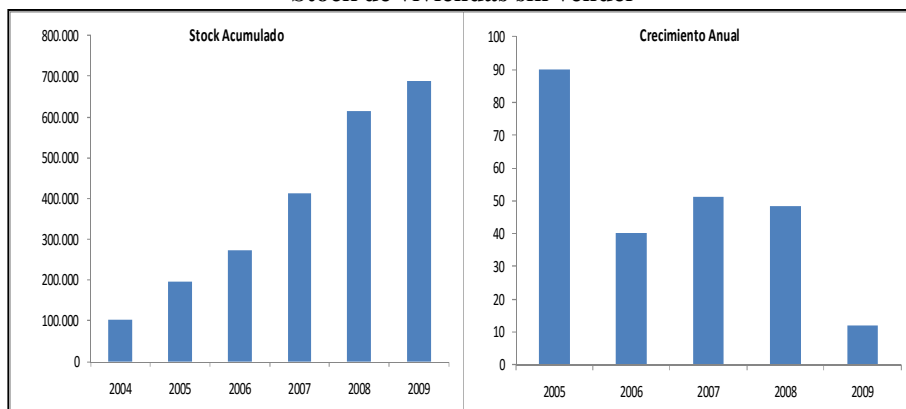
Stock de viviendas sin vender

El fuerte cambio experimentado por la demanda de vivienda combinado con una baja capacidad de respuesta de la oferta por tener ésta un ciclo productivo muy largo, ha propiciado que el parque de viviendas sin vender aumente considerablemente hasta situarse en torno a las 700.000 unidades a final del año 2009 según el Ministerio de Vivienda. Además de las viviendas nuevas sin vender, hay que sumar las más de 300.000 viviendas que se encuentran en construcción y que de momento no han sido prevendidas.

A pesar del gran número de viviendas sin vender registradas en el último año, el incremento experimentado por éstas fue tan sólo de un 12,1%, el cual, comparado con

años anteriores (90% en el 2006, 40,1% en 2007, 51,3% en 2008, y 48,3% en 2009) se ha desacelerado de manera muy acusada gracias al ajuste presentado por la oferta de vivienda y a la estabilización de la demanda.

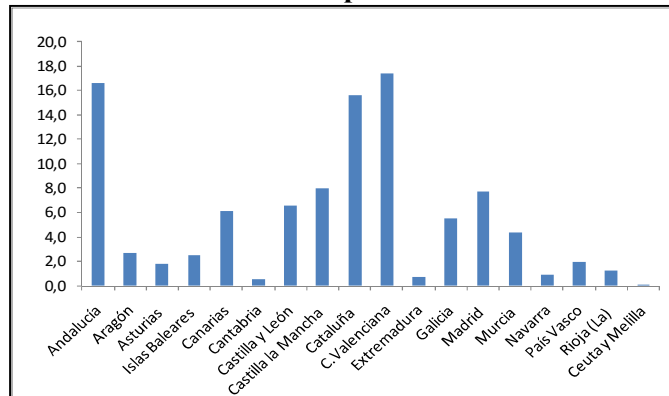
Figura 2.25
Stock de viviendas sin vender



Fuente: Ministerio de Vivienda

Como podemos ver en el Figura 2.25 adjunto se ha producido una desigual distribución geográfica del excedente inmobiliario. Por un lado Andalucía, Cataluña y Comunidad Valenciana presentan un stock de viviendas sin vender sobre el total existente en España de 114.147 unidades (16,6%), 107.240 (15,6%) y 110.798 (17,4%) cifra que en su totalidad representa el 50% del total. Por otro lado, comunidades como Cantabria, Extremadura y Navarra tan sólo tienen un stock de 3.919 (0,6%), 5.207(0,8%) y 6.389 (0,9%) respectivamente. Además Madrid y sus provincias limítrofes copan el 13,9%. Los datos anteriores reflejan los principales focos de obra nueva existentes en España, centrados en Madrid y sus provincias aledañas así como en las provincias costeras. Dentro de las provincias del litoral, es el arco mediterráneo el que presenta una mayor acumulación de stock.

Figura 2.26
Stock de viviendas sin vender por Comunidades Autónomas

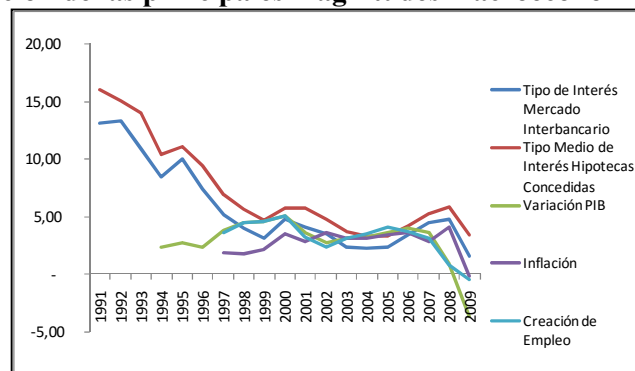


Fuente: Ministerio de Vivienda

¿Y quién ha financiado todo este boom de actividad inmobiliaria?

El fuerte crecimiento experimentado por el PIB de la economía española desde el año 1994 ha coincidido con unos tipos de interés en España cada vez menores desde el año 1990. Estos tipos de interés se han mantenido bajos de forma estable desde el año 2002, en el año 2005 incluso por debajo de la inflación, lo que ha llevado a una abundancia de crédito con tipos de interés reales negativos. Los tipos de interés han evolucionado a la baja en base a la política monetaria expansiva en ese periodo por parte del Banco Central Europeo. Es reseñable el crecimiento económico y la creación de empleo que se produjo en España durante el periodo 1996 – 2000 como resultado de las reformas fiscales, estructurales y de estabilidad presupuestaria que realizó el gobierno.

Figura 2.27
Evolución de las principales magnitudes macroeconómicas (%)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España

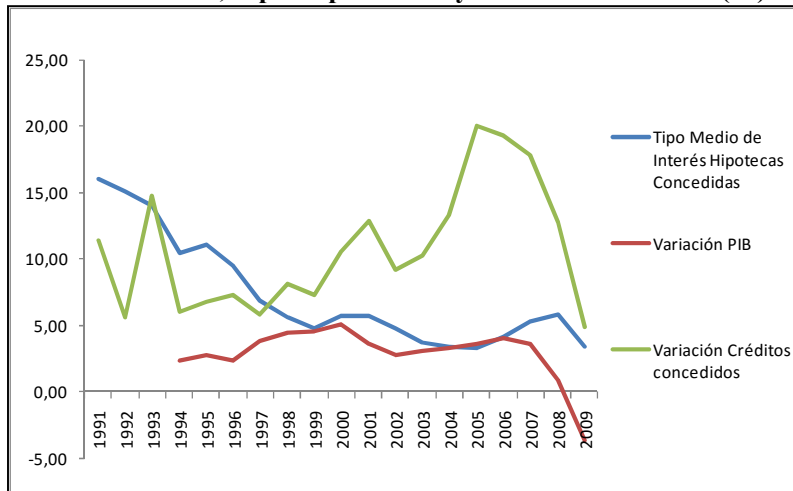
La media de los tipos de interés a los que las entidades de crédito españolas concedían las hipotecas disminuyó desde el año 1991 hasta el año 2007 un 67,31%.

Durante este periodo, las mayores caídas anuales de estos tipos se produjeron en el año 1994 por un total de 25,60%, más tarde en 1997, 1998 y 1999 con una caída de 26,89%, 18,23% y 16,40% respectivamente. No obstante, en el año 2000 se produce una subida de los tipos medios a los que los bancos concedían las hipotecas, presentado un crecimiento del 22% respecto al año anterior. De nuevo, es en el año 2002 y 2003 cuando vuelve a haber una caída de los tipos del 16,75% y 22,56% recuperándose ésta a partir del año 2006. Desde el año 2007 hemos presenciado unos tipos de interés bajos, situándose en el año 2009 el tipo de interés del mercado interbancario a un año en el 1,62% y el tipo medio de interés al que se han concedido las hipotecas en el 3,44%. Asimismo, desde el año 2007 hemos presenciado una contracción del crecimiento de la economía española, siendo la variación anual en el año 2009 de un -3,65%.

Como hemos comentado, la entrada de España en el euro afectó a los niveles de los tipos de interés. En 1996 los tipos a los que se concedían las hipotecas se encontraban en torno al 9%. Sin embargo en el año 1999, el año anterior de hacerse efectiva la conversión al euro, éstos se situaban alrededor del 4% y 5%.

Por otro lado, hay que mencionar el fuerte crecimiento que se produjo en la concesión de créditos. Mientras que el PIB presentaba una evolución más o menos constante desde 1994 y los tipos de interés disminuían, la concesión de créditos aumentaba por encima de ambos. Es a partir del año 2000, cuando este crecimiento comienza a ser continuo y mayor. La variación que se produjo en el total de créditos concedidos desde el año 1991 hasta el año 2009 fue del 582,15%.

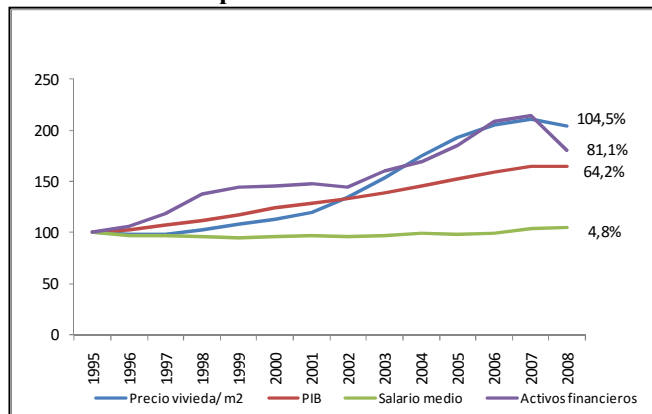
Figura 2.27
Evolución PIB, Tipos hipotecarios y Créditos concedidos (%)



Fuente: INE, Banco de España

En el Figura adjunto, podemos observar el crecimiento del precio por metro cuadrado de la vivienda y los salarios en relación al PIB con base 100 desde el año 1995. De este modo, podemos observar el crecimiento que se ha producido en el caso del precio de la vivienda, el cual ha variado (en euros constante) un 104,5%, mientras que el producto interior bruto lo ha hecho en un 64,2%. Es importante destacar que a pesar de que el precio de la vivienda y el PIB han presentado estos crecimientos, el del salario medio ha sido mucho menor, tan solo de un 4,8%. Durante el periodo 1995 a 2001, el PIB crecía por encima del precio de la vivienda. Sin embargo, es en el año 2002 cuando el crecimiento del precio de la vivienda supera al del PIB y comienza la fuerte subida, llegando a estar por encima en casi un 30% durante el año 2006 y 2007. Estas cifras, demuestran la fuerte variación que han sufrido las variables entre ellas.

Figura 2.29
Evolución presentada en euros constantes



Fuente: INE y Elaboración Propia

Tabla 2.25
Diferencial (%) del precio de la vivienda por m²
y el Salario medio respecto al PIB.

	Precio Vivienda	Salario medio
1996	-4,3	-4,7
1997	-7,5	-9,5
1998	-8,6	-14,6
1999	-8,5	-19,8
2000	-8,6	-22,9
2001	-7,0	-25,1
2002	0,5	-27,9
2003	10,1	-30,1
2004	20,4	-31,9
2005	26,9	-35,5
2006	29,3	-37,4
2007	27,9	-37,2
2008	24,6	-36,2

Fuente: INE, Elaboración Propia

Saldo de crédito con garantía hipotecaria

La tendencia a la baja de la actividad crediticia ha persistido desde el año 2008 debido principalmente al deterioro del ciclo económico. Éste ha supuesto una menor demanda de crédito por parte de empresas y particulares, en parte por el aumento del desempleo y la incertidumbre sobre la evolución de la economía española, y también, por el deterioro de la calidad crediticia de los clientes, el cual ha llevado a las entidades de crédito a incrementar las exigencias para su concesión.

Asimismo, los elevados precios del suelo y de las viviendas en España desde el año 2003 - 2004 podían poner en una difícil situación la capacidad de pago de las cuotas de las hipotecas de los compradores de viviendas ante una subida de los tipos de interés. A pesar de que las entidades de crédito comenzaron a endurecer la política de inversión crediticia tras el estallido de las crisis en el año 2007 (mediante el endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos préstamos por plazos y por tamaños) y a ser más exigentes con las garantías que se pedían, tanto para los compradores finales de viviendas y en menor medida a promotores inmobiliarios, la situación acaecida durante los dos últimos años ha desembocado en unas altas tasas de impago por parte de la clientela.

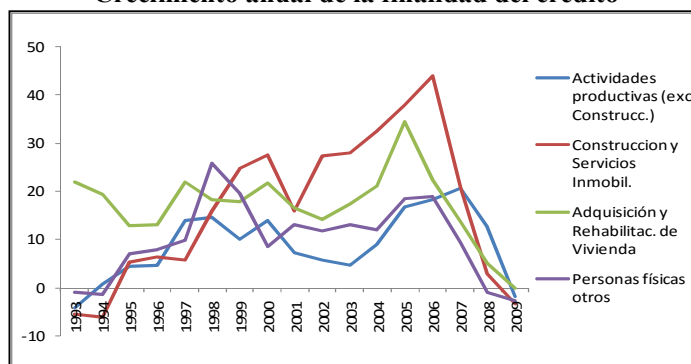
Si detallamos el crédito concedido por las entidades de crédito españolas en función de la finalidad del mismo, podemos observar que la actividad crediticia al sector

privado residente en España ha intensificado su tendencia descendente durante los últimos tres años. Esta contracción del crédito, no sólo ha afectado a los consumidores. Las empresas, especialmente las vinculadas a los ciclos económicos, en este caso el sector inmobiliario, han visto reducir la financiación durante los últimos años, lo que ha impedido desarrollar nuevos proyectos, y con ello, la obtención de flujos de efectivo con los que poder hacer frentes a las deudas contraídas.

Es importante destacar la contracción que se produce en los sectores de la construcción y servicios inmobiliarios, donde el crédito concedido ha ido disminuyendo paulatinamente, presentando incrementos interanuales cercanos al 44% en el año 2006 y siendo cada vez menores hasta llegar a una contracción de la inversión crediticia del 3,43% en el año 2009.

El resto de actividades también se han visto afectadas por la contracción de las concesiones de crédito. Aquellas destinadas a la adquisición y rehabilitación de vivienda han presentado una desaceleración en el año 2006 del 22% hasta llegar a una variación negativa del 0,2% durante el último año. En el caso del resto de créditos a personas físicas y actividades productivas, estas contracciones del crédito han sido del 2,6% y 1,8% respectivamente.

Figura 2.30
Crecimiento anual de la finalidad del crédito

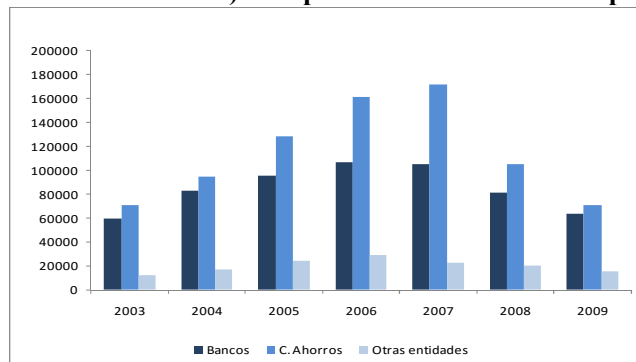


Fuente: Banco de España

Del mismo modo, la evolución positiva del número de créditos hipotecarios constituidos hasta el año 2007, se vio afectada negativamente en el año 2008 por el estallido de la crisis, la falta de liquidez en el mercado interbancario y una reducción de la demanda de crédito, mostrando una disminución del número de hipotecas constituidas del 21% para los Bancos y del 32,6% para las Cajas de ahorro. Éstas,

suponen más del 50% del total de préstamos y créditos concedidos a empresas y particulares en España.

Figura 2.31
Importe (en millones de euros) de hipotecas constituidas en España



Fuente: INE

El importe medio de las hipotecas durante el año 2009 representó un total de 49.817,67 millones de euros lo que supone una caída del importe de las hipotecas constituidas del 27,46% y del 50,13% si lo comparamos con los datos del año 2007. Por entidades, las Cajas de Ahorro volvieron a ser un año más las que tuvieron una mayor caída en el importe de las hipotecas concedidas siendo ésta del 39% frente a un 23% que tuvieron los bancos.

Las caídas que han presentado los bancos y cajas de ahorro españolas, se deben a que no sólo se ha reducido el número de hipotecas concedidas, sino que también el precio del mercado de la vivienda ha disminuido desde el año 2007, cuando alcanzó niveles muy altos.

A pesar de que las empresas y familias han intentado realizar compras de viviendas a precios menores, los créditos concedidos han disminuido. La razón, como hemos comentado anteriormente, se debe al endurecimiento por parte de las entidades de crédito de los criterios de aprobación de nuevos préstamos por plazos y por tamaños, que consideran que no ofrecen garantías suficientes.

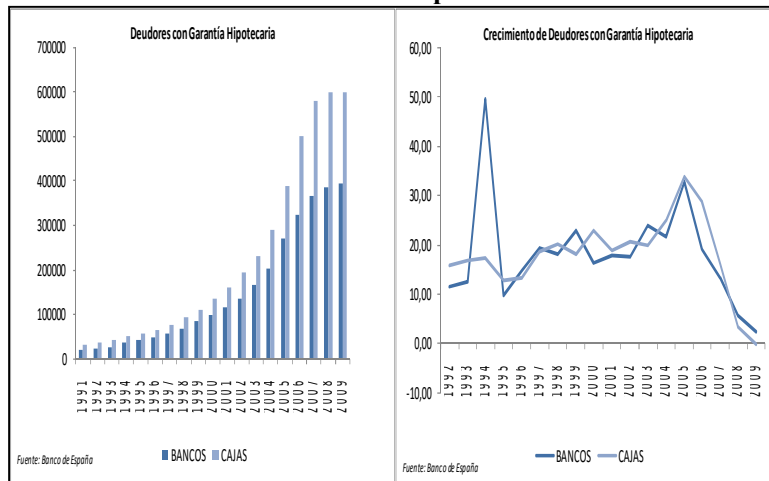
Esta situación ha llevado a la banca española a retomar políticas tradicionales de inversión crediticia, en las que se exige un pago inicial a los compradores de entre el 20% y el 30% del precio del activo inmueble sujeto a la compra. Asimismo, esta parte no financiada debe presentarse junto con algún tipo de aval con garantía suficiente y el

resto del importe debe financiarse de acuerdo a tasaciones en las que se tienen en cuenta la evolución que presentan los precios del mercado.

Una de las principales razones que han derivado en la situación actual es precisamente la consideración del suelo y viviendas como el mejor de los activos del balance, considerando ambos activos como garantía suficiente para respaldar los altos importes de los créditos hipotecarios. Esta confianza en el valor de estas garantías, tanto por parte de las entidades de crédito como por parte de empresas, especialmente aquellas del sector de la construcción, ha hecho pensar durante años a algunos bancos y cajas de ahorro que los altos precios de la vivienda no tendrían un desplome brusco, sino una deceleración paulatina y suave de la subida de precios hasta igualarse con el IPC. Por ello, el sector de la construcción y aquellos relacionados con él, han sido durante los últimos años uno de los negocios más atractivos para los inversores. Se han seguido financiando operaciones corporativas de compra de unas empresas constructoras y promotoras inmobiliarias por otras, sin prestar especial importancia a su liquidez y confiando en el potencial desarrollo sin límite del sector, sin llegar a pensar que las ventas de suelo y viviendas pudieran paralizarse masivamente y de una forma tan brusca.

En los siguientes Figuras podemos observar la evolución que han presentado las entidades de crédito en relación a los créditos concedidos con garantía hipotecaria. Es destacable el hecho de que tras incrementos anuales constantes de dichos créditos, aunque cada vez menores, en el año 2008 este incremento se reduce de manera significativa y es en el año 2009, cuando la concesión de créditos con garantía hipotecaria se paraliza drásticamente.

Figura 2.32
Importe en millones de euros y Crecimiento de deudores (%)
con Garantía hipotecaria



Fuente: Banco de España

Los bancos y cajas de ahorro en España han pasado de conceder de media en el año 2004 créditos con garantía hipotecaria por valor de 247.015 millones de euros a 497.264 millones de euros en el año 2009, es decir, alrededor del doble en tan sólo cinco años.

En definitiva una fuerte exposición al sector inmobiliario

Tradicionalmente, las Cajas de Ahorros han sido las principales protagonistas en la concesión de préstamos a los hogares. Esto todavía se puede ver en su fuerte concentración hipotecaria (el 40% de su cartera de préstamos totales está compuesto por hipotecas, frente al 30% de los bancos) que junto con sus esfuerzos de expansión en la última década ha propiciado una exposición relativamente alta a los préstamos a promotores.

En los años del boom inmobiliario en España, los préstamos a los promotores inmobiliarios se utilizaron como una forma de acceder a los clientes minoristas a través de la subrogación del préstamo del promotor a la persona física mediante la correspondiente hipoteca de la vivienda.

Esta estrategia requiere en la mayoría de los casos, la apertura de sucursales en los nuevos emplazamientos con el fin de estar cerca de los clientes y ser capaz de comercializar ventas cruzadas de otros productos.

En diciembre de 2009, las cajas de ahorro tenían 175.000 millones de euros en préstamos promotores frente a 132.000 millones de los bancos, lo que implica una cuota de mercado del 57% frente a un 43% de los bancos.

En los cuadros adjuntos, se muestran los préstamos concedidos y la composición de la cartera de préstamos de bancos y cajas ahorro excluyendo aquellos concedidos al sector público.

Tabla 2.26
Préstamos por institución, diciembre de 2009 (M€)

	Cajas de Ahorro	Bancos	Total Sector
Prestamos a empresas	432.760	482.053	991.326
Construccion	67.639	52.308	130.435
Promotores Inmobiliarios	175.520	132.235	323.306
Otros prestamos	189.601	297.510	537.585
Prestamos a particulares	433.919	302.098	813.930
Hipotecas	340.520	231.336	610.647
Vivienda (otros)	21.605	8.542	43.255
Financiacion al consumo	12.262	27.309	49.228
Financiacion al consumo (otros)	59.532	34.911	110.800
Otros prestamos no clasificados	14.951	14.201	31.778
Total	881.630	798.352	1.837.034

Fuente: Banco de España y elaboración propia

Tabla 2.27
Composición de la cartera de préstamos (%), diciembre de 2009

	Cajas de Ahorro	Bancos	Total Sector
Prestamos a empresas	49	60	54
Construccion	8	7	7
Promotores Inmobiliarios	20	17	18
Otros prestamos	22	37	29
Prestamos a particulares	49	38	44
Hipotecas	39	29	33
Vivienda (otros)	2	1	2
Financiacion al consumo	1	3	3
Financiacion al consumo (otros)	7	4	6
Otros prestamos no clasificados	2	2	2
Total	100	100	100

Fuente: Banco de España y elaboración propia

Uno de los aspectos más importante de las entidades financieras españolas es también la calidad de los activos que poseen en balance. En el cuadro adjunto se puede ver en detalle las diferentes tasas de morosidad por sectores, tales como construcción, promotores, hipotecas, vivienda, etc.

Tabla 2.28
Tasas de morosidad por sectores 2009

%	Cajas de Ahorro	Bancos	Total Sector
Préstamos a empresas	6,8	5,9	6,2
Construcción	9,0	7,8	8,5
Promotores Inmobiliarios	9,7	10,6	10,1
Otros préstamos	3,4	3,4	3,4
Préstamos a particulares	3,3	3,7	3,7
Hipotecas	3,1	2,4	2,8
Vivienda (otros)	3,0	4,3	3,7
Financiación al consumo	4,4	8,2	7,6
Financiación al consumo (otros)	4,1	8,9	6,6
Otros préstamos no clasificados	5,9	3,5	4,7
Tasa de morosidad total	5,1	5,0	5,1

Fuente: Banco de España

Se observa el fuerte crecimiento del ratio de morosidad en los últimos dos años así como las dotaciones o provisiones dedicadas y el fuerte descenso de la cobertura de dichos créditos morosos con las dotaciones constituidas a través del Índice de Cobertura.

Tabla 2.29
Evolución de la calidad de los activos de las Cajas de Ahorro (en %)

%	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Prestamos morosos / Total prestamos	0,7	0,7	0,6	0,9	3,8	5,1
Provisiones pérdidas préstamos / Total préstamos	2,1	1,7	1,7	1,8	2,2	2,7
Indice de cobertura de morosidad	353	259	277	211	60	56

Fuente: Banco de España

2.2.2 Consecuencias de la crisis en el sector

Tras esta fortísima actividad crediticia y como consecuencia de la crisis financiera y económica que se desencadena a nivel global a partir del 2007, se produce un altísimo incremento de los impagos y con ello de los denominados créditos dudosos.

Se puede considerar que un activo es dudoso por razón de la morosidad del cliente cuando concurren razones que hagan pensar que existe riesgo de no recibir la totalidad de los flujos de efectivo pactados en las condiciones del crédito concedido. De

este modo, el crédito será dudoso cuando el principal, intereses o gastos acordados de forma contractual haya vencido hace más de 3 meses y no haya sido dado de baja aún del balance.

Por otro lado, también se considerarían dudosos aquellos créditos cuando los saldos clasificados como dudosos por razón de su morosidad sean superiores al 25% de los importes pendientes de cobro.

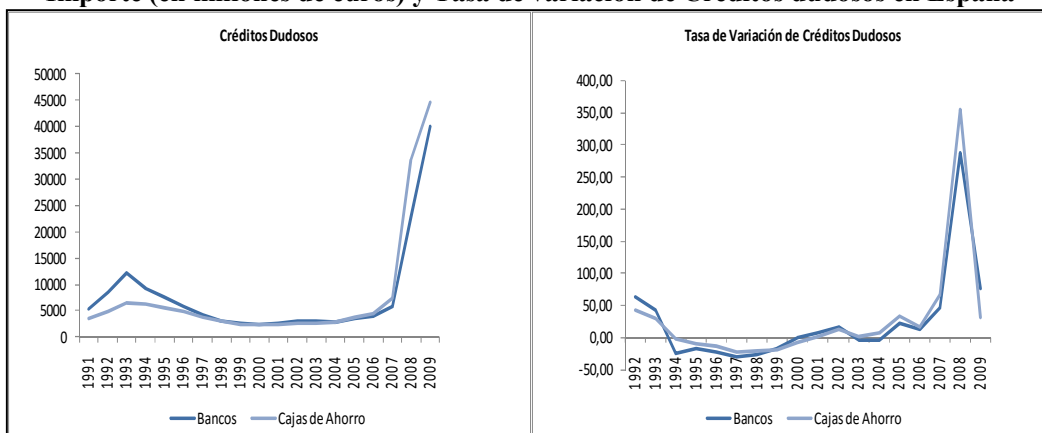
Si analizamos la evolución que han tenido los créditos dudosos en los últimos años, podemos observar cómo ha ido incrementándose de forma estable y su número se ha disparado en el año 2007. En el año 2006, el importe de créditos dudosos de la banca española ascendía a 4.009 millones de euros, los cuales pasaron a representar 5.866 millones de euros en 2007. Durante el 2008, esta cifra supuso un incremento de 16.876 millones de euros respecto al año anterior llegando a alcanzar un total de 22.742 millones de euros.

En términos relativos, este aumento supone una variación interanual del 46,32% en el año 2007 y un 287,70% para el año 2008, volviendo a producirse en el año 2009 un incremento de los créditos dudosos menor que en el año anterior, siendo éste del 76,11%

En lo que se refiere a las Cajas de Ahorros, las cuantías fueron mayores que las de los Bancos, y de este modo sus variaciones también. Así, en el año 2006, los créditos dudosos a los que hacían frente las Cajas españolas suponían un total de 4.434 millones de euros, pasando a ser de 7.410 millones de euros en el año 2007. Es en el periodo del año de 2008 cuando se produce un incremento de 26.244 millones de euros en los créditos dudosos de las Cajas de Ahorro, llegando a alcanzar 33.654 millones de euros en dicho año y 44.534 millones de euros en el 2009.

Las variaciones que se produjeron en los créditos dudosos de las Cajas fueron mucho mayores que las acaecidas en los Bancos. En el año 2007, la variación supuso un incremento interanual del 67,12% disparándose hasta el 354,17% en el año 2008 para volver a niveles del 32,33% en el 2009.

Figura 2.33
Importe (en millones de euros) y Tasa de variación de Créditos dudosos en España



Fuente: Banco de España

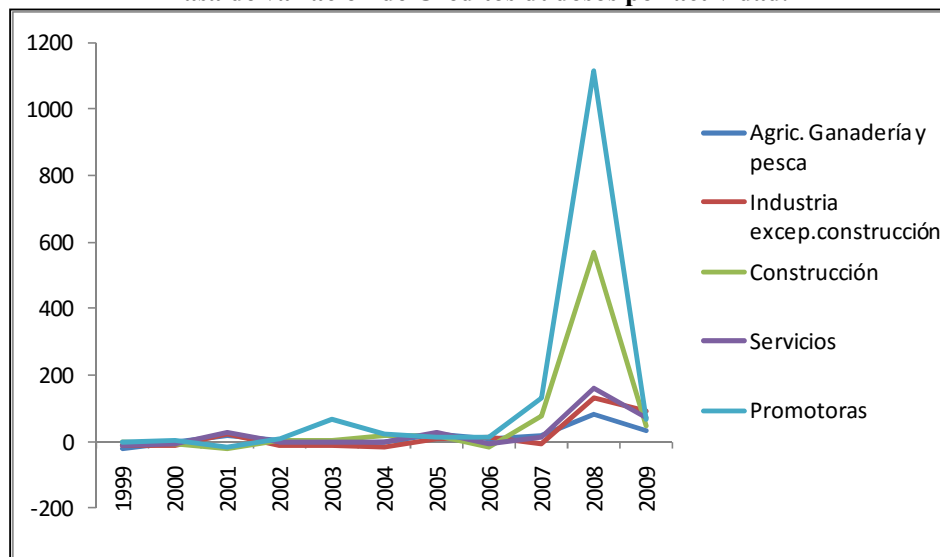
Es importante destacar que este repunte que se ha producido de los créditos dudosos se debe principalmente al aumento de la tasa de paro en el caso de los créditos concedidos a particulares, y a la alta exposición al sector inmobiliario que tienen las entidades de crédito. Por un lado, el aumento del paro ha provocado que un gran número de particulares no hayan podido hacer frente al pago de sus deudas en parte debido a los altos precios de la vivienda y al alto porcentaje que destinaban de sus ingresos al pago de la cuota hipotecaria. Por otro lado, el gran número de empresas del sector inmobiliario y de la construcción que han presentado concurso de acreedores desde el año 2006, ha provocado una cadena de impagos arrastrando con ellas a una multitud de pequeñas empresas subcontratadas.

La tasa de variación con la que se ha ido produciendo el aumento de estos créditos ha ido ralentizando su crecimiento durante el año 2009. Esto se debe principalmente a la contracción del crédito por parte de bancos y cajas de ahorro, a que el importe de las hipotecas constituidas ha disminuido durante los últimos tres años por la bajada de precios de la vivienda y por último como consecuencia de las refinanciaciones que se están llevando a cabo para hacer frente a la morosidad a corto plazo.

En el Figura 32 adjunto, podemos observar el crecimiento interanual de los créditos dudosos en función de la actividad a la que se destinan. De este modo, se observa el crecimiento que se produce en los créditos destinados a actividades inmobiliarias, es decir a promotores inmobiliarios, y a construcción. En el primer caso, los créditos dudosos llegaron a incrementarse un 1.114,26% en el año 2008, es decir,

casi doce veces la cifra que suponía el año anterior, pasando de 1.599 millones de euros en el año 2007 a 19.416 millones de euros en 2008. En el segundo caso, los créditos concedidos al sector de la construcción también fueron el principal responsable del incremento de la morosidad durante estos tres últimos años. Así, éstos experimentaron un crecimiento del 571,56% en el año 2008, llegando a alcanzar una cifra de 7.461 millones de euros.

Figura 2.34
Tasa de variación de Créditos dudosos por actividad.



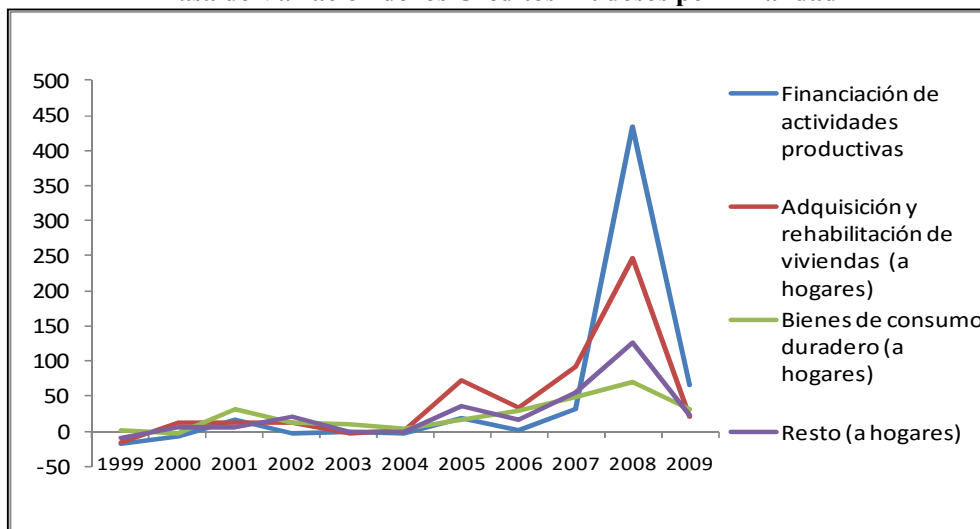
Fuente: Banco de España

Como consecuencia de la alta exposición que tienen las entidades de crédito al sector inmobiliario, parte de este incremento de los créditos dudosos se debe a problemas de solvencia de empresas relacionadas con dicho sector. Esto se debe al menor volumen de refinanciaciones que se han producido, motivadas por la contracción del crédito, y también por la incapacidad de aumentar las ventas de viviendas o de suelo para poder repagar la deuda una vez llegado el plazo de refinanciación.

Es la imposibilidad de refinanciación la que ha llevado a muchas empresas a la situación de concurso de acreedores. Esta situación, unida a la pérdida de valor de sus activos en los que los precios de mercado son muy inferiores a los precios a los que se realizó la compra, afecta de manera directa al sector financiero que haya financiado al sector de la construcción. Ante el impago de dichas deudas, las entidades de crédito españolas han ido acumulando un stock de dichos activos, utilizados en su día como garantía para el crédito que se estima en el entorno de los 60.000 millones de euros.

En el Figura 33 adjunto podemos observar el incremento que han tenido los créditos dudosos en función de la finalidad del mismo. La financiación de actividades productivas, mencionadas en el Figura anterior, representa la mayor variación. Sin embargo, es importante destacar la financiación destinada a hogares, en concreto, aquella destina a la adquisición y rehabilitación de viviendas, en la que se ha producido un incremento de los créditos dudosos del 246% en el año 2008.

Figura 2.35
Tasa de Variación de los Créditos Dudosos por Finalidad



Fuente: Banco de España

A pesar del aumento de los créditos dudosos que se ha producido desde el año 2004, podemos observar que el ritmo de crecimiento de los créditos dudosos se está reduciendo paulatinamente desde el año 2009. Sin embargo, esta disminución de los créditos dudosos, se debe más a una menor demanda del crédito que a una mejor capacidad de pago de los deudores.

Tasa de morosidad

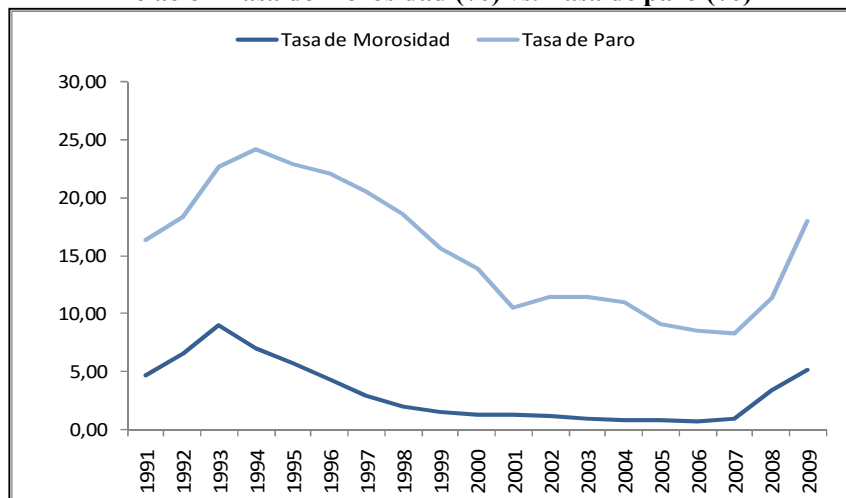
De acuerdo con el Banco de España, podemos definir la probabilidad de impago como el cociente entre el número de créditos que se encuentran en situación de dudoso cobro y el número total de créditos registrados.

Durante los primeros siete años del 2000, la tasa de morosidad de Bancos y Cajas de ahorros del territorio nacional se caracterizó por presentar unas tasas de morosidad estables por debajo del 1%.

Como ya hemos comentado anteriormente, el entorno económico que ha prevalecido desde el año 2007 ha provocado un aumento significativo de la tasa de morosidad. Asimismo, el aumento del paro y los altos precios de la vivienda, también ha contribuido al incremento de la tasa de impago.

En el siguiente Figura 34, podemos observar la relación que guarda la tasa de paro con la de morosidad. Como podemos ver, existe una fuerte correlación positiva entre ellas (coeficiente de correlación = 0,82), es decir, variaciones en la tasa de paro, influyen de forma directa en la tasa de morosidad. Ambas se mantuvieron en niveles estables desde el año 2000, pero sin embargo, una vez que el paro comienza a aumentar en el año 2007, lo hace del mismo modo la tasa de morosidad. Este hecho se debe a la incapacidad de hacer frente, por parte de empresas y familias, a los pagos derivados de las líneas de crédito hipotecario que mantienen.

Figura 2.36
Relación Tasa de morosidad (%) vs. Tasa de paro (%)

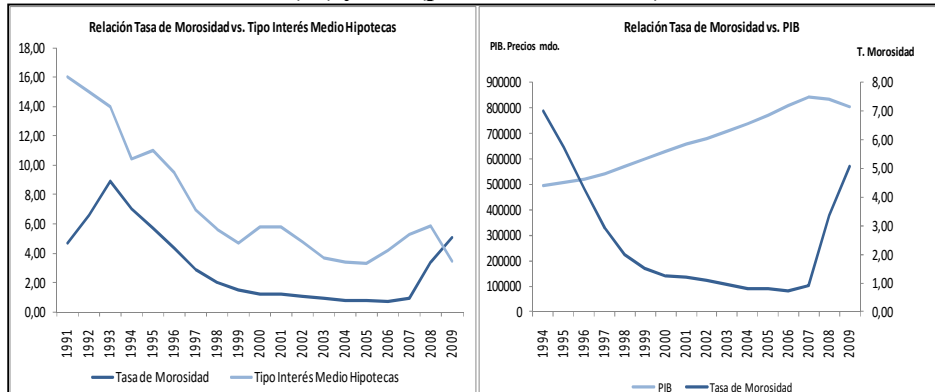


Fuente: Banco de España

Por otro lado, la subida desde el año 2005 del tipo medio al que los Bancos y Cajas de Ahorros españolas concedieron las hipotecas, ha dificultado también el poder hacer frente a los pagos. La confianza de muchos clientes en el momento de contratación de hipotecas años atrás, los cuales no previeron la posibilidad de subidas de tipos, hicieron que muchos se endeudaran por encima de sus capacidades o contrataran cuotas muy ajustadas en relación a sus salarios percibidos. Muchos de ellos, vieron cómo la subida de los tipos de interés se llevaba la mayor parte de los ingresos que obtenían, endureciendo las condiciones de endeudamiento. No obstante, el descenso

que se ha producido en los tipos de interés ha permitido contener en parte el crecimiento de las hipotecas morosas.

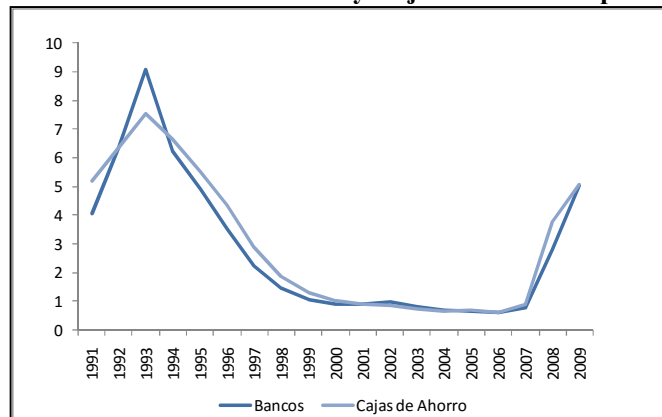
Figura 2.37: Comparación Tasa de morosidad (%) con Tipo de interés medio hipotecario (%) y PIB (precios de mercado)



Fuente: Banco de España

Si analizamos la tasa de morosidad de las entidades de crédito, ésta presentaba niveles en el 2006 de 0,61% para los Bancos y 0,63% para las Cajas de Ahorros. Esto significa que han visto aumentado su valor en ocho veces desde entonces hasta final del 2009 en el que los bancos y cajas de ahorro cerraban con tasas de morosidad del 5,02% y 5,05% respectivamente.

**Figura 2.38
 Tasa de morosidad de Bancos y Cajas de Ahorro españolas**

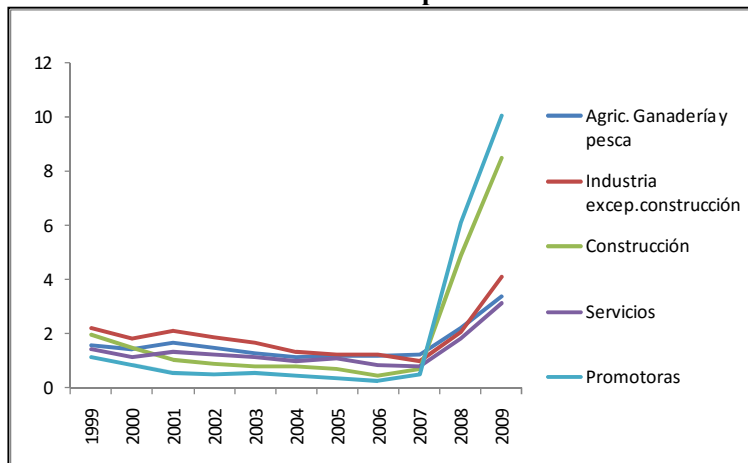


Fuente: Banco de España

Analizando la situación desde el punto de vista de la actividad a la que se destinan los créditos, vuelven a ser aquellos destinados a actividades inmobiliarias y de la construcción los que han presentado mayores ratios desde el año 2008. En el año anterior, la tasa de morosidad de créditos destinados a actividades inmobiliarias suponía un total de 0,53%, pasando a ser un total del 6,11% en 2008, y del 10,06% en el

siguiente año. En el caso de aquellos créditos destinados a construcción, la variación se produjo desde niveles de 0,72% en el 2007 hasta presentar una tasa de 4,91% en 2008 y 8,49% en el año 2009.

Figura 2.39
Tasa de morosidad por actividad



Fuente: Banco de España

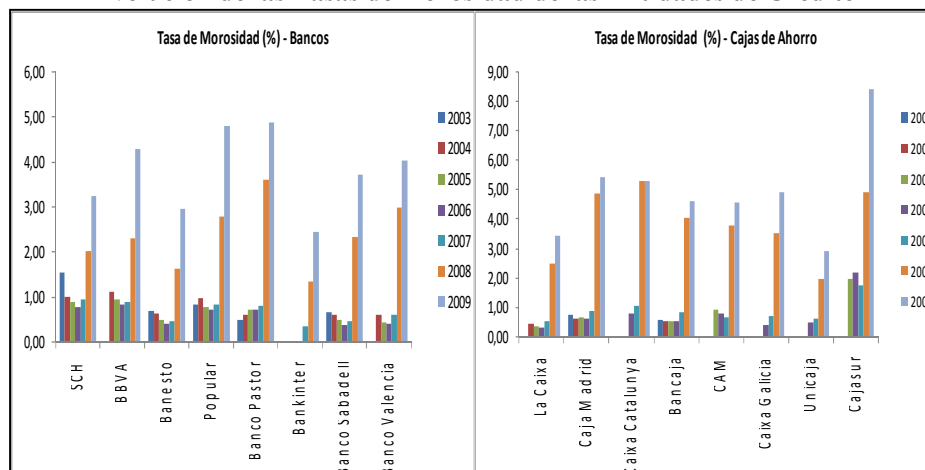
Todas las empresas han sufrido el grueso del ajuste del crédito, especialmente las constructoras y promotoras, encontrándose con la falta de renovación de sus líneas de crédito o la ampliación de los préstamos y créditos ya acordados de antemano. Este ajuste, unido al hecho de la reducción de las ventas de viviendas y suelo, les ha llevado a abandonar proyectos por falta de liquidez, a retrasar pagos e incluso a declararse en concurso de acreedores, cuyo temprano exponente fue el caso de Martinsa Fadesa.

En el Figura siguiente mostramos las principales entidades de crédito españolas que hemos escogido como muestra para analizar la situación del sector, comparando la evolución que han presentado sus tasas de morosidad desde el año 2003.

Podemos observar cómo en general las Cajas de Ahorros han presentado una morosidad mayor que la de los Bancos. Desde el año 2003 hasta el año 2007, las tasas de morosidad que presentaban ambos tipos de entidades se encontraban entre el 0% y 1%. Es en el año 2008 cuando estas tasas pasan a presentar niveles comprendidos entre el 2% y el 4%, a excepción de algunas cajas de ahorro como Caja Madrid, Bancaja y Cajasur, cuya tasa de morosidad fue superior al 4%.

Es más relevante aún el caso de Caixa Catalunya, la cual presentó un ratio del 5,28%. En el caso de los bancos, la entidad que presentó el ratio más alto fue Banco Pastor, con un 3,60%.

Figura 2.40
Evolución de las Tasas de morosidad de las Entidades de Crédito



Fuente: Informe Anual de Entidades

Durante el año 2009 la situación fue incluso más alarmante debido a que la mayoría de las entidades comenzaron a presentar tasas de morosidad por encima del 4%. Durante este año, los niveles de Cajasur se situaron en un 8,40%, seguido de Caja Madrid con un 5,43% y Caixa Catalunya con un 5,30%

Como hemos comentado anteriormente, las entidades que más se han visto afectadas por las tasas de morosidad han sido aquellas más expuestas al sector inmobiliario, que se han encontrado con un exceso de activos inmobiliarios de dudoso cobro en sus balances y también, como resultado de la ejecución de hipotecas u operaciones de dación en pago, con un stock de activos inmobiliarios cuyo valor actual en el mercado puede ser muy inferior al que tenían en el momento de la operación crediticia..

Entre las dieciséis entidades estudiadas, aquellas que presentan los mejores y peores ratios de morosidad en el año 2009 son:

Tabla 2.30
Mejores y peores ratios de morosidad de las
Entidades de Crédito en 2009 (%)

Mejores		Peores	
Bankinter	2,46	Cajasur	8,40
Unicaja	2,90	Caja Madrid	5,43
Banesto	2,97	Caixa Catalunya	5,30
SCH	3,24	Caixa Galicia	4,90
La Caixa	3,42	Banco Pastor	4,88
Banco Sabadell	3,73	Popular	4,81

Fuente: Informes Anuales de Entidades y elaboración propia

Las cifras de morosidad que han presentado las entidades en el año 2009 no se alcanzaban desde hace trece años, en la anterior crisis que se produjo a finales de los años 80. Este hecho ha requerido un fuerte aumento de las Provisiones. Consecuencia de este fuerte aumento de la morosidad y de las dotaciones requeridas junto con los problemas de liquidez que han afectado al sector financiero de forma global, originó en marzo de 2009 la intervención de Caja Castilla la Mancha. Así mismo, en mayo de 2010, se repite la situación por la que el Banco de España tiene que volver a intervenir una Caja de Ahorros, en este caso, la cordobesa Cajasur.

Evolución de las provisiones por morosidad

El tratamiento de las provisiones en España, está regulado por el Banco de España, el cual establece unas normas en relación a las provisiones específicas de forma pública y transparente.¹⁸

A diferencia de otros países en los que las provisiones dotadas dependen del criterio escogido por los gestores de cada banco y respaldado por el auditor, el Banco de España establece unos niveles de provisión mínimos basados en características objetivas, como pueden ser el periodo de mora o las características del préstamo en sí. De este modo, las entidades de crédito pueden seguir dicha metodología para realizar el cálculo de los importes necesarios para la estimación del deterioro por riesgo de crédito de sus activos.

Como veremos en el Capítulo 4 de esta Memoria, dicha normativa anterior ha sido simplificada por la nueva Circular del Banco de España nº 3/2010 de 29 de junio que modifica dos aspectos sustanciales: los calendarios de provisiones por insolvencia, y el tratamiento de las adquisiciones de activos en pago de deudas.

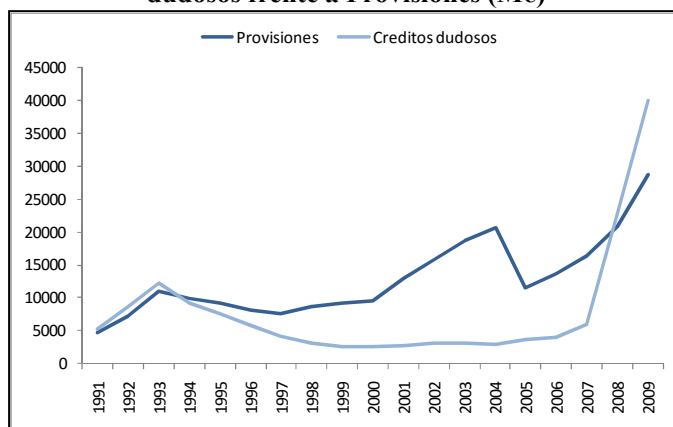
Si analizamos la evolución que han presentado las entidades de crédito españolas en el tratamiento de los créditos dudosos, podemos observar cómo el incremento que se produjo en el año 2007 de estos créditos dudosos superó a las dotaciones de provisiones que tenían dotadas Bancos y Cajas de Ahorros.

¹⁸ Inicialmente por la Circular del Banco de España 4/2004, Anexo IX que establecía los diferentes calendarios de provisiones dependiendo de la tipología del cliente y de las garantías asociadas a la operación. Dicha normativa ha sido derogada por la nueva Circular 3/2010 de 29 de junio tal como señalamos en el Capítulo 4 de esta Memoria.

A pesar de que las entidades de crédito han presentado fuertes incrementos de los créditos dudosos, el tratamiento de las provisiones no ha seguido el mismo ritmo de crecimiento.

En el caso de los Bancos, los créditos dudosos pasaron de 2.900 millones de euros en el año 2004 a 40.051 millones de euros en el año 2009, es decir, un 1280%. Si analizamos este incremento con el que se ha producido en las provisiones, éstas pasaron a ser de 20.736 millones de euros en el año 2004 a 28.689 millones de euros en 2009, lo que representa un incremento del 38,35%

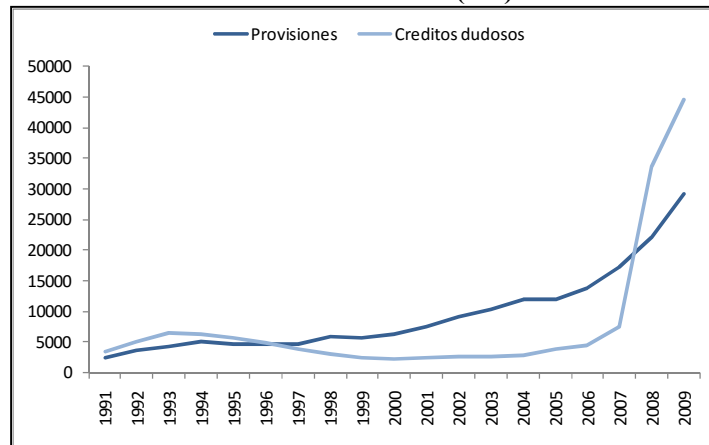
Figura 2.41
Comportamiento de los Bancos de los Créditos dudosos frente a Provisiones (M€)



Fuente: Banco de España

En lo que se refiera a las Cajas de Ahorro, los créditos dudosos incrementaron desde el año 2004 al año 2009 un 1.452%, pasando de 2.868 millones de euros a 44.534 millones de euros en el año 2009. Esta variación no fue tan pronunciada en el caso de las provisiones que pasaron de ser 11.800 millones en el año 2004 a cerca de 30.000 millones en 2009, es decir, un incremento del 146%.

Figura 2.42
**Comportamiento de los créditos dudosos de las Cajas de Ahorro
frente a Provisiones (M€)**

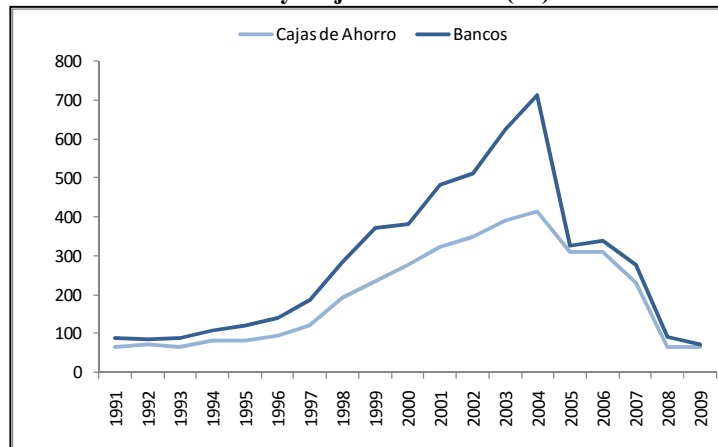


Fuente: Banco de España

A pesar de que el incremento de las provisiones ha sido mayor en las Cajas que en los Bancos, los Bancos han ido provisionando de una forma más gradual que las cajas de ahorro.

Los ratios de cobertura también se han visto afectados por esta evolución de los créditos dudosos y su correspondiente tratamiento de las provisiones. En el caso de los Bancos, han pasado de tener unos ratios de cobertura de alrededor del 700% en el año 2004 a un ratio del 72% en el año 2009 (niveles aproximados a los que se encontraban los ratios de cobertura de los Bancos en el año 1991). La evolución de las coberturas realizadas por las Cajas, a pesar de presentar una tendencia positiva al igual que los bancos durante el periodo 1991 - 2004, muestra un incremento de las tasas de cobertura mucho menos pronunciado que la de los bancos. En el año 2004, el diferencial que existía entre las coberturas realizadas por los Bancos y aquellas realizadas por las Cajas era de 300 puntos básicos (las Cajas presentaban coberturas de alrededor del 410%).

Figura 2.43
Tasas de Cobertura de la Morosidad de
Bancos y Cajas de Ahorro (%)



Fuente: Banco de España

A pesar del diferencial existente entre las tasas de cobertura presentadas por Bancos y Cajas desde el año 1993 hasta el año 2004, podemos observar que dicha tasa ha tendido a converger entre ambas entidades. Desde el año 2005, las tasas de cobertura han disminuido tanto en Bancos como en Cajas de ahorro, llegando a alcanzar en el año 2009, cifras cercanas a las que presentaban en 1991.

Es destacable el sobreprovisionamiento que ha habido en Bancos y Cajas de ahorro (tasas de cobertura que superan el 100%) coincidiendo con los años de expansión del ciclo económico y baja morosidad. En este sentido, los Bancos han presentado este exceso de provisiones durante el periodo que abarca desde 1994 a 2007, a diferencia de las Cajas de Ahorro que sólo han disfrutado de esta situación tres años más tarde.

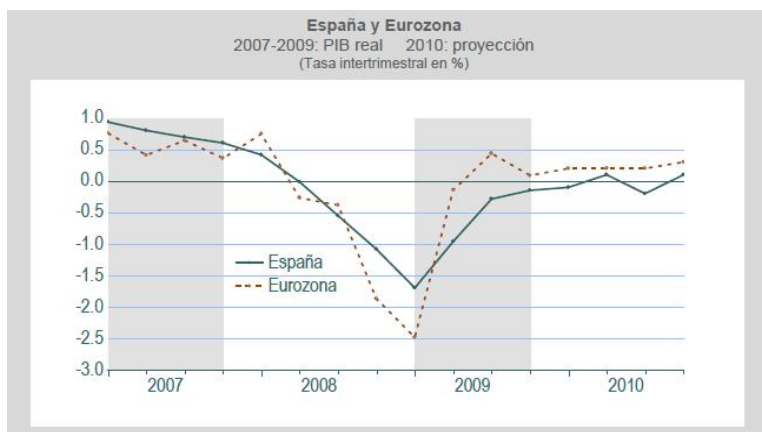
2.3.- SITUACION ACTUAL DE LA REESTRUCTURACION DE LAS CAJAS DE AHORROS.

2.3.1.- EL INICIO DE LA RECONVERSION DEL SECTOR DE LAS CAJAS DE AHORROS Y EL FROB (FONDO DE REESTRUCTURACION ORDENADA BANCARIA)

Como resumen de los dos capítulos anteriores y del panorama para las Cajas de Ahorros a comienzos del 2009, podríamos decir que:

- a) España estaba inmersa en una fuerte crisis económica global, y específica de país que actualmente persiste, cuyas previsiones de altas tasas de paro y débil crecimiento auguran un panorama poco optimista tal como puede verse por el Figura adjunto.

Figura 2.44
Previsiones económicas

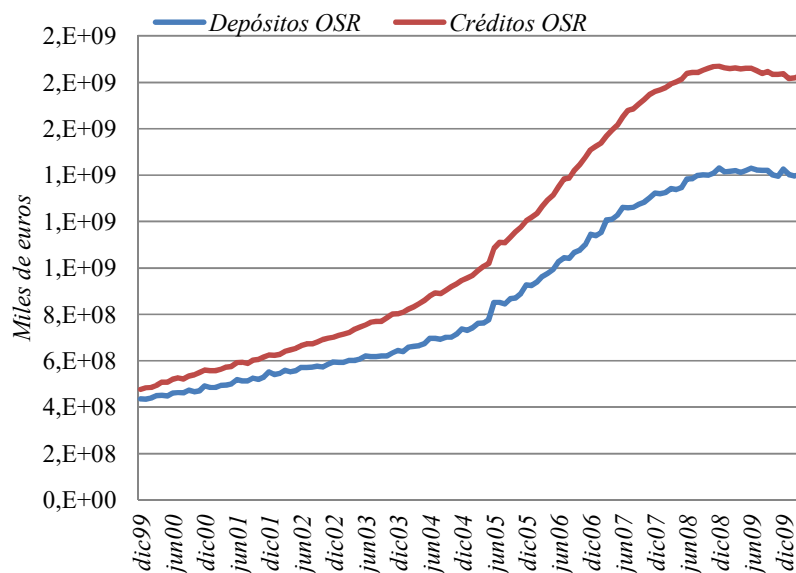


Fuente Banco de España

- b) Tal como hemos visto en los Figura 28, 29 y 30 del Capítulo 3, las Cajas de Ahorros han tenido un espectacular crecimiento del crédito a clientes y en especial en el sector inmobiliario e hipotecario.
- c) Este fortísimo crecimiento del crédito, tal como puede verse por el Figura 43, se ha hecho apelando en las entidades de crédito españolas a la financiación mayorista en la medida del fuerte gap que ha ido creciendo entre los Depósitos de clientes (llamados Depósitos OSR¹⁹) y los Créditos demandados por los mismos (Créditos OSR).

¹⁹ Depósitos OSR o depósitos de Otros Sectores Residentes, en definitiva los depósitos de la clientela residente en España del sector privado (incluye pues los segmentos de particulares y empresas, excluido el sector público) que proporcionan la fuente de financiación (funding) primaria de las entidades de crédito. Créditos OSR sería, de modo análogo, los créditos otorgados a clientes.

Figura 2.45
Créditos vs. Depósitos (conjunto de las ECAs)

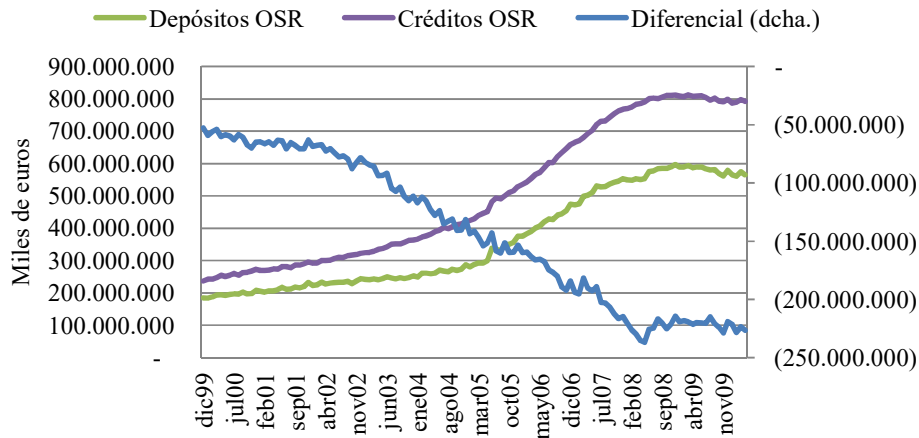


Fuente: Banco de España

El diferencial entre ambas partidas se ha ido ensanchando según ha ido transcurriendo la década, llegando a diferencias superiores a los 400.000 M€. Este gap ha tenido que ser financiado con el recurso a otra serie de pasivos, de diferente naturaleza y volatilidad, cuya refinanciación ha generado una inestabilidad especial desde el comienzo de la crisis financiera.

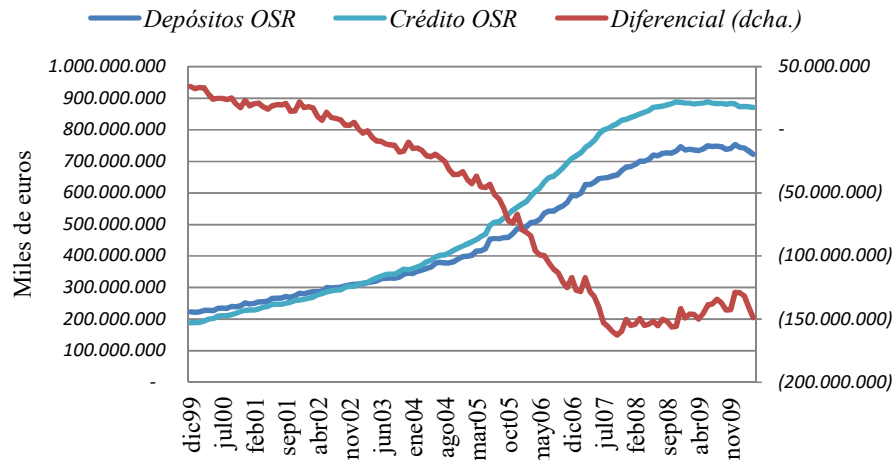
Aunque esta situación se ha producido tanto en Bancos como en Cajas de Ahorros como puede verse en los Figuras 44 y 45, las Cajas de Ahorros venían de una situación excedentaria o de diferencial positivo a comienzos de la década

Figura 2.46
Bancos (Créditos OSR vs. depósitos OSR)



Fuente: Banco de España

Figura 2.47
Cajas de Ahorros (Créditos OSR vs. Depósitos OSR)

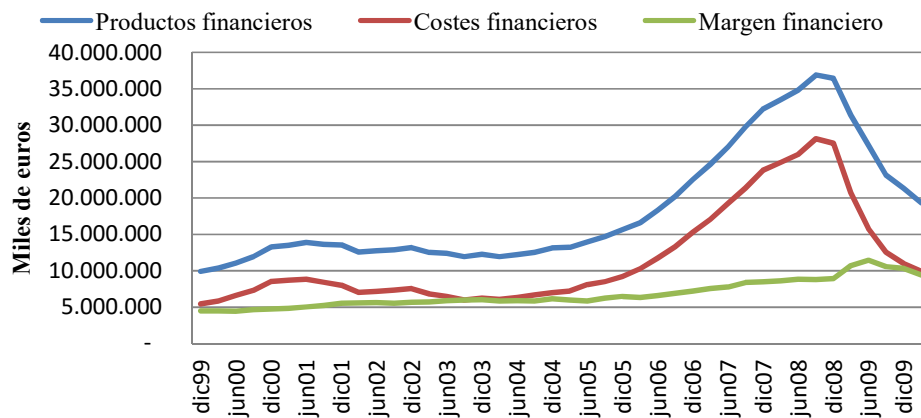


Fuente: Banco de España

Con la crisis financiera se produjo un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, por aumento de la percepción de riesgo, con el efecto consiguiente en los costes de financiación. Además la alteración en el equilibrio tradicional de las masas activas y pasivas del balance, generó una alta dependencia de los mercados de deuda que, en momentos de aumentos generalizado de la incertidumbre, conlleva retos especiales para la gestión de la liquidez.

d) Con la llegada de la crisis financiera y la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo manteniendo los tipos de interés excepcionalmente bajos, una demanda crediticia más relajada (especialmente por las familias y las empresas, no así por el sector público) y una política crediticia más exigente por parte de las entidades financieras, lleva a un deterioro del Margen Financiero de las mismas tal como puede verse en los Figuras 2.47 y 2.48.

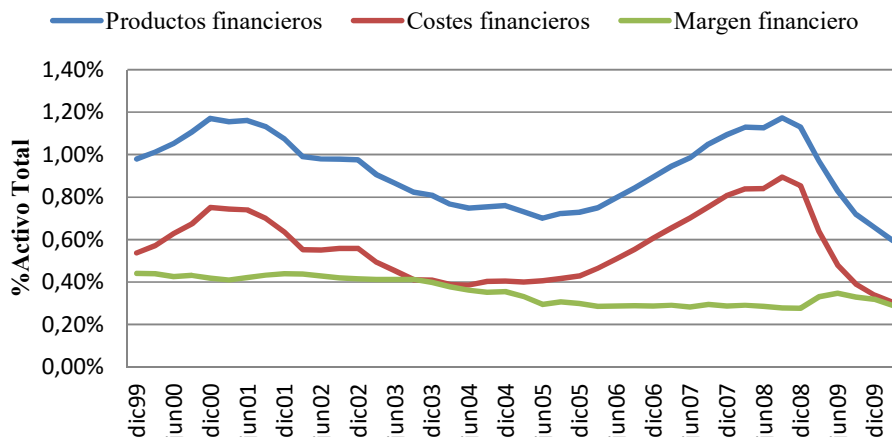
Figura 2.48
Margen Financiero de las Entidades de Crédito



Fuente: Banco de España

Otra circunstancia reseñable de la década analizada es que este crecimiento continuado del margen de intereses ha venido acompañado por un estrechamiento de los márgenes. Si tomamos como referencia la relación del margen de intereses con el activo total del conjunto de entidades de crédito, se puede observar como paulatinamente el margen se ha ido reduciendo. A finales del año 1999 el margen financiero suponía un 0,44% del activo total, pasando esta cifra a representar solamente un 0,29% a marzo de 2010, lo que supone una reducción cercana al 35%.

Figura 2.49
Margen Financiero sobre Activo Total de las Entidades de Crédito



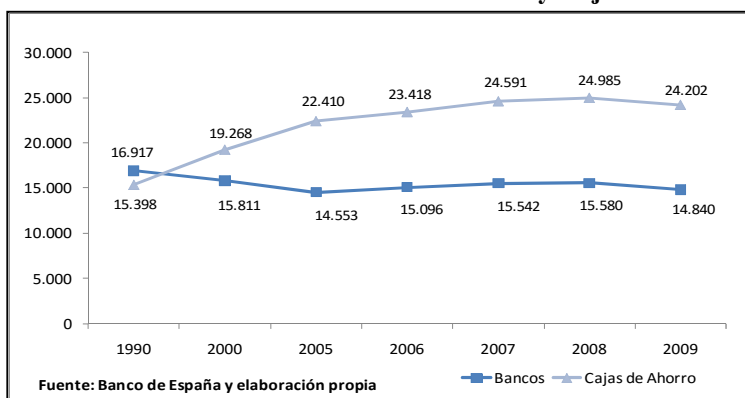
Fuente: Banco de España

Esta situación, unida al hecho de que el Margen Financiero haya crecido continuamente en términos absolutos, parece indicar una clara apuesta de las entidades de crédito españolas por un negocio basado en el volumen, más allá de la competencia en precios. Las causas de tal posicionamiento se podrían resumir en la elevada competencia a la que se encontraban sometidas las entidades, fruto de la liberalización de los mercados y de la supresión de las limitaciones existentes entre los distintos tipos de entidades de crédito, así como consecuencia del acceso a financiación a costes relativamente reducidos y de la reducción de la aversión al riesgo.

- e) Además hay que considerar el fortísimo incremento de la morosidad de las Cajas de Ahorros tal como se indicaba en el Figura 40 y las correspondientes necesarias dotaciones que se mostraban en el Figura 41 con el correspondiente impacto negativo en las cuentas de resultados de las entidades.
- f) Finalmente, y tal como se puede observar en el Figura 48, las Cajas de Ahorros abordaron un fortísimo incremento de su red de distribución en muchos casos alejados de sus territorios naturales donde disfrutaban de un sólido posicionamiento y valor de la franquicia.

Figura 2.50

Evolución del número de sucursales: Bancos y Cajas de Ahorro



Fuente: Banco de España y elaboración propia

En el entorno económico actual, esta situación podría ser propia de un exceso de capacidad de la industria, y con ello especialmente de las Cajas de Ahorros en la medida que han sido las que más han crecido en distribución en los últimos años. También, y tal como puede verse en las Tablas 22 y 23 adjuntas, las Cajas presentan unos ratios operativos y de productividad peores que los de los Bancos.

Tabla 2.31
Ratios operativos de las Cajas de Ahorros

	Cuota de mercado cajas // diciembre-2009 (%)		
	Cajas de Ahorro	Bancos	
Número de entidades	46	65	
Sucursales	24.202	14.840	54
Empleados	132.340	110.004	48
Activos Totales (€m)	1.222.284	798.392	42
Préstamos (€m)	912.916	1.161.893	44
Depósitos (€m)	850.837	1.082.883	42

Fuente: Banco de España y elaboración propia

Tabla 2.32
Ratios de Eficiencia y Productividad Bancos versus Cajas de Ahorros.

diciembre-09	Cajas de Ahorro	Bancos
Ratio de eficiencia	46%	41%
Sucursales	24.202	14.840
Empleados	132.340	110.004
Activos / Sucursal	50,503	102,600
Empleados / Sucursales	5,5	7,4
Depósitos / Sucursales	35,156	70,860
Ingresos / Sucursal	1,22	2,36
Prestamo / Sucursales	36,4	53,8

Fuente Banco de España y elaboración propia

Este conjunto de elementos analizados parecen indicar un exceso de capacidad en el sector de las Cajas de Ahorros para lo cual se necesitaba la intervención del Banco de España a fin de proporcionar el soporte jurídico y financiero de dicha reconversión.

Algunas voces hablan de un exceso de capacidad de entre el 20 % y el 30 % de la actual red de distribución de oficinas de las Cajas de Ahorros en un periodo de tiempo de dos a tres años. Este puede ser un elemento de análisis de lo que ocurra con dicho proceso de reestructuración ahora iniciado.²⁰ Según el Banco de España, entre enero y marzo de 2010, Bancos y Cajas ya han cerrado un total de 264 sucursales, 66 oficinas los Bancos y 198 las Cajas. Aún así, España sigue siendo uno de los países del mundo con más sucursales con aproximadamente una sucursal por cada 1.000 habitantes.

Tras dos años de crisis financiera internacional azotando tanto a los mercados como a los sistemas financieros de todos los países de nuestro entorno, se aprueba el Real Decreto-Ley 9/2009 de 26 de junio que creaba el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

Antes de esa fecha ya se habían producido procesos de negociación entre entidades tendentes a cristalizar en integraciones entre las mismas con diferentes formatos jurídicos (fusión o SIP)²¹.

La primera referencia a los SIP aparece en la Directiva de Adecuación del Capital, en su artículo 80 donde estos sistemas quedan definidos como acuerdos contractuales o de responsabilidad obligatoria que protejan y en particular, garanticen la liquidez y solvencia a fin de evitar la quiebra cuando resulte necesario²².

En marzo de 2009, se había producido una situación crítica para el sector con la intervención por parte del Banco de España de la Caja de Ahorros Castilla la Mancha tras presentar un Coeficiente de Solvencia del 5,2 % a diciembre del 2008 (muy por debajo del mínimo requerido del 8 %) y una tasa de morosidad del 9,32 % que llegó hasta el 12 % en marzo del 2009. Era la primera intervención en el sistema financiero español después de dieciséis años de la intervención de Banesto.

²⁰ El propio Banco de España (www.bde.es) en su Nota Informativa sobre “La Reestructuración de las Cajas de Ahorros en España, Situación a 29 de junio de 2010” se refiere a este aspecto en estos términos:” El ajuste del negocio a las nuevas condiciones de la demanda revelaba una situación clara de exceso de capacidad instalada, que implicaba a su vez la necesidad de proceder al redimensionamiento del sector”.

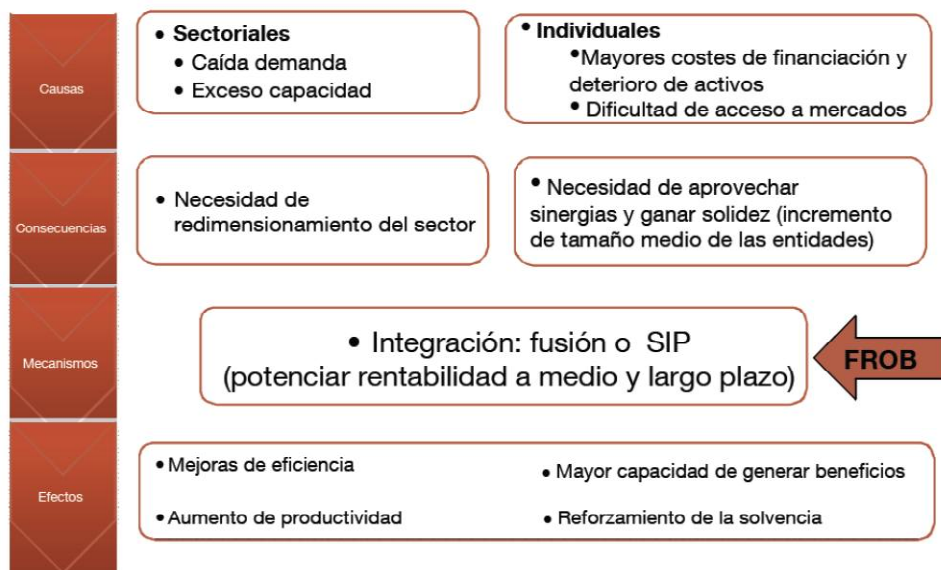
²¹ SIP (Sistema Institucional de Protección), también llamada “fusión fría”, mecanismo de consolidación de entidades de crédito que permite compartir la liquidez y el riesgo de crédito entre las entidades consolidadas.

²² Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera, Marzo 2010. Página 48.

En la propia Nota Informativa del Banco de España a la que nos referíamos en la nota al pie nº 33 y que utilizamos en las hojas siguientes de la Memoria, ya se apuntaba el proceso de reestructuración con la creación del FROB, en palabras del Banco de España : “ Estos factores (se refiere a los comentados al final del Capítulo 3 de esta Memoria) definían una coyuntura desfavorable para el sector de cajas de ahorros en particular, lo que hacía aconsejable una transformación relevante de su estructura, que se ha concretado en movimientos societarios que tienen como objetivo ganar solidez y mejorar la eficiencia, como un medio imprescindible para favorecer la posición competitiva de las entidades y su credibilidad en los mercados, a través del incremento del tamaño medio de las entidades o grupos y del aprovechamiento de sinergias.”

En definitiva, y tal como se muestra en el Figura 49 adjunto, dos serían los grandes objetivos de la creación del FROB, de un lado el sectorial (necesidad de redimensionamiento y recapitalización del sector) y el individual (necesidad de aprovechar sinergias).

Figura 2.51
Esquema del proceso de reestructuración



Fuente: Banco de España (www.bde.es) “La Reestructuración de las Cajas de Ahorro en España, Situación a 29 de junio de 2009, Nota Informativa”.

Según el Banco de España, aparecen dos claros objetivos con la constitución del FROB:

A mediados de 2009 se aprobó el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, que creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), una de cuyas funciones consiste, precisamente, en apoyar los citados procesos de integración entre entidades viables que voluntariamente acuerden participar en fusiones u otros procesos análogos que comporten una mejora de la eficiencia, una racionalización de su administración y un redimensionamiento de su capacidad productiva para mejorar sus perspectivas futuras.

Los apoyos se concretan en la compra de participaciones preferentes, computables como recursos propios de primera categoría, que deberán ser recompradas en el plazo máximo de cinco años (ampliable dos años más) y retribuidas de acuerdo con los principios establecidos por la Comisión Europea (lo que supone una retribución mínima del 7,75%). Se requiere la elaboración de un plan de integración por las entidades, que habrá de ser aprobado por el Banco de España, en el que se detallen las medidas y compromisos específicos para conseguir los objetivos de mejora de la eficiencia, bajo el principio de utilización más eficiente de los recursos públicos.

La participación del FROB en estos procesos de integración responde a la voluntad e iniciativa de las entidades participantes. En algunos de los procesos de integración que se han negociado las entidades no necesitan y no han solicitado apoyos del FROB.

La Ley del FROB tiene también un segundo objetivo, el de facilitar la resolución de crisis de entidades no viables, cuando no pueda alcanzarse una solución en el marco tradicional de actuación de los fondos de garantía de depósito. En este caso, el FROB está diseñado para una intervención ágil y eficaz, supone la sustitución de los administradores de la entidad por el propio FROB e implica la elaboración de un plan de reestructuración que puede incluir la fusión o toma de control de la entidad, o la cesión global o parcial de sus activos y pasivos, y que detalla las medidas de apoyo previstas.

En su primera vertiente, el FROB contribuye al redimensionamiento y recapitalización del sistema bancario español en el contexto de la crisis financiera internacional, y en su segunda vertiente el FROB complementa la capacidad de los fondos de garantía de depósitos para resolver las crisis individuales. Las dos facetas del FROB se resumen esquemáticamente en el Figura 50 adjunto.

Figura 2.52 Objetivos del FROB

Figura 2. Los objetivos del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria



Fuente : Banco de España

Aunque ambas facetas son jurídicamente independientes, y la actuación del FROB en cada una de ellas responde a supuestos de hecho distintos, la propia existencia de un marco legal claro que prevé la intervención de las entidades mediante un sistema ágil y directo en caso de que llegue a producirse una situación de falta de viabilidad, ha actuado como un estímulo para la búsqueda de acuerdos de integración que refuercen la posición de las entidades en el medio y largo plazo.

Recursos financieros: el FROB y los Fondos de Garantía de Depósitos

- El FROB:

Para atender al cumplimiento de su objeto legal, el FROB cuenta con un capital de 9.000 millones (desembolsado en un 75% por el Tesoro y un 25% por los fondos de garantía de depósitos) y una capacidad máxima de financiación, por diversas vías, de 90.000 millones. Esta última se ha concretado en una primera emisión de bonos por 3.000 millones. Por ello, los recursos disponibles a esta fecha para acometer procesos de reestructuración de entidades de crédito alcanzan los 12.000 millones.

- El Fondo de Garantía de Depósitos:

El FROB complementa, pero no sustituye la labor de los Fondos de Garantía de Depósitos tradicionales, que son tres en España (para bancos, cajas de ahorro y

cooperativas de crédito respectivamente). Estos fondos se financian con aportaciones de las entidades adscritas a cada uno de ellos, y tienen, por un lado, una función indemnizatoria, mediante la que reembolsan a los depositantes el importe de los depósitos que una entidad se haya visto en la imposibilidad de devolver, hasta un máximo de 100.000 euros por titular, y, por otro lado, la función de contribuir al saneamiento de una entidad prestándole ayudas, cuando esta opción resulte más económica que la de indemnizar a los depositantes.

Para atender a estas funciones, los tres fondos de garantía cuentan actualmente con un patrimonio disponible de unos 5.000 millones, descontando las ayudas ya prestadas o comprometidas con Caja Castilla-La Mancha.

En la tabla siguiente se resumen los recursos financieros del FROB y de los Fondos de Garantía de Depósitos. Como señala el Banco de España, para atender al cumplimiento de su objeto legal, el FROB cuenta con un capital de 9.000 millones (desembolsado en un 75% por el Tesoro y un 25% por los fondos de garantía de depósitos) y una capacidad máxima de financiación, por diversas vías, de 90.000 millones. Esta última se ha concretado en una primera emisión de bonos por 3.000 millones. Por ello, los recursos disponibles a esta fecha para acometer procesos de reestructuración de entidades de crédito alcanzan los 12.000 millones

Tabla 2.33 Recursos Financieros del FROB y del FGD

Capital del FROB	9.000 M€	9.000M€
Tesoro	6.750 M€	6.750 M€
FGD	2.250M€	2.250M€
Financiación	90.000M€	3.000M€
Total FROB	99.000 M€	12.000M€
Disponible FGD		5.000 €

Fuente : Banco de España

Los procesos de integración: fusiones y sistemas institucionales de protección.

Los procesos de integración se han materializado en operaciones de fusión o de creación de sistemas institucionales de protección (SIP). En esta segunda modalidad, mediante acuerdos contractuales entre las entidades participantes, se constituye normalmente una entidad central común (una entidad de crédito con estatuto de banco), a la que se cede la capacidad para definir los aspectos esenciales de la gestión.

Cabe destacar la equivalencia esencial entre las fusiones y los SIP en cuanto a sus efectos relevantes. En primer lugar, por la citada cesión a la entidad central de la facultad de definir las políticas y estrategias principales; en segundo lugar, por el alto grado de compromiso mutuo de apoyo en solvencia y liquidez entre los partícipes; y en tercer lugar, porque éstos comparten los resultados de su actividad también en un porcentaje elevado. El grado de puesta en común de la solvencia debe alcanzar como mínimo el 40% de los recursos propios, y en igual porcentaje mínimo han de compartirse los resultados, aunque en la práctica, en el caso de la solvencia, en los acuerdos que vienen concretándose el apoyo mutuo llega a alcanzar el 100%. Además, la permanencia mínima en el sistema por 10 años garantiza la estabilidad del acuerdo y hace muy poco probable que, en el futuro, alguna entidad plantee desligarse del mismo.

Un año intenso de adaptaciones regulatorias y negociaciones

Ha transcurrido más de un año desde la aprobación del Real Decreto-Ley de creación del FROB. Un tiempo muy intenso en el que se han dado todos los pasos necesarios, abundantes y complejos, para llegar a esta fecha con una reestructuración en marcha que afecta a 39 de las 45 cajas de ahorros españolas (sin incluir CECA), cuyos activos suman el 92% del total del sector.

La aprobación del Real Decreto-Ley supuso el punto de partida a partir del cual se fueron cubriendo una serie de etapas necesarias para que los acuerdos de fusión o equivalentes pudieran concretarse. Fueron precisos, en efecto, pasos adicionales relacionados con el adecuado encaje de estas operaciones desde el punto de vista mercantil, societario, fiscal, contable y de compatibilidad con la normativa europea de ayudas de estado.

A modo indicativo, cabe citar: la modificación en diciembre de 2009 de la Ley 3/2009 para regular el régimen de fusiones, escisiones y cesión global de activos entre entidades de crédito; la aprobación por parte de la Comisión Europea del régimen español de capitalización de entidades de crédito previsto en la regulación del FROB, que finalmente se produjo el 28 de enero de 2010 (la Comisión constató que este régimen era compatible con el artículo 107.3.b) del Tratado de la Unión Europea); la aprobación por el FROB, el 29 de enero de 2010, con base en la decisión de la Unión Europea, de los criterios y condiciones a los que se sujeta la actuación del FROB en los procesos de integración de entidades de crédito; y la definición, mediante el Real

Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, del marco jurídico de los sistemas de protección institucional, de forma que la figura jurídica resultante pueda ser considerada por el Banco de España como un grupo a efectos regulatorios.

Al mismo tiempo se fueron perfilando las características principales del marco contable aplicable a estos procesos de integración, teniendo en cuenta las peculiaridades asociadas a la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros. Además de estos pasos necesarios para un adecuado encaje regulatorio, en este período de casi 12 meses han tenido que producirse los acercamientos y negociaciones precisos entre las entidades interesadas en participar en un proyecto común, con las distintas fases que ello implica y el tiempo que ello consume: identificación de potenciales alianzas, exámenes técnicos, negociaciones entre entidades, decisiones de órganos de gobierno y acuerdos laborales, entre otros.

Una vez cumplidas las distintas etapas, el Banco de España ha autorizado los planes de integración presentados por las cajas partícipes en los procesos que prevén ayudas del FROB, cumpliendo la fecha límite que se había señalado a las entidades para poder cumplir con el plazo, que finalizaba el 30 de junio, fijado por la Comisión Europea para la aplicación del marco general previsto en su comunicación de 28 de enero de 2010.

Alcance cuantitativo de los procesos de integración de cajas de ahorros.

La reestructuración del sector de cajas de ahorros se está articulando a través de 12 procesos de integración en los que participan 38 de las 45 cajas españolas. Si se tiene en cuenta que otra entidad, Cajasur, está actualmente administrada por el FROB y pendiente de una solución en el marco del mismo, en total 39 cajas de ahorro participan en la reestructuración del sector y únicamente 6 cajas de ahorros se han mantenido al margen de los movimientos societarios referidos en este informe²³. Estas 6 entidades representan el 8% de los activos totales de las cajas de ahorros a 31.12.2009 (véase Figura 52 adjunto).

²³ La Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), en reunión celebrada el 15 de julio de 2010 y en el ámbito del proceso de reestructuración ordenada de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Córdoba (CajaSur), ha formulado el plan de reestructuración de CajaSur que contempla la cesión de la totalidad de los activos y pasivos de CajaSur a la entidad Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK).

De los 12 procesos, 7 de ellos se han planteado con petición de ayudas al FROB, cuyo importe total asciende a 10.189 millones, y otros 5 se abordan sin ayudas públicas. En uno de estos procesos participa Caja Castilla-La Mancha, entidad intervenida por el Banco de España con arreglo a la legislación anterior a la Ley del FROB y que ha recibido también ayudas del Fondo de Garantía de Depósitos (3.775 millones de deuda).

Tabla 2.34. Alcance de la reestructuración de las Cajas de Ahorro

Cajas de Ahorro	Entidades participantes	Nº procesos	Activos Totales (M€)
Procesos de integración con ayudas FROB	26	7	768.252
Procesos de integración sin ayudas FROB	12	5	393.697
Entidades intervenidas*	2	-	43.607
Total Reestructuración	39	12	1.180.017
Resto	6		102.687
Total Cajas de Ahorro**24	45		1.282.704

Fuente: Banco de España. Nota Informativa “La Reestructuración de las Cajas de Ahorro en España. Situación a 29 de junio de 2010”.

Las características de los detalles de los procesos de integración autorizados (en proceso de autorización y en fase de negociación se detallan en el Figura siguientes (Figura 2.52).

* Una entidad intervenida (Caja Castilla la Mancha) participa, además, en uno de los procesos de integración. La otra entidad que en el Figura aparece como intervenida (CajaSur), como ya hemos comentado, ya ha sido adjudicada a la BBK vizcaína.

** Sin incluir CECA

24

Figura 2.53
Proceso de integración de Cajas de Ahorro

Entidades	Tipo	Activos Totales (M€)	% de los AT sobre el sector	Ayudas del FROB
-----------	------	----------------------	-----------------------------	-----------------

Aprobados por el Banco de España, con ayudas del FROB aprobadas

1	Catalunya/Tarragona/Manresa	Fusión	79.329	6,1%	1.250
2	Sabadell/Terrasa/Manlleu	Fusión	28.463	2,2%	380
3	España/Duero	Fusión	46.351	3,7%	525
4	CAM/Cajastur+CCM/Cantabria/Extremadura	SIP	127.267	9,9%	1.493
5	Caixanova+Banco Gallego/Galicia	Fusión	77.480	6,0%	1.162
6	Madrid/Bancaja+Banco de Valencia/Laietana/Insular de Canarias/Ávila/Segovia/Rioja	SIP	337.257	26,3%	4.464
7	Murcia/Penedés/Sa Nostra/Granada	SIP	72.105	5,6%	915

Aprobados por el Banco de España sin ayudas

8	Navarra/General de Canarias/Municipal de Burgos	SIP	45.724	3,6%	
9	Unicaja/Jaén	Fusión	35.155	2,8%	

En fase de autorización, sin ayudas

10	La Caixa/Girona	Fusión	260.561	20,3%	
11	Cajasol/Guadalajara	Fusión	31.450	2,4%	
12	CAI/CC Burgos/Badajoz	SIP	20.807	1,6%	

Fuente: Banco de España. Nota Informativa “La Reestructuración de las Cajas de Ahorro en España. Situación a 29 de junio de 2010”.

En este Figura habría que añadir que:

- Los procesos señalados como “en fase de autorización, sin ayudas” ya han sido aprobados por el Banco de España a finales de julio del 2010.
- Hay un decimotercer grupo formado por CajaSur que ha sido adjudicada a la BBK y la propia caja de ahorros vizcaína BBK.
- Con dicha incorporación, son 40 Cajas, de las 45 totales, las que están participando del proceso de reestructuración. Tan sólo 5 Cajas (Kutxa, Caja Vital, Ibercaja, Caja Pollensa y Caja Ontinyent) han quedado al margen del proceso.

Alcance de los efectos de las integraciones sobre el número de sucursales y las plantillas

La reordenación del sector de cajas, como se explicó anteriormente, está motivada por la necesidad de constituir entidades o grupos sólidos y eficientes con capacidad para competir en un mercado cada vez más exigente en el que la confianza es un valor imprescindible. En el caso de las operaciones con ayudas del FROB la generación de sinergias para mejorar la eficiencia, racionalizar la administración y gerencia y redimensionar la capacidad productiva es, además, un requisito legal. De ahí que en todas las operaciones mencionadas se prevean medidas concretas y verificables encaminadas a lograr este objetivo.

En el caso de las operaciones con planes de integración aprobados por el Banco de España y con ayudas aprobadas por el FROB, tales planes incluyen una reducción en el número de sucursales entre el 10% y 30%, y una reducción de plantillas entre el 11 % y el 27 %.

Una evaluación de los recursos destinados a la reestructuración de cajas de ahorros

El importe de las ayudas del FROB a procesos de integración de cajas de ahorros para el reforzamiento de sus recursos propios asciende a 10.189 millones (véase Figura 2.54).

Figura: 2.54

Ayudas del FROB en el proceso

Ayudas del FROB. Procesos de integración	
Catalunya + Manresa + Tarragona	1.250
Sabadell + Terrassa + Manlleu	380
C España - C Duero	525
CAM - Cajastur - CCM - Cantabria - Extremadura	1.493
C Galicia - C Nova	1.162
Caja Madrid - Bancaja - Ávila - Segovia - Insular - Laletana - Rioja	4.464
CajaMurcia - Penedes - Sa Nostra - Granada	915
Ayudas del FROB. Intervención	
CajaSur (ayudas provisionales) (*)	800

10.189 M Participaciones preferentes

→ Cuotas participativas

(*) Además, existen apoyos de liquidez por importe de 1.500 millones, no utilizados a esta fecha.

Fuente : Banco de España

Además, como ya se ha comentado anteriormente, dicha asignación de CajaSur se ha efectuado tras el correspondiente proceso competitivo al que se presentaron varias

entidades. La oferta económica de BBK ha consistido en solicitar, para una cartera predeterminada de activos de CajaSur, un esquema de protección de activos (EPA), de forma que el FROB asumirá pérdidas derivadas de dicha cartera durante un plazo de cinco años por un importe máximo de 392 millones de euros. Este importe se anticipará a un tipo de interés preestablecido del Euribor a un año más cincuenta puntos básicos. Sumado dicho importe se concluye que la cifra total de los recursos aportados al sector de Cajas de Ahorros por el FROB para el reforzamiento de los recursos propios en procesos de integración y para el único caso referido a entidades no viables en que se ha debido intervenir arroja una cifra de 10.581 millones de euros. Por otra parte, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros ha destinado 1.300 millones en la operación de saneamiento de Caja Castilla-La Mancha, a los que hay que añadir garantías prestadas sobre el valor de determinados activos por 2.475 millones, lo que hace un total de 3.775 millones. Esto nos llevaría hasta el momento a unos importes totales de la reestructuración del sistema financiero español, y en especial de las Cajas de Ahorros que son las entidades directamente involucradas hasta la fecha de :

- Fondos aportados por el FROB..... 11.381 millones de euros²⁵
 - FGD de las Cajas de Ahorros..... 3.775 millones de euros
- Total fondos reestructuración de sector..... 15.156 millones de euros

Cabe señalar que el propio sector bancario había hecho también un importante esfuerzo preventivo de saneamiento, en los años previos a la crisis económica, como consecuencia de la puesta en marcha de la provisión genérica en el año 2000. Esta provisión es un requerimiento contable exigido por el Banco de España con el fin de que las entidades reflejen las pérdidas crediticias sin esperar a su identificación tardía mediante la ocurrencia de un evento de pérdida, como el impago. En términos cuantitativos, el importe utilizado de provisión genérica por el sistema bancario en su conjunto desde enero de 2008 a marzo de 2010 asciende a 18.200 millones. Adicionalmente, la capacidad de las entidades españolas para generar resultados por su negocio ordinario les ha permitido efectuar en este mismo periodo, con sus propias cuentas de resultados (datos de estados financieros individuales), saneamientos de activos por unos 41.900 millones. La importancia de esta cifra queda de manifiesto si se

²⁵ Incluye los 800 millones de euros de Cuotas Participativas de CajaSur y los 392 millones de euros del esquema de protección de activos de la adjudicación de CajaSur a la BBK.

considera que en el periodo 2006-2007 estos saneamientos sólo supusieron 14.600 millones de euros.

Movimientos de integración de otras entidades del sistema bancario español

Como sigue comentando el Banco de España en la referida Nota Informativa, el alcance de los movimientos societarios entre entidades de crédito en España no se limita al sector de Cajas de Ahorros. Con menos intensidad que en el caso de estas entidades, pueden citarse algunas iniciativas tanto de los Bancos como de las Cooperativas de Crédito. En el caso de los bancos, el Banco Guipuzcoano se encuentra inmerso en un proceso de fusión con el Banco de Sabadell, sin ayudas del FROB. En el caso de las cooperativas de crédito, está ya aprobado el proceso de fusión de Rural Multicaja con la Caja de Abogados, así como el SIP de Cajamar con la Rural de Casinos, Rural de Albalat des Sorells y Caja Campo. Se encuentran en fase de negociación otros procesos de fusión (Rural de Toledo con Rural de Ciudad Real) y un SIP de Rural del Mediterráneo con otras 13 cajas rurales más. Estos movimientos entre cooperativas, sin ayudas del FROB, posiblemente seguirán gestándose en los próximos meses en un subsector como el de las Cooperativas de Crédito altamente fragmentado.

2.3.2.- Modificación de la circular contable sobre dotaciones

Dentro del proceso de novedades legislativas del sector de las entidades de crédito en los últimos meses, y dado el especial entorno económico en el que nos movemos de altas tasas de morosidad con la consiguiente necesidad de dotaciones, no podíamos dejar de referirnos a la reciente Circular 3/2010 de 29 de junio del Banco de España.

Antes, tal vez merece la pena recordar la exposición potencialmente problemática al sector de la construcción y promoción inmobiliaria del sector financiero español y las dotaciones constituidas (genéricas y específicas) tal como se señala en la Tabla 24 adjunta del Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España²⁶:

²⁶ Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera, marzo 2010, pp. 28-30

Tabla 2.35
Exposición y cobertura de las entidades de depósito al sector construcción y promoción inmobiliaria. Diciembre de 2009

	Importe (mm de €)	% sobre inversión	Cobertura específica (mm €)	% de cobertura específica
Inversión	445.0			
De la que				
Dudosa	42.8	9.6	17.7	41.4
Subestándar	59	13.3	7.6	12.9
Adjudicados	59.7	13.4	13.0	21.8
Falidos	4.0	0.9	4.0	100
Exposición potencial problemática	165.5	37.2	42.3	25.6
% de cobertura incluyendo fondo genérico				35.0
% de cobertura incluyendo m.de explotación.				71.0

Fuente Banco de España

Como se observa, el volumen de crédito del sector de construcción y promoción de todas las entidades de crédito que el Banco de España considera potencialmente problemática es de 165.500 millones de euros.

Para hacer frente a esa cifra, las entidades tienen dotaciones constituidas por el 35 % de dicho importe. Además, considerando sus resultados recurrentes (margen de explotación) del 2009, dicha cobertura se iría hasta el 71 % .

La referida Circular 3/2010 introduce importantes novedades, tanto en el régimen de provisiones (que afectarán notablemente a las cuentas de resultados de las entidades) como en el tratamiento de las adquisiciones de activos en pagos de deudas.

2.3.3.- Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 de julio

Se trata de una de las modificaciones legislativas de las Cajas más importante de los últimos años en la medida que afecta a elementos tan importantes como las Cuotas Participativas, los Órganos de Gobierno de las Cajas y la necesaria capitalización de las mismas mediante lo que denomina el ejercicio indirecto de la actividad financiera y por ello la posibilidad de la existencia de una Entidad Bancaria a la cual aportarán todo su negocio financiero (igualmente podrán aportar todos o parte de sus activos).

Haciendo un análisis detallado de la normativa²⁷:

i. Cuotas participativas

El Real Decreto-ley se propone el doble objetivo de aumentar el atractivo de las cuotas para los potenciales inversores, y afianzar su consideración como recursos propios de máxima calidad. Para ello introduce las siguientes modificaciones en el artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo:

- **Derechos políticos.** Las cuotas participativas podrán incorporar el derecho **de representación** en los órganos de gobierno de la Caja emisora. Se trata de una alternativa **voluntaria**, compatible con la emisión sin tal derecho. El régimen de participación en los órganos de gobierno se regula en un nuevo capítulo IV del título I de la LORCA, y tiene las siguientes características:
- El **número de votos** de los cuotapartícipes será proporcional al porcentaje que supongan sus cuotas sobre el patrimonio de la Caja. La participación de los cuotapartícipes en la asamblea no afectará al número de consejeros generales que corresponda a los grupos de representación. Por lo tanto, los porcentajes de representación de tales grupos “deberán cumplirse respecto de los derechos de voto resultantes, una vez deducidos del total los que hayan de corresponder a los cuotapartícipes”.
- Se regula con detalle el **derecho de asistencia a las asambleas generales** por los cuotapartícipes, admitiéndose a estos efectos la agrupación de cuotas y la representación. También se permite que los estatutos exijan la posesión de un número mínimo de cuotas para asistir a la asamblea (sin que pueda superar el uno por mil).
- Los **representantes de los cuotapartícipes en la asamblea general** no recibirán la denominación de consejeros generales, ni les resultará aplicable su régimen jurídico.
- Los cuotapartícipes podrán proponer a la asamblea general candidatos para ser miembros del **consejo de administración** y la **comisión de control**. Los consejeros y comisionados representantes de los cuotapartícipes deberán reunir adecuados requisitos de profesionalidad y honorabilidad. No les serán de aplicación las causas de incompatibilidad de los apartados b) y c) del artículo 8. Tampoco les resultarán aplicables los límites a la duración del mandato.

²⁷ Panorama Regulatorio de la CECA. Edición Especial nº 60 de 13 de julio de 2010

- Por otro lado, desaparece de la Ley 13/1985 la regulación del **sindicato de cuotapartícipes**. También se elimina la obligación de consignar en la emisión de cuotas participativas una **cláusula de amortización automática** para el supuesto de producirse una modificación del régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes.
- **Límites a la tenencia.** Se suprime el límite de tenencia del 5% del total de cuotas emitidas.
- **Cotización de las cuotas.** Se precisa que las cuotas participativas deberán necesariamente cotizar en mercados secundarios organizados“ siempre y cuando su emisión se dirija al público en general”. Cuando coticen les resultará de aplicación las obligaciones previstas en la Ley del Mercado de Valores. También estarán sometidas al régimen de participaciones significativas previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito. Por último, se dispone que a las cuotas participativas no les será de aplicación el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores.
- **Libertad de emisión.** Conforme al artículo 25.1 de la Ley del Mercado de Valores, la emisión de cuotas participativas no requerirá autorización administrativa previa.
- **Autocartera.** El límite para la adquisición derivativa de cuotas por la propia Caja emisora se mantiene en el 5%. Se regula ahora el supuesto de superación de dicho límite: la Caja deberá proceder a enajenar o amortizar el exceso sobre el 5% en el plazo máximo de tres meses, aplicándose en lo demás el régimen de autocartera de las sociedades anónimas. Se establece, además, que la prohibición de adquisición originaria y el límite del 5% no serán de aplicación cuando las cuotas sean adquiridas por la entidad central del sistema institucional de protección al que pertenezca la Caja.
- **Especialidades derivadas de fusiones.** Se suprime el derecho de los cuotapartícipes a ceder sus cuotas a la Caja en caso de fusión. A cambio, se establece simplemente que las cuotas de las Cajas que se extingan se canjearán por cuotas de la Caja resultante, de forma que el valor económico de los derechos de los cuotapartícipes no sufra alteración.
- **Retribución de las cuotas.** La retribución anual de las cuotas y su distribución no requerirá ninguna autorización administrativa en el ámbito de la ordenación del crédito, sin perjuicio de las atribuciones del Banco de España.

- **Régimen transitorio.** Las Cajas que ya hayan emitido cuotas participativas deberán presentar a aprobación del Banco de España, en el plazo de seis meses, un plan específico de mantenimiento, adaptación, canje o amortización de las mismas.

ii. Órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros

La LORCA se modifica en torno a los siguientes ejes:

- **Órganos.** Se consideran “órganos” de las Cajas de Ahorros: el director general y las comisiones de inversiones, de retribuciones y nombramientos, y de obra benéfico social (vid supra).
- **Profesionalización.** Se define con precisión el concepto “**honorabilidad comercial y profesional**” (en términos equivalentes a los previstos en la legislación para bancos). Asimismo, se establece la **incompatibilidad** del ejercicio del cargo de miembro de órganos de gobierno de una Caja con el de todo cargo político electo y con el de alto cargo de las administraciones públicas. Esta incompatibilidad se extenderá durante los dos años siguientes al cese como alto cargo, cuando se den cualquiera de los siguientes supuestos: (1) que los altos cargos, sus superiores a propuesta de ellos o los titulares de sus órganos dependientes, por delegación o sustitución, hubieran dictado resoluciones en relación con Cajas de Ahorros; (2) que hubieran intervenido en sesiones de órganos colegiados en las que se hubiera adoptado algún acuerdo o resolución en relación con Cajas de Ahorros.
- **Representación de intereses en los órganos de gobiernos de las Cajas.** Las principales novedades son las siguientes:
 - reducción del límite de la representación de las **administraciones públicas** al **40%** (computarán a estos efectos los derechos políticos derivados de la suscripción por entidades públicas de cuotas participativas).
 - la **participación de las comunidades autónomas** se llevará a cabo a través de miembros designados exclusivamente por su cámara legislativa y que, al tiempo, gocen de reconocido prestigio y profesionalidad.
 - Se configura un **nuevo grupo de representación**: las entidades representativas de intereses colectivos en el ámbito de actuación de la

Caja o de reconocido arraigo en el mismo. El porcentaje de representación de este grupo será como máximo del 10%.

- **Incompatibilidades.** Se exceptúa de la incompatibilidad consistente en ostentar cargos en otras entidades de crédito (prevista en el artículo 8.c de la LORCA), a quienes actúen en representación de la propia Caja o promovidos por ella.
- **Renovación de órganos de gobierno.** El criterio de la renovación parcial por mitades (declarado no básico) es sustituido por otro más flexible que se limita a prohibir la renovación total (y las parciales que puedan asimilarse a una total)
- **Funciones de la asamblea general y régimen de adopción de acuerdos.** Se incluyen entre los acuerdos de la asamblea que requieren un quórum y mayoría reforzados las operaciones de integración de Cajas, su transformación en una fundación de carácter especial y la decisión de desarrollar su actividad de manera indirecta.
- **Consejo de administración.** Respecto de este órgano se incorporan las siguientes novedades:
 - El consejo deberá establecer **normas de funcionamiento y procedimientos** que permitan a sus miembros ejercer sus funciones de forma adecuada.
 - En el caso de emisión de cuotas participativas, el **número máximo de miembros** del consejo podrá ser de veinte (frente a los diecisiete actuales). Transitoriamente, y hasta la siguiente renovación, el número máximo de miembros podrá incrementarse hasta los veintidós (debe tenerse en cuenta que este aspecto no es básico).
 - La designación de vocales del consejo representantes de las **corporaciones municipales** podrá recaer en personas ajenas a la asamblea, eliminándose los requisitos actuales (máximo de dos personas y adecuados requisitos de profesionalidad).
 - Al menos la mayoría de los vocales del consejo de administración deberán poseer los **conocimientos y experiencia** específicos para el ejercicio de sus funciones. Se considera que poseen conocimientos y experiencia específicos quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a cinco años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras o funciones de similar

responsabilidad en otras entidades públicas o privadas de, al menos, análoga dimensión.

- **Comisión de control.** Se suprime la figura del **representante de la comunidad autónoma**. Adicionalmente, se exigirán a los miembros de la comisión de control los mismos requisitos de conocimientos y experiencia que a los vocales del consejo.
- **Retribución.** El ejercicio de las funciones de vocal del consejo y miembro de la comisión de control podrá ser retribuido. Corresponderá a la asamblea general determinar dicha remuneración.
- **Dirección general.** La edad de jubilación del director general se eleva a los setenta años (este aspecto no es básico). Por lo que respecta a su profesionalidad, se establecen los mismos requisitos que para los miembros del consejo de administración y la comisión de control en términos de preparación técnica y experiencia.
- **Comisión de retribuciones y nombramientos.** Se amplían las funciones de la actual comisión de retribuciones, que pasa a denominarse “de retribuciones y nombramientos”, y que incorpora como objetivo el de garantizar el cumplimiento de los requisitos para el ejercicio del cargo de vocal del consejo, miembro de la comisión de control y de director general. Estará formada por un máximo de cinco vocales del consejo de administración elegidos por la asamblea de entre los consejeros generales. Podrá haber una comisión de retribuciones y otra de nombramientos, en cuyo caso el número de miembros será de tres para ambas.
- **Comisión de obra social.** Se constituye como obligatoria esta comisión, que tiene por objeto velar por el correcto cumplimiento de la obra benéfico-social. Estará integrada por los consejeros generales que nombre la asamblea general sin tener en cuenta los derechos de voto de los cuotapartícipes, si los hubiere. Además, se contempla que a esta comisión pueda incorporarse un representante de la comunidad autónoma en la que la Caja tenga su sede social y otro de cada comunidad autónoma en la que haya captado al menos un 10% del total de sus depósitos. Debe tenerse en cuenta que este precepto no es básico.
- **Informe de gobierno corporativo.** Se establece la obligación de la publicación anual del informe de gobierno corporativo para todas las Cajas de Ahorros, aunque no hayan emitido instrumentos financieros.

- **Conflictos de interés.** Se contempla la obligación para los miembros de los órganos de gobierno de comunicar a la comisión de retribuciones y nombramientos los eventuales conflictos de interés que puedan tener con los intereses de la Caja y con el cumplimiento de su función social. En caso de conflicto, el afectado deberá abstenerse de intervenir en la operación de que se trate. Deberá informarse sobre estos conflictos de interés en el informe de gobierno corporativo.
- **Fusiones.** Se establece que éstas sólo podrán ser denegadas por las comunidades autónomas mediante resolución motivada y sobre la base de requisitos objetivos previstos en la normativa autonómica de desarrollo.
- **Régimen transitorio:**
 - **Adaptación de la legislación de las comunidades autónomas:** En el plazo de **6 meses** las comunidades autónomas adaptarán su legislación sobre Cajas de Ahorros a lo dispuesto en este Real Decreto-ley.
 - **Adaptación de los estatutos de las Cajas de Ahorros:** En el plazo máximo de **3 meses** a contar desde la publicación del desarrollo legislativo por las comunidades autónomas de las normas básicas del Real Decreto-ley, y, en todo caso dentro del término de los **8 meses** desde la publicación de este, las Cajas de Ahorros procederán a la adaptación de sus estatutos y reglamentos, elevándolos al Ministerio de Economía y Hacienda o a la comunidad autónoma respectiva para su aprobación en el plazo de **1 mes**.
 - **Constitución de nuevos órganos de gobierno:** La constitución de la asamblea general y de los demás órganos según las normas contenidas en el Real Decreto-Ley se realizará dentro de los **2 meses siguientes al de la aprobación de los estatutos y reglamentos de las Cajas**.

iii. Sistemas institucionales de protección

El título III del Real Decreto-ley realiza determinados ajustes en el régimen de los sistemas institucionales de protección (SIP), con el objetivo de dotarlos de mayor consistencia y seguridad jurídica. En particular, se introducen las siguientes novedades:

- **Compromiso de permanencia y estabilidad.** Con carácter previo al abandono de un SIP por cualquiera de las entidades integrantes del mismo, el Banco de

España deberá valorar tanto la viabilidad individual de la entidad que pretenda desvincularse como la del resto de entidades participantes.

- **SIPs de Cajas.** Cuando las entidades integrantes de un SIP sean Cajas de Ahorros, la entidad central tendrá naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar participada por las Cajas integrantes en al menos un 50% del accionariado. Como se afirma en la exposición de motivos: “de este modo se logra garantizar que el conjunto de las Cajas integradas mediante un SIP no desvirtúan su naturaleza jurídica de manera indirecta al perder el control de la entidad central.”

iv. Ejercicio indirecto de la actividad financiera

El artículo 5 del Real Decreto-ley diseña un nuevo modelo organizativo para las Cajas de Ahorros: el **ejercicio indirecto de la actividad financiera** de la Caja a través de una entidad bancaria, a la cual aportarán todo su negocio financiero (igualmente podrán aportar todos o parte de sus activos). Las Cajas que opten por este modelo conservarán su naturaleza jurídica. La **entidad bancaria** a través de la cual la Caja desarrolle su objeto propio como entidad de crédito tendrá las siguientes características:

- Deberá adherirse al **Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros.**
- Podrá utilizar en su **denominación social** y en su **actividad** expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la Caja de Ahorros de la que dependa.
- Deberá estar **participada** por la Caja en al menos un **50%** de sus derechos de voto.

Por otro lado, se reforma el artículo 1.1 de la LORCA para establecer el régimen de **composición de los órganos de gobierno** de las Cajas que opten por este modelo, que se atenderá a las siguientes reglas: (1) la representación de las corporaciones municipales (que no tengan la condición de fundadoras) se llevará a cabo sobre la base de aquellas en cuyo término tenga abierta oficina la entidad bancaria instrumental ; y (2) la representación de los grupos de trabajadores e impositores se llevará a cabo sobre la base de los correspondientes colectivos de la entidad bancaria instrumental (en el caso de los trabajadores, se incorporarán los empleados de la Caja de Ahorros). Asimismo, se establece que a la hora de designar a los **representantes de la Caja** en el consejo de

administración de la entidad bancaria instrumental, se tendrá en cuenta la representación de los grupos en el consejo de aquella.

Por último, el régimen de ejercicio indirecto de la actividad financiera se aplicará también a aquellas Cajas que, **de forma concertada**, ejerzan en exclusiva su objeto como entidades de crédito a través de una entidad de crédito conjuntamente controlada por ellas, conforme a lo dispuesto en la normativa sobre grupos consolidables (artículo 8.3 de la Ley 13/1985).

V. Transformación en fundación de carácter especial

El artículo 6 del Real Decreto-ley establece que las Cajas podrán acordar la **segregación de sus actividades financiera y benéfico-social** en los siguientes casos:

- Cuando una Caja que hubiera optado por la modalidad de ejercicio indirecto de su actividad dejara de ostentar una participación de al menos el 50% en la entidad bancaria instrumental.
- Como consecuencia de la renuncia a la autorización para operar como entidad de crédito y en los demás supuestos de revocación.
- A raíz de la intervención de la Caja, en los supuestos previstos por la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

Las Cajas que opten por esta vía estarán sujetas a un **doble proceso**:

- Deberán **traspasar** todo su patrimonio afecto a la actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última. Esta operación de **segregación** se regirá por lo establecido en la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.
- Se transformarán en **fundaciones de carácter especial** (debiendo respetar los requisitos previstos para la constitución de fundaciones), perdiendo, en consecuencia, su condición de entidad de crédito. La fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su **obra social**, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores.

VI. Régimen fiscal

El artículo 7 del Real Decreto-ley recoge el **régimen fiscal** al que estarán sometidas las operaciones reguladas en esta norma, que se resume en los siguientes apartados (se cita sólo el primero):

- En primer lugar, se podrá aplicar el **régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores del Impuesto sobre Sociedades** (lo que supone, por remisión, la aplicación de beneficios también en otros tributos) a las transmisiones de activos y pasivos que tengan un resultado económico equivalente a las operaciones de reestructuración que originan la aplicación del referido régimen especial.

VII. Disposiciones en materia de solvencia

El Real Decreto-ley se anticipa a **Basilea III** y establece la posibilidad de que por vía reglamentaria se introduzcan dos nuevas obligaciones (a tal efecto se modifica el artículo 6 de la Ley 13/1985):

- **Liquidez:** obligación de disponer de activos líquidos que permitan hacer frente a potenciales salidas de fondos, y la de mantener una estructura adecuada de fuentes de financiación y de vencimientos.
- **Apalancamiento:** límite máximo a la relación entre los recursos propios de la entidad y el valor total de sus exposiciones a los riesgos derivados de su actividad.

Estas dos nuevas obligaciones podrán ser moduladas en función de la capacidad de cada entidad de crédito para obtener recursos propios básicos. Una segunda reforma en el ámbito de la solvencia afecta al Real Decreto ley 9/2009, en el que se introduce un nuevo artículo 10 bajo la rúbrica “**recapitalización de entidades individuales**”. En concreto, se admite la posibilidad de que, excepcionalmente, el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades individuales que, sin incurrir en las circunstancias previstas en el artículo 6 de dicho Real Decreto-ley (“debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad y determinen la conveniencia de que acometa un proceso de reestructuración”), precisen a juicio del Banco de España de un reforzamiento de sus recursos propios. Estas adquisiciones estarán sometidas al régimen del artículo 9 (que tienen por objeto reforzar los recursos propios con el fin exclusivo de llevar a cabo entre sí procesos de integración) y estarán condicionadas a la elaboración de un **plan de recapitalización**, que deberá ser aprobado por el Banco de España.

CAPÍTULO 3

EL PROCESO DE LA FINANCIACIÓN Y EL EMPRENDIMIENTO

3. 1. INTRODUCCIÓN

El término emprendimiento aparece recogido en el diccionario de la Real Academia Española con dos acepciones: acción y efecto de emprender y la cualidad del emprendedor. Emprender es la acción de acometer y comenzar una obra, un negocio, un empeño, especialmente si encierran dificultad o peligro. Si buscamos el origen etimológico, emprendedor es alguien que se compromete a que las cosas sucedan, y lo hace.

A pesar de tener una definición para emprender lo que aún no queda claro es la definición de emprendedor. Timmons (1989) señala que “El espíritu empresarial es la capacidad de crear y construir algo prácticamente de la nada. Es iniciar, hacer, lograr la construcción de una empresa u organización, en lugar de simplemente observar, analizar o describir. Es la habilidad para detectar una oportunidad donde otros ven caos, la contradicción y confusión.”. Como señala la Comisión Europea en su comunicación 222/1998, “el emprendimiento es un proceso dinámico por el que las personas descubren continuamente las ocasiones de negocio y actúan en consecuencia, inventando, produciendo y vendiendo bienes y servicios con confianza en sí mismo, capacidad de asumir riesgos y dedicación”.

El fomento de la cultura empresarial y del auto-empleo ha sido uno de los objetivos de las políticas económicas en las últimas décadas. En particular, en España estas políticas adquieren especial protagonismo como forma de incrementar los niveles de ocupación y una vía para disminuir las elevadas tasas de paro presentes en nuestro mercado laboral, siendo el emprendimiento una forma de reinserción o, como para el caso del desempleo juvenil, una posibilidad de poder iniciar su vida laboral.

Son muchas las investigaciones centradas en el estudio del emprendimiento. Ésta línea de investigación se ha centrado fundamentalmente en tres aspectos: las actitudes o atributos de los emprendedores, los condicionantes socioeconómicos y legales y la relación entre emprendimiento y educación. Este apartado se organiza siguiendo dichas líneas de investigación.

3.1.1. Las actitudes o atributos que distinguen a los emprendedores

Una rama de la literatura sobre emprendimiento incluye trabajos que se centran en el estudio de los atributos que se asume que debe tener un emprendedor. El supuesto de partida es que una persona emprendedora presenta una serie de características especiales que la distinguen de aquellas otras personas que no lo son.

Parece alcanzarse un cierto consenso en la literatura sobre las tres características principales que definen a una persona emprendedora: la necesidad de logro, el locus de control interno y la no aversión al riesgo. La necesidad de logro es la actitud que presenta el emprendedor a conseguir todos los objetivos que se propone. El concepto de locus de control interno impulsa al empresario a asumir la responsabilidad de todos sus actos asumiendo el control de todas las acciones que lleva a cabo. Y por último, un emprendedor debe ser capaz de asumir el riesgo que lleva aparejado cualquier empresa que se propone.

En base a un listado de atributos y pautas de comportamiento, Lessem (1989) señala que es posible hacer una clasificación de empresarios. Así, define seis tipos diferentes de emprendedores caracterizados por una personalidad particular definida a partir de una combinación de atributos.

En la misma línea, Chell, Haworth y Brearley (1991) abordan cuestiones metodológicas relativas a la personalidad emprendedora. Examinan la naturaleza del empresario desde perspectivas sociológicas de comportamiento y de organización.

Señalan que el problema es que no existe una definición universalmente aceptada de iniciativa empresarial.

En Engle et al. (2010) se aborda esta cuestión en el marco de la Teoría de la Conducta Planificada de Ajzen (Ajzen (1991)). El modelo de Ajzen considera que la intención emprendedora, depende de tres variables: actitud hacia el comportamiento, las normas sociales y auto-eficacia percibida. Estos autores analizan la intención emprendedora en 12 países utilizando un cuestionario de elaboración propia. Sus resultados indican que el modelo de Ajzen del comportamiento planificado predice con éxito la intención empresarial en cada uno de los países, aunque, como también está previsto en el modelo, se detectan diferencias entre países.

En esta línea, Ashraf (2014) examina los factores potenciales relacionados negativamente con la actitud emprendedora. Observa que factores como el miedo a asumir el riesgo de endeudarse, la falta de conocimientos e incluso los principios religiosos influyen negativamente en la actitud emprendedora de una muestra de mujeres de zonas rurales pobres de Bangladesh.

En base al grado en que se tienen dichas características, se puede medir la capacidad para el emprendimiento de los individuos. Para conseguir dicho objetivo, se han diseñado numerosas encuestas. Una de las más utilizadas es la conocida como General Enterprising Tendency 2 Tests (GET2), que pretende medir el potencial emprendedor de una persona a través de una serie de preguntas sobre sus actitudes y comportamientos.

3.1.2. Condicionantes socio-económicos y legales.

Uno de los aspectos relativos a los condicionantes socio-económicos que más atención ha captado es el género. Al hilo de los determinantes psicológicos que definen al empresario, son numerosos los trabajos focalizados en el género, esto es, en el estudio de la diferente actitud y motivación ante el emprendimiento hombres y mujeres (DeMartino y Barbato (2003)). En esta rama de la literatura se sugiere que las mujeres se enfrentan a desventajas significativas en comparación con los empresarios masculinos en su acceso a los recursos financieros (Garwe et al. (2012)).

En Bardasi et al. (2011) se analizan las diferencias entre las empresas en las que la propiedad recae en hombres y las que son propiedad de mujeres en distintas regiones

del planeta, utilizando los datos proporcionados por la encuesta empresarial del Banco Mundial. Se detectan importantes diferencias en términos del tamaño de empresa, aunque no observan ninguna evidencia de discriminación de género en el acceso a la financiación formal. No obstante, aunque el acceso es similar, las mujeres empresarias reciben préstamos más pequeños que sus homólogos masculinos. Respecto a los rendimientos de cada unidad monetaria recibida en términos de los ingresos totales por ventas obtenidos no se detectan diferencias entre ambos. En el ámbito de la financiación desde la óptica de los estudios de género, Sena et al. (2012), analizando el endeudamiento en el auto-empleo, muestran que las mujeres son menos propensas que los hombres a buscar financiación externa.

Otros trabajos, como Jayawarna et al. (2012), señalan que las mujeres se encuentran con diferencias significativas en la forma de obtención de recursos financieros tradicionales en comparación con empresarios masculinos. Existe una clara diferencia de acceso a la financiación entre hombre y mujeres, debido por un lado a las características de los mercados de capital y por otro, a las características empresariales y personales femeninas que imponen una barrera para conseguir las mismas fuentes de financiación que los empresarios masculinos.

En términos de la demanda de financiación, Garwe and Fatoki (2012), muestran diferencias en la demanda de financiación según el género a partir de los resultados de una encuesta a emprendedores realizada en cuatro ciudades de Sudáfrica.

Pero, para que una iniciativa de emprendimiento se lleve a cabo, además de una serie de atributos innatos o aprendidos por parte del emprendedor, es necesario que existan una serie de factores o circunstancias, que propicien un impulso al emprendedor. En este contexto o marco se engloban tanto condicionantes legales o jurídicos como cauces financieros correctos que apoyen dicha empresa.

La medición de la actividad empresarial en el contexto nacional e internacional es una tarea recientemente iniciada. A finales de la década de los 90 Global Entrepreneurship Monitor (GME)²⁸ comenzó a lanzar sus encuestas siendo a día de hoy el estudio más importante del mundo sobre iniciativa empresarial. El objetivo de este sondeo es examinar por qué algunos países muestran una actitud más empresarial que

²⁸ Comenzó a realizarse como un proyecto conjunto entre el Babson College de Estados Unidos y la London Business School del Reino Unido.

otros. Se trata del recurso más rico de información sobre el tema ya que, a través de una vasta recopilación de datos ejecutado a nivel internacional, GEM es capaz de proporcionar información que permite en gran medida la comprensión del fenómeno de iniciativa empresarial. En cada país, GEM presta atención por un lado al comportamiento y las actitudes de los individuos emprendedores y por otro lado a cómo el contexto nacional afecta a la actividad empresarial.

3.1.3. Emprendimiento y Educación

El emprendimiento es factor generador de desarrollo. Fomentar el espíritu empresarial se ha convertido en uno de las prioridades más importantes de la política pública, pasando por ello la Universidad a jugar un papel relevante, no sólo por los planes de estudios ofertados sino por todos los cursos y seminarios destinados a motivar el espíritu innovador de los estudiantes. Han sido muchos los programas ofertados por las universidades y las escuelas de negocios orientados a la enseñanza de un método con el cual conseguir identificar oportunidades, sopesar las necesidades de recursos y aprender cómo adquirirlos, así como conseguir una buena planificación del negocio y una óptima implementación.

La educación en el emprendimiento pretende influir sobre el comportamiento o la actitud de los estudiantes ante el emprendimiento, pretendiendo que éstos sean más innovadores, que adquieran las habilidades y competencias necesarias para llevar a cabo cualquier objetivo empresarial que se propongan y promover una cultura positiva ante el emprendimiento. Sin embargo, el sistema educativo tradicional no desarrolla los atributos ni las habilidades para "producir" empresarios y, en consecuencia, hay que introducir una serie de cambios que afectan tanto al contenido como al proceso de aprendizaje (Kirby(2004)). La educación empresarial se centra menos en la enseñanza tradicional del alumno en el aula y más en un aprendizaje mediante la continua práctica de actividades.

Una importante rama de la literatura se ha dedicado a averiguar qué cambios necesita el proceso de aprendizaje tradicional para generar emprendedores. Son muy numerosos los trabajos que examinan el efecto de la participación en un programa de educación empresarial en las percepciones del atractivo y viabilidad de iniciar un negocio. Aunque algunos de estos trabajos han mostrado que el efecto de la participación en un curso empresarial no tiene el efecto deseado sobre la actitud

empresarial de los estudiantes (Ooesterbeek et al. (2010)), son tan numerosas las investigaciones que han demostrado que el emprendimiento sí que puede ser enseñado, que no se pone en duda del papel que tiene la enseñanza en la actitud hacia el emprendimiento. Peterman y Kennedy (2003) examinan el efecto de la participación en un programa de educación empresarial en la percepción de los estudiantes ante la posibilidad de iniciar un negocio. El estudio proporciona evidencias empíricas que apoya la exposición a la educación empresarial.

La educación empresarial continuará siendo importante y se convertirá en una disciplina académica por todo el mundo. Como se señala en Rasmussen y Sorheim (2006), las universidades pueden satisfacer la falta de disponibilidad de gente capaz de gestionar proyectos mediante el aumento de la motivación y la competencia de los alumnos para convertirse en las piezas claves de la actividad innovadora y emprendedora de un país.

Luthje and Franke (2003), utilizando una muestra de estudiantes de ingeniería del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) examinan si la disposición personal o la percepción contextual tienen un impacto en la intención de fundar una empresa propia. La encuesta pasada confirma que los rasgos de la personalidad tienen un fuerte impacto en la actitud hacia el trabajo por cuenta propia.

En el trabajo de Wang and Wong (2004) se analiza el nivel y los determinantes del interés en la iniciativa empresarial entre los estudiantes de pre-grado universitario en Singapur. Los autores encuentran que son tres los factores de fondo que determina la iniciativa empresarial: el género, la experiencia emprendedora de las familias y el nivel de educación, mientras que no afectan a la iniciativa empresarial el nivel de ingresos familiar o el origen étnico.

En esta misma línea, Alshumaimri et al. (2012) examinan el efecto que tiene la universidad sobre el emprendimiento en el ámbito científico. Para ello realizan un estudio en alumnos pertenecientes a distintas universidades de Arabia Saudí, mostrando que la universidad tiene un efecto positivo sobre el fomento al emprendimiento.

En Bilic et al. (2011) se explora, a través de una encuesta pasada a los alumnos de pregrado y postgrado de una facultad de Economía de Croacia, la intención de éstos de establecer sus propios negocios, poniendo especial énfasis en el impacto que tiene el

sistema educativo en cuanto a proporcionar los conocimientos y las herramientas necesarias para poder llevar a la práctica cualquier idea empresarial.

3. 1.4. Emprendimiento y financiación

La importancia de un sistema financiero eficiente es vital para el crecimiento económico y, en particular, un sistema financiero que apoye los proyectos emprendedores es crucial para crear un tejido empresarial sólido. Por ello, paralelamente a los estudios sobre emprendimiento en las diferentes ramas señaladas anteriormente, en los últimos años, la literatura existente dedicada a la relación entre emprendimiento y financiación ha crecido enormemente.

Estos estudios se centran fundamentalmente en las dificultades que se encuentran los emprendedores en los mercados financieros para la obtención de financiación, las diferentes formas de financiación entre PYMES según el sector en el que desarrollen su actividad, la autofinanciación y riqueza de los emprendedores y su disposición para emprender un negocio.

Así, Krasniqi (2010), a partir de los datos obtenidos en una encuesta dirigida a la pequeña y mediana empresa realizada por el Instituto Riinvest en 2006, estudia los determinantes de las condiciones financieras que los bancos aplican a las solicitudes para la obtención de crédito por parte de las PYMES. Los resultados muestran que existen dificultades de acceso al crédito ya que no todas las empresas que solicitan dicha financiación la obtienen finalmente. Además, los bancos comerciales basan sus decisiones de conceder o no préstamos a las empresas principalmente en base a la existencia de garantías. Se observa un ligero exceso de demanda respecto de la oferta de créditos.

Otro problema al que se enfrenta un proyecto emprendedor es la información asimétrica y las restricciones existentes en los mercados financieros. Beck (2013) analiza la importancia de la estructura del mercado, la competencia y las regulaciones para las PYME y su acceso a la financiación durante el ciclo económico y durante la crisis. Stucki (2013) analiza la relación existente entre las restricciones financieras y el éxito o continuidad de un proyecto empresarial. Utiliza las respuestas de una encuesta enviada a un grupo de start-ups suizas. El objetivo es comprobar si el impacto de las restricciones financieras disminuye con la edad de la empresa. La evidencia empírica

indica que dicho impacto tiene, no sólo efectos en el inicio del proyecto, sino que también tiene efectos a lo largo de toda la vida de la empresa.

Xiao y North (2012) estudian cómo han afectado los cambios institucionales a la forma en que se financian las PYMES chinas que desarrollan su actividad en el ámbito tecnológico. En este trabajo se enfatiza la importancia de un marco institucional general que contribuya positivamente a la disponibilidad de crédito a largo plazo y a la financiación del capital que necesitan los emprendedores.

Korosteleva et al. (2011) investigan los determinantes de la financiación en la puesta en marcha de proyectos emprendedores en diferentes países utilizando los datos proporcionados por la encuesta GEM. Sus resultados muestran que la liberalización financiera tiene un efecto positivo para la puesta en marcha de proyectos empresariales debido principalmente a la entrada de capitales internacionales y de las remesas de no residentes.

En esta línea, Jaworski (2012) presenta los resultados obtenidos al realizar una encuesta a un grupo de PYMES en Polonia. La falta de información financiera adecuada tiene un efecto directo sobre la gestión de la pequeña empresa, siendo éste uno de los principales motivos del fracaso del negocio.

En Riding et al. (2012) se presenta un análisis de las diferentes decisiones en la forma de financiación entre propietarios de PYMES dedicadas a I+D y PYMES que no realizan I+D. Aunque los resultados muestran que las preferencias por las diferentes fuentes de financiación no siguen un único modelo, lo que sí queda claro que aquellas empresas dedicadas a I+D son más propensas a buscar financiación de capital que aquellas empresas que no invierten en I+D.

La financiación con recursos propios juega un importante papel en el emprendimiento. En consecuencia, una parte importante de esta literatura se ha centrado en la relación entre el emprendimiento y su financiación vía fondos propios.

Uzzi y Gillespie (1999) señalan que el capital social y la inseparabilidad de los empresarios de sus empresas, hacen que las empresas pequeñas se financien con distintas fuentes que las grandes empresas.

Demirgüç-Kunt et al. (2011) analizan la relación entre la riqueza personal y la decisión de autoempleo. Estos autores presentan evidencia de que los hogares más ricos son más propensos a emprender un negocio que aquellos con menor renta disponible. Esto sugiere que los emprendedores son conscientes de las restricciones existentes en los mercados financieros a la hora de abordar nuevos proyectos empresariales. En esta misma línea, Elston and Audretsch (2010) examinan tanto el papel de la actitud al riesgo y de la riqueza del emprendedor como la elección entre diferentes fuentes de financiación alternativas. Para ello, se centran en el estudio de emprendedores americanos que consiguieron éxito con su actividad empresarial. En general, los hallazgos sugieren que tanto la riqueza y las actitudes de riesgo pueden desempeñar un papel importante en la elección de los emprendedores entre diferentes formas de financiación. Posteriormente estos mismos autores (véase Elson and Audretsch, 2011) estudian el papel que juega el capital personal de cada emprendedor a la hora de decidir si iniciar su actividad empresarial. El estudio se centra en los emprendedores que realizan su actividad en el sector de alta tecnología en Estados Unidos. Los resultados empíricos sugieren que subvenciones a I+D para pequeñas empresas (Small Business Innovation Research grants), tarjetas de crédito y ganancias de otros trabajos asalariados son las principales fuentes de financiación de los emprendedores cuando deciden crear una start-up. Sus resultados indican que la riqueza personal parece tener un impacto positivo sobre la probabilidad de poner en marcha un nuevo proyecto empresarial, incluso cuando el empresario no tiene una fuerte actitud hacia el riesgo.

Fossen (2011) muestra como los empresarios invierten una gran parte de su riqueza en sus propias empresas, hecho que choca con los bajos rendimientos esperados y el alto riesgo que asumen (paradoja de la prima de capital privado).

Magri (2009), utilizando datos de la Encuesta de Ingresos y Riqueza de los Hogares Italianos muestra que poco más del 25% de las microempresas se financian mediante la utilización de préstamos bancarios para fines comerciales.

Kerr y Nanda (2009) analizan en primer lugar el impacto que tiene el desarrollo de los mercados financieros (por ejemplo, el nivel de competencia entre los bancos, la profundidad de mercados de crédito) sobre el emprendimiento y en segundo lugar, también examinan cómo las propensiones para iniciar nuevos proyectos empresariales se relacionan con la riqueza personal o los cambios recientes en la misma.

Nuevas fuentes financieras

Una alternativa financiera para las pequeñas empresas o microempresas es el *microcrédito*. Muhammad Yunus, pionero del movimiento del microcrédito y fundador del Grameen Bank en Bangladesh, sostiene que el microcrédito crea nuevas oportunidades de empleo para los más necesitados, siendo una alternativa financiera para proyectos emprendedores. El estudio de esta fuente de financiación fundamentalmente en economías en desarrollo ha sido una rama productiva en esta literatura.

En esta línea, Skoufias (2013) analiza el impacto que ha tenido en la economía brasileña el aumento de la oferta de microcréditos sobre la financiación de nuevas empresas. Ghosh y Guha (2014) analizan los datos de una encuesta realizada entre los empresarios asentados en barrios marginales de Mubai (India). El objetivo de este estudio es analizar qué opciones financieras eligen los microempresarios y qué factores influyen en su elección de las diferentes alternativas. La evidencia empírica concluye que existen una combinación de factores socioeconómicos y demográficos que influyen en la decisión del microempresario para elegir instituciones de microfinanzas como fuente financiera. En estas economías y los mercados que operan fuera de la ley, los colaterales por excelencia para las transacciones financieras son la confianza y los lazos familiares y afectivos.

En Chliova et al. (2015) se muestra el impacto positivo que tiene el microcrédito sobre la acción emprendedora. Este impacto positivo tiene mayor intensidad sobre todo en lugares de pobreza donde el acceso a la financiación tradicional es más difícil.

El papel de los *business angels* como apoyo financiero a nuevos negocios también ha gozado de mucha atención. Como define la Asociación Española Business Angels, esta figura hace referencia a un inversor que toma sus propias decisiones de inversión y que aporta su propio dinero a empresas no cotizadas promovidas por personas que son ajenas a él. Aunque la inversión puede producirse en cualquier etapa del desarrollo del negocio, el business angel desempeña un papel fundamental en la creación de empresas dedicadas principalmente a la innovación ya que apoyan a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de sus empresas. Shane (2012) señala que este apoyo ha sido uno de los principales motores que han propiciado el crecimiento de nuevas empresas, pero tener datos fiables al respecto es difícil por no

disponer de información. Además, algunos investigadores confunden esta figura financiera con la de otros inversores como, por ejemplo, amigos o familiares que invierten en el negocio.

Otra posibles vía de financiación que ha acaparado la atención de los investigadores como fórmula utilizada para emprender un negocio es el *crowdfunding* o *micromecenazgo*. Se trata de un sistema cooperativo en el que un numeroso grupo de personas apoyan financieramente una determinada acción empresarial. Una de las cosas más difíciles para cualquier pequeño empresario es conseguir el capital inicial. Por ello, esta forma de financiación ha crecido en popularidad en los últimos como una alternativa a las formas tradicionales de financiación supliendo la falta de financiación bancaria tradicional.

Como señala Hemer (2011), el *crowdfunding* puede ser una alternativa de financiación informal que viene a llenar la brecha de financiación que se encuentran los emprendedores en los primeros estadios de su empresa y que representa uno de los principales obstáculos para conseguir la puesta en marcha de sus proyectos. En Tomczak y Brem (2013) se presenta un compendio de literatura sobre los temas relativos a los procesos de financiación de *crowdfunding*. Estos autores resaltan que existen todavía aspectos relevantes abiertos especialmente en lo que se refiere a las cuestiones legales y la reinversión de esta práctica financiera.

Financiación y crecimiento

La mayoría de los modelos propuestos centrados en el estudio del crecimiento y desarrollo de las empresas sugieren un ciclo de vida bastante común. Estas etapas comprenden la generación de ideas, la puesta en marcha de dichas ideas, la supervivencia, el crecimiento de las primeras etapas, la maduración y, por último, la decadencia (Miller y Friesen (1984); Gibb y Davies (1992)).

Hanks y Chandler (1994) critican estos modelos señalando que no todas las empresas deben pasar necesariamente por todas las etapas de desarrollo propuestas anteriormente. Por ello, Hussain et al. (2006) plantean otro enfoque alternativo para determinar las etapas de desarrollo en que se encuentra una empresa; dicho enfoque está basado en la edad, es decir, el tiempo transcurrido desde la fundación de la empresa.

Xiao (2011) investiga cómo las PYME de alta tecnología en China satisfacen sus necesidades financieras de un modo diferente según la etapa en la que se encuentre de su ciclo de crecimiento del negocio. En este trabajo se plantea un modelo de crecimiento de los negocios en tres etapas: la puesta en marcha, la edad temprana (donde ya produce bienes y servicios para los primeros clientes y empieza a tener ingresos) y la etapa posterior (donde ya tienen un crecimiento significativo de los ingresos y ha generado beneficios durante varios años). Los resultados muestran la importancia de las fuentes financieras informales para las empresas de alta tecnología en las tres etapas de desarrollo.

Emprendimiento y Crisis Financiera

La situación económica vivida en los últimos años, durante la conocida como Crisis Global Financiera, ha tenido un fuerte impacto en todos los ámbitos económicos y en particular sobre las pequeñas y medianas empresas.

En España, la contracción radical del crédito por parte de la banca tradicional han aumentado las dificultades que ya de por sí tienen estas empresas para el acceso a la financiación, provocando que muchas de ellas hayan vivido situaciones financiera casi insostenible. Las PYMES son una importante fuente de empleo pero también ha sido una importante fuente de destrucción de empleo en España.

Pero por otra parte, durante estos años se ha producido un aumento considerable de proyectos emprendedores como una vía alternativa real para abandonar una la situación de desempleo a largo plazo.

Por ello, en el siguiente capítulo de la tesis se presenta un estudio empírico, realizado a partir de las respuesta obtenidas de una encuesta respondida por un grupo de emprendedores. En ella se les pregunta, entre otros temas, sobre las dificultades que han encontrado a la hora de financiar su proyectos empresariales, formas jurídicas de la empresa, sector en que se enmarca la actividad que realiza la empresa, así como las diferentes formas de financiación que utilizan, entre otras. Pero además se estudia si la elección entre una forma de financiación u otra varía a lo largo de los primeros 42 meses de vida. A diferencia de los estudios existentes centrados en el análisis de la relación entre crecimiento y financiación, los objetivo planteado en este trabajo son varios; por un lado, el objetivo principal que se ha perseguido es comprobar qué relación existe entre financiación y emprendimiento, pero focalizando el estudio en

comprobar si la forma de financiación elegida por aquellas sociedades que realizan actividades empresariales a través de una forma jurídica mercantil, depende de la fase de crecimiento en la que se encuentre. En segundo lugar, el período de estudio se ha centrado fundamentalmente en los primeros 42 meses de vida del proyecto empresarial. (semilla).

3.2.- EL PROCESO DE LA FINANCIACIÓN Y EL EMPRENDIMIENTO

En el proceso de emprendimiento o creación de una empresa todo comienza con una idea alrededor de un emprendedor o de un grupo de promotores de la misma. Parece interesante pensar que dicho grupo, caso de existir, sea un grupo muy cohesionado, motivado, con una cierta diversidad funcional y con adecuado conocimiento y experiencia del negocio. Estos atributos del equipo se han puesto de manifiesto en el informe elaborado por la Fundación Kauffman bajo el título “Anatomía del Emprendedor” sobre una encuesta realizada a 549 fundadores de compañías estadounidenses de todo tipo.

Hoy en día parece necesario que un proyecto empresarial exitoso aglutine tres grandes tipos de talentos (recursos): talento en temas de finanzas y control de gestión; talento en el ámbito comercial y de marketing; y talento de operaciones (recursos humanos, tecnologías de la información, operaciones, etc).

Como señala Collins (2001), la idea de negocio debería satisfacer alguna necesidad (“the pain factor” que dicen los americanos), de forma diferente a través de ventajas competitivas sostenibles. Posteriormente hay que hacer un adecuado estudio de mercado sobre los clientes target para “pasar de la idea a la oportunidad de negocio”. El siguiente paso es la propuesta de valor y el Business Plan que desarrolla además los planes operativos del negocio tal como se señala en Zorita (2015). En el plan operativo de finanzas (Plan Financiero) se desarrolla tanto el Plan de Inversiones para poner en marcha el negocio como el Plan de Financiación.

Alonso Nuez et al. (2008) inciden en que la obtención de recursos financieros o Plan de Financiación es un aspecto crítico en la puesta en marcha de cualquier proyecto empresarial, especialmente al inicio pero también a lo largo de la vida de la empresa.

Las entidades financieras tradicionales (bancos y cajas), y en especial en la actual coyuntura financiera que han atravesado y que se ha descrito en el Capítulo 2, no financian proyectos de emprendimiento en las fases iniciales. En su fase temprana es cierto que son proyectos de mucho riesgo, y por ello las entidades bancarias no suelen entrar en esas fases iniciales. Sin embargo sí existen instrumentos de financiación alternativos, de deuda o de capital (equity), que pueden permitir obtener los recursos que el proyecto empresarial requiere. En especial para proyectos de fuerte innovación, con modelos de negocio claramente visibles, y que tengan una clara capacidad escalar de crecimiento. En este sentido, es interesante el paso dado por el regulador español que a través del Ministerio de Economía y Competitividad ha publicado la Orden ECC/1087/2015 de 5 de junio (BOE del 11 de junio de 2015) que crea y regula el Registro de Pequeña y Mediana Empresa Innovadora. Para que una pyme sea inscrita en este registro, la nueva regulación contempla tres vías: haber recibido financiación pública en los últimos tres años; demostrar sus carácter innovador (a través de patentes, por ejemplo) o demostrar su capacidad de innovación mediante alguna de las certificaciones oficiales reconocidas por el Ministerio de Economía y Competitividad, como la de Joven Empresa Innovadora (JEI) y la de Pequeña o Mediana Empresa Innovadora.

La hipótesis de esta Tesis es que los instrumentos de financiación disponibles para una empresa están muy “adaptados” o son diferentes en función del “ciclo de vida” de la empresa: fase de nacimiento o start-up, crecimiento o desarrollo y fases de madurez. Esta hipótesis está en la línea de pensamiento de Hussain et al. (2006).

Por otra parte, el que dicha financiación se instrumente en forma de deuda o dando entrada a nuevos accionistas, por ejemplo inversores privados o business angels, tiene importantes implicaciones: financieras, jurídicas, de gobernanza de la empresa, etc. Algunas de estas implicaciones se recogen en Martin Cabiedes (2015).

3.2.1.- La financiación de los proyectos. Deuda versus capital (equity): ventajas e inconvenientes

Al hablar de la financiación de un proyecto empresarial de emprendimiento, los emprendedores tienen que comenzar entendiendo los fundamentos de la misma. La representación contable (Balance) abreviada de una empresa es la que aparece en el cuadro adjunto (Hoyos y Blanco, 2014):

Cuadro 3.1: Balance de la Empresa

Activo Total Neto (ATN)	Pasivo Total Neto (PTN)
<p>- NOF (Necesidades Operativas de Fondos)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Tesorería)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Realizable (Clientes))</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Existencias)</p> <p style="padding-left: 20px;">(- Proveedores)</p>	<p>- Deuda Financiera (DF)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ deuda financiera a corto)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ deuda financiera a largo)</p>
<p>- Activo No Corriente Neto</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Inmovilizado Material)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Inmovilizado Inmaterial)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Inmovilizado Financiero)</p> <p style="padding-left: 20px;">(- Amortización Acumulada)</p>	<p>- Patrimonio Neto (PN)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Fondos Propios (FP))</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Capital)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Reservas)</p> <p style="padding-left: 20px;">(+ Subvenciones y donaciones)</p>

El Activo Total Neto (ATN), o sea la empresa propiamente dicha, o lo que es lo mismo su visión económica está formada por el Activo No Corriente Neto y las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) que se han generado en el tráfico operativo de la misma. Los Proveedores sin coste explícito o del tráfico mercantil normal aparecen en el activo con signo negativo en la medida que minoran el activo que tiene que soportar la empresa. El pasivo, o parte financiera, está formado por la Deuda Financiera (DF) y el Patrimonio Neto (PN) de los accionistas.

De forma prudente, es necesario plantear la sostenibilidad del proyecto empresarial y con ello el Business Plan sin tener en cuenta las Subvenciones porque éstas puede ser que no se nos concedan o lo hagan muy posteriormente.

En cualquier caso, es necesario que los socios promotores del proyecto, investiguen y soliciten en su caso las posibles Subvenciones que puedan otorgar diferentes instituciones del ámbito público (Locales, Autonómicas o Estatales), generalmente para la fase inicial de la puesta en marcha de la empresa.

En esta línea, es interesante revisar de forma periódica la información del apartado “Base de datos de ayudas, subvenciones y préstamos” que aparece en la web **www.ipyme.org** de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa adscrita a la Secretaría General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Industria, Energía y Turismo (www.minetur.gob.es).

El indicador de éxito de una unidad empresarial lo expresamos de una forma doble: de forma económica, Rentabilidad Económica (RE) y de manera financiera Rentabilidad Financiera (RF):

$$RE = \frac{EBIT(\text{Beneficio de Explotación})}{ATN(\text{Activo Total Neto})}$$

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ Neto}(\text{Beneficio Neto})}{PN(\text{Patrimonio Neto})}$$

Parece natural pensar que la Rentabilidad Económica (RE) le preocupe al directivo de la empresa independientemente de cómo está financiada, es decir, que le preocupe qué beneficio de explotación (EBIT) es capaz de obtener con los activos totales netos que maneja.

Lo que ocurre es que dicha visión estaría incompleta a los ojos de los “socios-propietarios” del negocio, al los cuales les interesa el Beneficio Neto final (B° Neto), esto es, una vez descontados los gastos de la financiación y de los impuestos del beneficio de explotación.

El objetivo financiero del proyecto empresarial debiera ser maximizar ambas Rentabilidades de forma sostenida en el tiempo²⁹.

En la medida que el Beneficio Neto no tiene por qué coincidir con el saldo de la Caja (por el criterio del devengo) y no recoge de forma global las entradas y salidas reales de la Caja, habría todavía un concepto de importancia superior como sería el Flujo Libre de Caja (Free Cash Flow o Cash Flow) que serían los fondos generados por

²⁹ Es posible probar que ambas RE y ROE están relacionadas de forma matemática.

el negocio para pagar a sus dos proveedores de fondos: a los bancos satisfaciendo los gastos financieros y el principal de la deuda; y a los accionistas retribuyendo su capital aportado en forma de dividendos.

De esta forma vemos que hay dos fuentes principales de financiación en esta primera fase: la bancaria y la de los accionistas o socios del negocio.

En relación con este tema, al emprendedor se le plantean diversas cuestiones: i) ¿qué proporción Deuda/Fondos Propios es la adecuada?, ii) ¿qué costes tiene cada una de ellas?, iii) ¿qué aspectos críticos tiene cada una de dichas fuentes de financiación del proyecto empresarial?

¿Qué proporción Deuda/Fondos Propios es la adecuada?

Desde el ámbito de la rentabilidad, para un mismo Bº Neto, se elegiría una alta proporción de Deuda y mucho menor de Fondos Propios.

Sin embargo esta visión podría chocar con que la empresa tiene un riesgo mayor en la medida que con una alta deuda tal vez no podría hacer frente al servicio de la misma (intereses) ni a la amortización del principal del préstamo o crédito.

En el actual entorno de análisis del riesgo prudente por parte de las entidades bancarias, es muy difícil pensar en endeudamientos o apalancamientos por encima del 50 %. Por ello, una estructura prudente y realista hoy en día estaría formada por un mínimo del 50 % de Patrimonio Neto y un máximo de Deuda del restante 50 %.

Esta proporción del 50% o más de Recursos Propios en relación al Plan de Inversiones inicial se da en la vida real en los proyectos de emprendimiento puestos en marcha en España a lo largo del 2014. En efecto, como se señala en el GEM (Global Entrepreneurship Monitor de España 2014, www.gem-spain.com), en su página 67 y cuando se refiere a la financiación de dichos proyectos de emprendimiento lanzados en España en 2014: “En promedio, el capital semilla de estos proyectos nacientes fue de 55.542 euros. Debido a la enorme dispersión que existe en las necesidades de capital semilla de los distintos proyectos, que como se puede constatar, en 2014 varió desde los quinientos euros hasta el millón y medio de euros, la media de este indicador es sensible a los valores extremos. Por ello, conviene comparar la media con la mediana, según la cual el 50% de los proyectos ha necesitado una inversión de al menos 20.000.euros, mientras que el 50% restante ha necesitado cantidades que pudieron ser superiores a esa

cifra. El 50% de los emprendedores nacientes invirtió al menos 10.000 euros con fondos propios.”

Esta es una hipótesis que se contrasta posteriormente en el Capítulo siguiente en base a la encuesta que se ha realizado.

¿Qué coste tiene cada una de ellas?

Hay que señalar que el coste financiero de la Deuda y del Patrimonio Neto son radicalmente diferentes. El coste financiero de los fondos propios del Patrimonio Neto o Coste de Capital (K_e) es muy superior al Coste de la Deuda (K_d) en la medida que:

- Los fondos propios del Patrimonio Neto de los accionistas están en el último lugar de prelación de los acreedores en caso de quiebra o disolución de la sociedad, a diferencia de los créditos bancarios que serían un acreedor ordinario.
- Los fondos propios no tienen pactado a priori una remuneración explícita, obligatoria y periódica. La percepción del dividendo es una decisión a tomar por los Órganos de Gobierno de la sociedad, pero que en ningún modo exige un importe explícito ni una periodicidad determinada. En cambio, la deuda bancaria especifica de forma explícita el periodo e importe del retorno de intereses y principal.

Tanto para la concesión como para la determinación del precio o tipo de interés, las entidades financieras han desarrollado unos Modelos de Rating (Basilea II) por el que aplican precios diferentes a las empresas en función del riesgo (cada empresa tiene un rating o calificación de riesgo asignado) y del consumo de capital en el que incurren.

Aunque esto depende de la estrategia comercial de cada Entidad Financiera, para una empresa de rating “bueno”, el coste financiero medio (K_d) hoy en día podría estar en el entorno del Euribor (1 año) más un diferencial del 3 % - 3,5 %³⁰

El Coste de Capital (K_e), estaría vinculado a la rentabilidad que podrían obtener los dueños de la empresa como alternativa a invertir en la misma (también conocido como Activo sin Riesgo) más la correspondiente Prima de Riesgo por invertir en dicho proyecto empresarial:

³⁰ Teniendo en cuenta que el Euribor (1 año) de finales de octubre 2014 (datos Banco de España) fue 0,338 %, esto implicaría un coste medio de la deuda de $K_d = 0,338 \% + 4 \% = 4,338 \%$.

$$K_e = \text{Rentabilidad Activo sin Riesgo} + \text{Prima de Riesgo}$$

El Activo sin Riesgo se asocia a la Deuda Pública española a largo plazo (deuda pública española a 10 años que está en el entorno del 2,00%). La Prima de Riesgo adicional que demandaría un inversor está asociada al propio inversor y dependería también del riesgo que éste percibe (hoy en día se están manejando Primas de Riesgo medias del 8 %, para negocios con más “riesgo” utilizaríamos una prima de riesgo superior). Esto implicaría un

$$K_e = 2,00 \% + 8\% = 10,00 \%$$

Según esto, se podría hablar de un Coste Medio ponderado de los Recursos del Pasivo o de la financiación de la empresa (en terminología sajona se llama el WACC-weighted average cost of capital).

Tiene en cuenta la estructura de financiación de la empresa y los costes de dichos recursos (Deuda y Patrimonio Neto):

$$WACC = K_d x (1 - t) \frac{D}{D + PN} + K_e x \frac{PN}{D + PN}$$

La parte de la Deuda se minorra por el efecto de los impuestos (t es la tasa impositiva de la empresa, para una empresa de reducida dimensión sería el 25 %), dado que los impuestos son gastos deducibles de la cuenta de resultados.

Para una estructura financiera de D= 50%; PN= 50 % y con los costes de $K_d=4,338\%$ y $K_e= 9,25\%$, con un tipo impositivo del $t=25\%$, tendríamos un WACC de:

$$WACC = 0,0163 + 0,0463 = 0,0626 (6,26 \%)$$

Dicho coste medio ponderado de los recursos de financiación habría que compararlo con la Rentabilidad Económica (RE) de la empresa. Si la RE que obtiene la empresa es inferior al coste medio de sus recursos que lo financian (WACC), entonces la empresa no estaría generando valor.

Así pues la estructura de financiación de la empresa entre Deuda y Capital es importante a efectos del coste medio ponderado de los recursos (WACC) que financian la empresa y con ello la rentabilidad económica (RE) que hay que exigir a los activos de la misma.

Aspectos críticos de dichas fuentes de financiación del proyecto empresarial

Además del coste, un aspecto crítico de la elección Deuda versus Capital en el plan de financiación de la empresa tiene que ver con el esquema de independencia respecto al gobierno corporativo de la sociedad.

Financiar el proyecto con deuda no supone una pérdida de independencia de gestión de la sociedad. Al fin y al cabo, la entidad financiera querrá que se le devuelvan los intereses y el principal de acuerdo con el contrato de préstamo establecido.

Sin embargo, la financiación de la sociedad a través de capital podría requerir dar a entrada nuevos socios que tal vez quisieran participar en la gestión de la sociedad. Esto puede ser especialmente relevante en el caso de inversores privados (business angels) o sociedades de capital riesgo a través de las especiales cláusulas o Pactos de Socios que suelen querer imponer (cláusulas “drag along” y “tag along”).

La hipótesis es que el importe y naturaleza de la financiación de un proyecto empresarial dependen especialmente de la fase en que dicho proyecto se encuentre. La empresa tiene una analogía antropomórfica: las empresas nacen, crecen y en algunos casos mueren.

En la primera fase de la vida de la empresa, la del nacimiento, ésta tiene que financiarse con los fondos de los socios promotores o emprendedores. Este primer capital de los socios promotores puede estar acompañado del llamado capital de los tres “f”-founders, friends, and family (socios fundadores, amigos y familia).

En la vida real, con ese capital inicial de los “tres f”, suele tener que arrancarse el proyecto. Luego de forma más sencilla, al cabo de unos meses es más fácil solicitar por ejemplo la financiación de ENISA (Empresa Nacional de Innovación) a través del Préstamo Emprendedores o al CDTI –Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial) con su Programa NEOTEC que luego veremos).

Lógicamente el plan de financiación de arranque depende del plan de inversiones necesario para tal fin, de los activos corrientes y no corrientes que necesitamos para arrancar el proyecto. En condiciones de escasez de recursos, propias de fases iniciales del emprendimiento, debiéramos ser muy críticos y austeros respecto a los activos necesarios para la puesta en marcha del proyecto. Como señalan Corchero y

Pérez (2004) y como vimos por la representación contable del Balance, cualquier elemento del activo que consideremos necesario se tendrá que financiar por el lado del pasivo, con fondos propios o ajenos, pero en definitiva con recursos de financiación.

La propia necesidad de financiación del proyecto ha evolucionado respecto a enfoques más tradicionales desde la aparición del libro “The Four Steps to the Epiphany” del profesor y emprendedor Steve Blank, una de las personas más influyentes de Silicon Valley. Blank propuso que el gran objetivo estratégico de una empresa pasara a ser el de orientar el emprendimiento hacia el descubrimiento y desarrollo de clientes que permitan comprobar, en una etapa temprana, sin incurrir todavía en muchos costes, y por ello con necesidades bajas de financiación, si el producto diseñado es el más conveniente para satisfacer la necesidad detectada, si existe mercado real para él y si los clientes estarían dispuestos a pagar por el producto o servicio.

Basándose y reelaborando las ideas de Blank, uno de sus alumnos, el también emprendedor y profesor Eric Ries, fue perfeccionando durante años esta nueva metodología, dadas a conocer en su famoso best seller “El método lean startup (2008)”. La filosofía “lean startup” se basa en un enfoque volcado en el cliente, en vez del tradicional, centrado en el producto. Ello minimiza los riesgos del emprendimiento al tiempo que disminuye los recursos necesarios para la puesta en marcha del emprendimiento.

Además, como señala el profesor John Mullins (2014) de la London Business School, la mejor financiación de la empresa emprendedora es la que proviene de las ventas a sus clientes. En su libro, señala las cinco principales fórmulas de financiación de estas características: pago por adelantado, suscripción, modelo de escasez (Zara es el ejemplo paradigmático de la herramienta), plazas de mercado o “Marketplaces” (como por ejemplo eBay, y los proyectos de emprendimiento de la economía colaborativa como Airbnb, Uber, BlaBlaCar), y el modelo que convierte un servicio en un producto: normalización y reventa.

3.3.- INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE DEUDA

Aunque como hemos señalado en el último párrafo anterior, todo proyecto de emprendimiento debiera optar por conseguir la financiación inicial de sus clientes y no de fuentes externas, en múltiples casos, el proyecto requiere completar la aportación inicial de los socios fundadores (que hemos comentado debiera ser al menos el 50% de los recursos necesarios iniciales) con recursos de financiación ajena.

En esta línea, nuestra recomendación e hipótesis es que “el orden de los factores sí altera el producto”: primero deuda y luego capital (equity, normalmente de la aportación de inversores externos o business angels).

Las razones de este orden en las fases de financiación por las que va a transitar la empresa son varias:

1º) Tener deuda hemos visto que tiene aspectos financieros positivos (el límite estará en los aspectos del riesgo financiero) en la medida que abarata el WACC (coste medio de los recursos de pasivo) y con ello la empresa necesitaría una menor rentabilización de sus activos (rentabilidad económica) para crear valor (el EVA-economic value added de la empresa compara la Rentabilidad Económica con el WACC).

2º) Hemos comentado que la deuda no interfiere en el gobierno corporativo de la sociedad ni en las decisiones operativas de sus socios fundadores. Su exigencia natural se ciñe a la devolución del principal e intereses de acuerdo con las condiciones pactadas. Este no será el caso cuando la empresa dé entrada en el capital a socios externos en fases posteriores y que a través del Pacto de Socios intervendrán muy directamente en la gobernanza de la sociedad.

3º) En fases iniciales es normal que la empresa no pueda presentar resultados financieros adecuados. Será lógico que en los primeros años, incluso a pesar que el modelo de negocio está validado, su beneficio bruto de explotación (EBITDA) sea negativo y con ello el beneficio operativo (EBIT) y el resultado neto contable (beneficio neto después de impuestos). Esto origina una fuerte dificultad en la valoración de la empresa en estas fases tempranas que sería necesario si se quisiera dar entrada a un inversor externo (business angel) en el capital. Tal vez por una pequeña cantidad de dinero, el inversor externo reclamaría una alta porción del capital de la sociedad y hay que pensar que el proceso de financiación de la sociedad va a ser “largo”, si todo va bien, en sus diferentes etapas de crecimiento.

4º) A nivel práctico y real, no creemos que en España existan hoy en día posibilidades de financiación de inversores externos en fases tan tempranas como el arranque del proyecto. Existe actualmente una importante oferta de proyectos de emprendimiento para ser financiados y por ello los inversores externos (business angels) prefieren entrar en los proyectos en fases algo más maduras, en entornos de año, año y medio, tal vez dos, desde la creación de la empresa, cuando el modelo de negocio ha probado que funciona y con ello la empresa puede exhibir beneficios brutos de explotación (EBITDA) positivos.

Así pues, primero deuda y luego capital (normalmente de inversores externos). Lo que sí parece claro es que dichos instrumentos de deuda tienen unas características muy definidas:

a) Dicha deuda debiera ser de largo plazo, contra más alto mejor pero claramente por encima de un año, para que el servicio de los intereses y la amortización de la misma fueran soportados holgadamente por el cash flow generado por el proyecto emprendedor.

b) En condiciones blandas del coste de la financiación (intereses). Hay que conjugar que en estas fases iniciales el riesgo del proyecto es muy alto, y con ello la posible morosidad de la financiación, con que el coste de la misma para la empresa sea el más bajo posible

c) Sin garantías adicionales (colateral) más allá de las propias del proyecto en cuanto a su oportunidad, modelo de negocio y capacidad escalar de crecimiento. Además, parece natural pensar que en el caso de que el proyecto sea abordado por jóvenes emprendedores, la única garantía que éstos pueden aportar es la derivada de su conocimiento del negocio y su tremenda ilusión y compromiso.

Con estas premisas, y como vamos a ver, los instrumentos reales y más activos de financiación del emprendimiento son fundamentalmente públicos o de fondos obtenidos con presupuestos públicos, nacionales o internacionales:

3.3.1.- Instrumentos de financiación obtenidos de Instituciones Públicas:

a.- Préstamo participativo de ENISA (Empresa Nacional De Innovación)

El primer instrumento financiero de deuda que comentaremos corresponde a ENISA (Empresa Nacional de Innovación), www.enisa.es y su instrumento de financiación de Préstamo Participativo.

La Empresa Nacional de Innovación, ENISA, es una entidad de capital público dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa.

Tal como señala ENISA en su propia web (www.enisa.es) ,desde su creación en 1982, centra su actividad en proporcionar a las pequeñas y medianas empresas y a los jóvenes emprendedores, instrumentos financieros que les permitan reforzar sus estructuras y el desarrollo de proyectos que incorporen la innovación como factor estratégico en sus procesos o modelos de negocio, a través de sus diferentes líneas de financiación y, principalmente del Préstamo Participativo.

Divide su oferta de productos de financiación en función de la fase en la que se encuentre la empresa: creación, crecimiento o consolidación. Destacan las líneas de Jóvenes Emprendedores y la línea de Emprendedores.

Instrumenta su financiación a través del Préstamo Participativo cuyas características son:

Características generales del Préstamo Participativo

- El coste o interés es variable, que se determina en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria.
- Es deuda subordinada, es decir se sitúa después de los acreedores comunes en orden a la prelación de créditos.
- Aunque es deuda, se considera patrimonio neto contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades.
- La amortización anticipada del préstamo sólo es posible si se compensa con una ampliación de capital de igual cuantía de los fondos propios.
- Todos los intereses pagados son deducibles del Impuesto sobre Sociedades.

Elementos que aporta el préstamo participativo frente al préstamo tradicional

- Respetar más los ciclos económicos de las empresas, acomodando el pago a los resultados de las mismas. Como luego veremos se paga un interés fijo mínimo, Euribor (1 año) + un % de diferencial a determinar (para el caso de la Línea Enisa Jóvenes Emprendedores sería Euribor (1 año) + 3,25%), y luego se paga un variable en función de la rentabilidad financiera de la empresa (BAI/PN, Beneficio antes de Impuestos sobre el Patrimonio Neto). Para el caso de la Línea de Jóvenes Emprendedores se establece ese Segundo tramo: hasta un 6 % máximo adicional en función de la rentabilidad financiera de la empresa. Para la Línea Emprendedores de ENISA, ese Segundo tramo llega hasta un 8% máximo adicional y el tramo del interés fijo es del Euribor (1 año) + 3,75%.
- Por su carácter subordinado, es asimilable al patrimonio neto de la empresa a la hora de valorar su solvencia financiera (aunque como hemos señalado a efectos contables es deuda de la empresa).
- La única garantía exigida es la solvencia del proyecto empresarial y del equipo gestor.
- La figura general del Préstamo Participativo está regulada por ley (Resal Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio – (Art.20); y Ley 10/1996, de 18 de diciembre). Permite la opción de convertirse en capital. El préstamo participativo de ENISA no da la opción de convertirse en capital, pero hay algunos otros de algún Fondo o Sociedad de Capital Riesgo que sí lo hace.

Características de los préstamos participativos concedidos por ENISA.

- Vencimiento a largo plazo, máximo hasta 6 años (para el de Jóvenes Emprendedores el plazo máximo es de 4 años, incluido el periodo de carencia de principal de 1 año).
- Periodos de carencia: para el de Jóvenes Emprendedores es de 1 año y para la Línea de Emprendedores máximo de 2 años.
- Tipo de interés variable, con un mínimo y un máximo.

- Cuantía desde 25.0000 hasta 300.000 euros (en el caso del de Jóvenes Emprendedores, dicho importes son: mínimo 25.000 euros y máximo 75.000 euros).
- Válido para todos los sectores de actividad, excepto inmobiliario y financiero, y para todo el territorio nacional.
- Es necesario que los promotores-emprendedores del Proyecto aporten fondos propios al mismo. En el caso de la Línea de Jóvenes Emprendedores se establece que: Aportaciones mínimas de socios vía capital/fondos propios: al menos 50% del préstamo concedido.

Tipos de interés

- Mínimo: Euribor (1año)+ un % de diferencial a determinar (en la Línea de Jóvenes Emprendedores Euribor+3,25%).
- Variable: en función de la Rentabilidad Financiera de las empresa (BAI/PN, beneficio antes de impuestos sobre patrimonio neto), con un máximo en función de la Línea, pagadero anualmente sobre la base de las cuentas anuales aprobadas.
- Por ello, Interés total: Mínimo+Variable ..

Líneas o Tipos de Préstamos Participativos

Las líneas o tipos de préstamos participativos especialmente comercializados por ENISA y cuyas características concretas se pueden ver en su página web (www.enisa.es) son:

- Enisa para Jóvenes Emprendedores
- Enisa Emprendedores
- Enisa Competitividad
- Enisa Mercados Alternativos
- Enisa Fusiones y Adquisiciones
- Enisa Línea Aeronáutica
- Enisa Agenda Digital

Por sus características, importe, etc, la línea para Jóvenes Emprendedores es de relativo fácil acceso y por ejemplo las AJE de cada provincia (Asociaciones de Jóvenes

Empresarios) tienen mucha experiencia en su tramitación directa con ENISA además de otras entidades próximas al emprendimiento.

Las especificaciones propias de cada Línea: beneficiarios, condiciones financieras (importe máximo, tipos de interés, comisiones, plazo de amortización, carencia, garantías, otras condiciones, etc) están especificadas en la página web de ENISA (www.enisa.es).

ENISA es una institución pública cuyos fondos anuales (en el entorno de los 100 millones de euros) provienen de los Presupuestos Generales del Estado y que tiene su propio Departamento de Análisis de las solicitudes de las operaciones crediticias planteadas. Es posible descargarse desde su web el Formulario de Solicitud de financiación al que nos exigirían acompañar el Plan de Negocio del proyecto. Es de destacar la exigencia de la cofinanciación del proyecto con fondos propios. Así en la línea de Jóvenes Emprendedores se establece el requisito de: “Aportaciones mínimas de socios vía fondos propios: al menos 50% del préstamo concedido” (ya habíamos señalado al comienzo del capítulo la mínima necesidad de financiación del 50 % del proyecto por parte de los socios fundadores).

b.- Financiación del CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial)

Otros instrumentos financieros potentes y activos para financiar proyectos de emprendimiento en entornos de innovación son los otorgados por el CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial) (www.cdti.es)³¹.

Tal como se señala en su web (www.cdti.es), el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) es una Entidad Pública Empresarial, dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad, que promueve la innovación y el desarrollo tecnológico de las empresas españolas.

Desde el año 2009 es la entidad que canaliza las solicitudes de financiación y apoyo a los proyectos de I+D+i de empresas españolas en los ámbitos estatal e internacional. Así pues, el objetivo del CDTI es contribuir a la mejora del nivel

³¹ Toda la información que sigue está tomada de www.cdti.es

tecnológico de las empresas españolas mediante el desarrollo de las siguientes actividades:

Evaluación técnico-económica y financiación de proyectos de I+D desarrollados por empresas.

Gestión y promoción de la participación española en programas internacionales de cooperación tecnológica.

Promoción de la transferencia internacional de tecnología empresarial y de los servicios de apoyo a la innovación tecnológica.

Apoyo a la creación y consolidación de empresas de base tecnológica.

Hay que reseñar que el CDTI financia empresas que hagan desarrollo tecnológico, no valdría una empresa que adapte una tecnología ya existente, por ejemplo un proyecto empresarial nuevo de comercio electrónico que adapta una tecnología ya existente. Para ser financiado por el CDTI tiene que tratarse de un desarrollo de tecnología nuevo.

Dentro de la línea de financiación de proyectos de I+D+i destaca las Ayudas NEOTEC. Las ayudas del programa NEOTEC financian la puesta en marcha de nuevos proyectos empresariales que requieran el uso de tecnologías o conocimientos desarrollados a partir de la actividad investigadora, en los que la estrategia de negocio se base en el desarrollo de tecnología.

En ediciones anteriores no se trataba de una ayuda a fondo perdido con un periodo de solicitud determinado y con una asignación concreta sino que era una línea de crédito solicitable a lo largo de todo el año.

3.3.2.- Instrumentos de financiación obtenidos de Instituciones Privadas

a. Financiación Bancaria Tradicional

Las entidades bancarias (bancos y cajas) tradicionales no suelen abordar proyectos de financiación de emprendedores en fases muy iniciales de la empresa. Es verdad que un proyecto de emprendimiento tiene muchas incertidumbres de futuro, riesgo, y por ello está alejado de los esquemas de financiación tradicionales del sistema bancario basados en: existencia de flujos de caja ciertos (del pasado) que puedan hacer frente a la deuda y de garantías adicionales (solventía), en muchos casos a poder ser de

naturaleza real (hipotecaria) como complemento de la operación. Esto es justamente lo que un emprendedor no puede acreditar en las fases iniciales del proyecto: ni flujos de caja “visibles” ni garantías (y tal vez mucho menos de naturaleza real).

Lo que suele ser complejo, es establecer la frontera a partir de la cual un proyecto de emprendimiento debiera presentar unas cifras de negocio-rentabilidad adecuadas. Una empresa en los dos primeros años de vida ya debiera ser capaz de presentar ingresos/ventas aunque su beneficio de explotación (Ebit) sea negativo. Entre el segundo y el cuarto año ha debido crecer mucho en facturación o ventas (se supone que estamos ante proyectos de fuerte crecimiento potencial en base a claras ventajas competitivas) y además ya debiera presentar beneficio de explotación (Ebit) positivos.

Como hemos comentado, es habitual por ello que en los dos primeros años de vida, hay que acudir a fuentes de financiación (ya hemos visto antes algunas de carácter público-ENISA y CDTI- que funcionan bien) que no sean las bancarias tradicionales.

Microcréditos

Para proyectos de pequeño importe, muy vinculados a veces a autoempleo, existe el instrumento financiero del Microcrédito.

La Caixa a través de su ficha bancaria Microbank (www.microbanklacaixa.com), es la entidad más activa en España en la concesión de microcréditos.

Tal como puede observarse en su web, el Microcrédito financiero es un préstamo personal dirigido a profesionales autónomos y microempresas que necesiten financiación para iniciar, ampliar o consolidar su negocio, o para atender necesidades de capital circulante.

Su importe máximo es de 25.000 euros. No es necesaria la aportación de garantía real y su periodo máximo de devolución es de 5 años, pudiendo incluir una carencia de 6 meses.

Como requisito básico, es necesaria la presentación de un Plan de Empresa para el estudio de viabilidad del proyecto que se propone financiar.

Pueden solicitar este tipo de microcrédito profesionales y autónomos con rentas inferiores a 60.000 euros y microempresas con menos de 10 empleados y con una facturación inferior a 500.000 euros.

El procedimiento se solicita en cualquier oficina de la entidad financiera de la Caixa pero antes es conveniente que el Plan de Empresa haya sido validado por lo que llama Entidades Colaboradoras. Estas son Entidades que tienen experiencia y que pueden ayudar al emprendedor en la confección del Plan de Empresa. Entre dichas Entidades Colaboradoras (también disponibles en la web de Microbank) se puede encontrar: Asociaciones de Jóvenes Empresarios (AJE) de cada provincia, Instituto de la Juventud (INJUVE), Secretaría de Estado de Igualdad, Barcelona Activa, Universidades, Escuelas de Negocios, etc.

b.- Financiación Mixta: ICO (Instituto de Crédito Oficial) – Banca Privada

El Instituto de Crédito Oficial (ICO), www.ico.es, es una entidad pública empresarial, adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía que tiene consideración de Agencia Financiera del Estado.

Además de ejercer como Agencia Financiera del Estado, sus principales actividades son:

- Líneas de Mediación
- Empresas y Emprendedores
- Internacional

Las líneas de Financiación ICO están destinadas a una amplia variedad de clientes y actividades: autónomos, pymes, empresas, particulares y entidades públicas.

En definitiva, hay un aspecto muy positivo que es el que el ICO haya puesto a disposición de las entidades bancarias privadas españolas unos fondos (el “funding” o fondeo) en condiciones financieras muy ventajosas en términos de coste y a plazos largos de amortización coherentes con los proyectos de inversión financiados (un problema endémico de la pyme española ha sido su dificultad para que la banca le financiara a largo plazo).

Como aspecto negativo, especialmente para emprendedores en fases tempranas, es que el análisis del riesgo, y por ello la concesión del crédito, lo sigue haciendo la banca privada en sus oficinas bajo sus tradicionales criterios de riesgo en la medida que también asume la posible morosidad de la operación.

Es interesante ver en la página web del ICO,³² las características financieras de la Línea ICO Empresas y Emprendedores (importes, conceptos financiables, modalidad

³² Los fondos (fondeo) del ICO, tanto para las operaciones de mediación (las que hace con la banca) como las suyas propias (financiación corporativa y financiación estructurada) así como los fondos de sus fondos de capital riesgo (FOND-ICOpyme y FOND-ICOinfraestructuras), los obtiene en los mercados de capitales. Se financia mediante la obtención de recursos en los mercados financieros, Las emisiones del ICO se dirigen a inversores institucionales tales como aseguradoras, fondos de inversión, fondos de pensiones, bancos, etc. El ICO cuenta con la garantía del Estado español en las deudas y demás

de producto, tipos de interés, amortización y carencia, comisiones y garantías) así como la sublínea ICO Garantía SGR (Sociedades de Garantía Recíproca).

Esta segunda línea se refiere a la financiación orientada a autónomos y empresas españolas o mixtas con capital mayoritariamente español que cuenten con un aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o de la Sociedad Anónima Estatal de Caución Agraria (SAECA).

c.- Sociedades de Garantía Recíproca

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son entidades financieras (sometidas al control e inspección del Banco de España) cuyo objeto principal consiste en facilitar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas (pymes) y mejorar, en términos generales, sus condiciones de financiación, a través de la prestación de avales ante bancos, cajas y cooperativas de crédito, Administraciones Públicas y clientes y proveedores.

Así pues, no desembolsan dinero sino que proporcionan el aval (riesgo pero no inversión) de la operación de crédito. Con dicho aval concedido al cliente por la SGR, el cliente acude al banco o caja que tenga Convenio con la SGR y el banco pone en marcha la operación, normalmente además en condiciones financieras más favorables que una operación corriente.

La razón está en que la operación está avalada por la SGR (el banco en cualquier caso también vuelve a analizar la operación) y por ello tiene el “riesgo mitigado”, y con ello el coste financiero de la misma es inferior (además estas operaciones consumen menos capital económico a las entidades financieras que tienen que cumplir con la normativa de Basilea II³³).

Las SGR están constituidas por Socios Protectores y por Socios Partícipes. Los Socios Protectores son instituciones públicas y privadas que han aportado capital a la Entidad como respaldo de solvencia frente a terceros, con la limitación de que no pueden ser clientes.

obligaciones que contraiga por la captación de fondos, Esta garantía tiene el carácter de explícita, irrevocable, incondicional y directa.

³³ Las Entidades Financieras analizan hoy en día las operaciones de crédito con la metodología del Rating (Basilea II) y por ello calculan la rentabilidad de la inversión dada al cliente en función del retorno ajustado por el riesgo incurrido y por el consumo de recursos propios que le supone. Este indicador se mide a través del RORAC de la operación/cliente (Return on Risk adjusted Capital).

En las que haya Socios Protectores de carácter público normalmente hay una SGR por cada Comunidad. Así por ejemplo tenemos la de Cataluña (www.avalis-sgr.cat); Andalucía (www.suraval.com); Castilla-León (www.iberaval.es); País Vasco (www.elkargi.es); Madrid (www.avalmadrid.es), etc.

Una de las principales características de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) es que para realizar operaciones con ellas es necesario que el cliente adquiriera la condición de socio partícipe mediante la suscripción de una cuota social (condición que se adquiere una vez que es aprobada la primera operación solicitada). De esta manera el Capital Social de la SGR está formada por los dos grupos de Socios: Protectores y Partícipes.

Así pues los dos tipos de productos de las SGR son: a) Avales ante terceros y b) Avales ante entidades financieras para con dicho aval acceder a financiación privilegiada (en plazos, importes, etc):

a) Avales ante terceros

Los avales técnicos permiten a las pymes garantizar ante las Administraciones Públicas licitaciones provisionales y/o definitivas en los concursos públicos a los que se presentan, siempre en buenas condiciones de mercado. Estos avales garantizan también obligaciones ante terceros, como pueden ser clientes, acreedores o proveedores. También proporcionan avales para Licitación Internacional.

b) Avales ante entidades financieras para con dicho aval acceder a financiación privilegiada (en plazos, importes, etc).

Este es el producto diferencial y hoy en día más demandado por la pymes ante su creciente dificultad de obtención del crédito directo en sus entidades bancarias tradicionales como consecuencia del incremento del coste de dicha financiación y del aumento de las garantías exigidas para su concesión.

El aval de la SGR supone que es dicha SGR quien asume el riesgo de impago en caso de morosidad de la operación y ante el primer requerimiento por parte de la entidad bancaria que concedió el crédito. Esto implica que las propias SGR tengan también sus propios Departamentos de Análisis del Riesgo con criterios muy semejantes a los de la banca.

Refiriéndonos por ejemplo a Avalmadrid (www.avalmadrid.es), en su web se puede observar su oferta para el segmento de Emprendedores con las características:

- **Objetivo**

Potenciar la creación de empresas en la Comunidad de Madrid, sobre proyectos empresariales viables y rentables en términos de generación de riqueza y empleo. Avalmadrid cuenta para ello con una línea financiera que apoya a los emprendedores promoviendo de esta manera la financiación y mejorando el acceso a préstamos para la ayuda en la puesta en marcha de nuevos proyectos empresariales en la región.

- **Beneficiarios**

Todas aquellas pymes y autónomos que cumplan los siguientes requisitos:

(i) Ejercer su actividad y realizar la inversión objeto de la ayuda, en el ámbito territorial de la Comunidad de Madrid.

(ii) La constitución de la sociedad o el alta de autónomos debe producirse, como máximo, en los 24 meses anteriores a la presentación de la solicitud.

(iii) Aportar recursos propios de al menos el 25 % de su plan de inversión.

(iv) Suelen exigir que se comprometan en su proyecto empresarial (esto en la práctica lo que significa es que se recoge adicionalmente a la de la sociedad la firma o garantía individual de los socios promotores del proyecto).

- **Importe Máximo: 60.000 euros**

- **Operativa:** con dicho Aval, el emprendedor puede ir a las entidades financieras con las que existe Convenio con Avalmadrid y éstas le concederán, previo análisis adicional del riesgo, el préstamo o leasing que necesite en condiciones financieras muy ventajosas en función del Convenio firmado con las Entidades Financieras. Plazo de hasta 5 años.

Además tiene que satisfacer a Avalmadrid los costes por el Aval que le proporciona la SGR en términos de las participaciones sociales (entre el 1% y el 4% de la operación).

d. Instrumentos de financiación en capital (equity) – Business Angels

Desde su creación y con los instrumentos de financiación en deuda (además del 50% que aportaron los socios fundadores), la empresa habrá recorrido su primer hito de funcionamiento. En este primer hito, lo habitual será que haya completado el prototipo de su producto y validado el modelo de negocio con la existencia recurrente de clientes y ventas. Este primer hito suele tener un horizonte temporal de un año y medio a dos años (lógicamente depende de cada empresa y de su capacidad escalar con acierto rápidamente en el modelo de negocio y crecer).

A continuación la empresa planifica y dimensiona sus necesidades para el próximo hito de desarrollo. En este próximo hito la empresa se suele plantear: hacer algunos ajustes y complementos en el prototipo, reforzar su estructura comercial para ir más rápido en el crecimiento y comercialización del producto, tal vez hacer alguna campaña de marketing (en medios convencionales y/o en Internet), abordar algún otro mercado geográfico, etc.

Esta nueva etapa hay que planificarla, dimensionarla en términos económicos y requiere la puesta a punto del Plan de Negocio para completar este nuevo hito, normalmente en el entorno de alrededor de los dos próximos años.

La financiación de esta nueva etapa requeriría fondos propios de los socios y/o ajenos. Normalmente los socios fundadores no pueden hacer nuevos desembolsos y tampoco la empresa tendría acceso a nueva financiación en deuda en la medida que estará en el límite del apalancamiento financiero que ya hemos comentado (límite del 50% de recursos ajenos en la estructura del pasivo de la empresa).

Esto nos conduce a la situación frecuente de tener que dar entrada, normalmente en el capital de la empresa, a inversores privados (business angels) que refuercen la estructura de recursos propios y permitan que la empresa aborde su plan de negocio en los periodos previstos.

En relación con este tema, tenemos que describir: i) ¿quiénes son estos inversores privados (business angels), qué buscan al entrar en la empresa, qué pueden aportar? y ii) ¿cuáles son sus criterios fundamentales de selección de inversiones?

¿Quiénes son estos inversores privados (business angels), qué buscan al entrar en la empresa, qué pueden aportar?

Son personas físicas, no sociedades como en el caso de Sociedades de Capital Riesgo (SCR) o Fondos de Capital Riesgo (FCR) administrados por una Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGECR).

A diferencia de las personas físicas (business angels), todo el resto del entorno societario inversor se suele denominar Capital Riesgo (los americanos lo denominan de forma genérica Venture Capital (VC)).

Suelen corresponder a perfiles de ex directivos, empresarios, “family offices”, etc.

Suelen dedicar una pequeña porción de sus inversiones (en el entorno del 5%) a estos proyectos de emprendimiento.

Por ello invierten su propio dinero normalmente entre 100.000 y 1.000.000 euros (a diferencia de una SCR o de un FCR gestionado por la SGECR que gestiona dinero de terceros).

A medio plazo (entre 3 y 5 años). En el momento de su entrada en la empresa ya está pensando en la “estrategia de salida” que es dónde debiera hacer dinero y capitalizar su inversión inicial.

En minoría accionarial da manera habitual.

Normalmente no intervienen a nivel ejecutivo en la gestión de la sociedad.

Buscan la rentabilidad mediante la venta de su participación en el momento de la salida.

Se trata de un movimiento con notable relevancia en Estados Unidos, en especial en la zona de California y del Silicon Valley donde se acumulan importantes “clusters” de empresas innovadoras: Apple, Google, Oracle, etc, cerca de San Francisco, Palo alto, etc., con el fuerte impulso de la Universidad de Stanford.

En España el tema es todavía muy incipiente aunque crece de forma notable. Hay a lo largo del país importantes Redes de Business Angels que se asocian en la AEBAN (Asociación Española de Business Angels), www.aeban.es

También se observa esta tendencia creciente al analizar los datos de la financiación proveniente de inversores privados y capital riesgo de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (www.ascrri.org).

¿Cuáles son sus criterios fundamentales de selección de inversiones?

Buscan invertir capital propio (entre 100.000 - 1000.000 euros) para diversificar su patrimonio y obtener plusvalías.

Esta inversión se hace normalmente en el capital (equity) de la empresa tomando por ello una participación en la misma.

Generalmente con los siguientes criterios:

i. Que haya un excelente equipo de socios promotores del proyecto en términos de conocimiento, experiencia, capacidad de ejecución y compromiso con el proyecto

Know-how = conocimiento+experiencia+capacidad de gestión+compromiso

Es importante la “química” entre el inversor y los emprendedores.

ii. Que se trate de un proyecto de alta innovación que cubre una importante necesidad (“the pain factor”). La tecnología (aunque no el único), siempre es un “driver” fuerte de innovación. Destacan proyectos TIC, Internet, Innovación en Industria, Ciencias de la Salud, Biotecnología, etc.

iii. Que además de la idea exista una oportunidad de negocio (“from the idea to the opportunity”). Que el mercado potencial del proyecto sea grande y que éste tenga una rápida y accesible capacidad de crecimiento (se habla de la escalabilidad del proyecto).

iv. Que el proyecto tenga un claro y sostenible modelo de negocio (ingresos)

v. Que haya algún otro “inversor”, como por ejemplo un Fondo de Capital Riesgo (FCR), que co-invierte con él o que ya lo ha hecho

anteriormente. Le proporciona “seguridad” y networking para futuras inversiones.

vi. Que piense que la salida (desinversión) en su momento (3-5 años) sea factible y con fuertes plusvalías. No espera recibir dividendos u otro tipo de ingresos durante el periodo, su plusvalía y rentabilidad está en la salida con la venta de su participación.

Normalmente los inversores privados invierten en proyectos surgidos en zonas geográficas relativamente próximas a su entorno (domicilio).

En algunos casos, piensan que pueden aportar algo más que dinero para el proyecto, lo que se llama “capital inteligente”, piénsese por ejemplo un business angel que ha sido un importante directivo de una empresa de un sector relacionada con el proyecto y que con ello les puede proporcionar “contactos especiales” con clientes, proveedores, etc.

La forma de conectar a emprendedores con inversores privados (business angels) es través de los Foros de Inversión. Lo organizan empresas especializadas cuyos “clientes” son los inversores privados a los que les presentan un conjunto seleccionado y filtrado de proyectos para invertir.

Entre las Redes de Business Angels destacan por ejemplo las Redes de Business Angels de Escuelas de Negocios como la del IESE y ESADE. Otra Red especialmente importante, sobre todo a nivel internacional es la Red de Business Angels Keiretsu (www.keiretsuforum.com). Es la red de inversores privados más grande del mundo con sede en San Francisco. Tiene cuatro capítulos (chapters) en España, en Barcelona, Madrid, Sevilla y San Sebastián (www.keiretsuforum.es). Organiza Foros de Inversión en cada una de dichas ciudades de forma periódica.

Un aspecto relevante en relación con la entrada de un inversor privado en el capital de la empresa es el relativo a la valoración del porcentaje de capital que asumirá el inversor como contrapartida por su aportación económica, en definitiva la valoración de la empresa.

Normalmente hemos comentado que la entrada del inversor coincide con el final del segundo año de la vida de la empresa. En esta fase temprana no podemos aplicar la metodología tradicional del descuento de flujos de caja para valorar la empresa. Como

señala Manzanera (2010) se aplica la metodología del Venture Capital y al final siempre supone un acuerdo entre emprendedor e inversor.

Además de la valoración de la participación del inversor, éste suele incluir un conjunto de cláusulas que se incluyen en lo que se denomina el Pacto de Socios. Dichas cláusulas que pasaran a formar parte de un acuerdo de inversión, pueden ser divididas en económicas y políticas. Las primeras tienen un importante impacto económico de cara a asegurar el retorno de la inversión y las segundas tienen por objeto regular el gobierno corporativo de la sociedad, protegiendo los intereses del inversor en su condición de socio minoritario.

A lo largo de este hito, entre los años segundo y cuarto, y si todo marcha satisfactoriamente, lo normal es que la empresa entre en rentabilidad a nivel de resultado contable neto. En ese caso, es habitual que la empresa pueda acceder ya a la financiación bancaria tradicional y con ello se le abren las fuentes de financiación bancaria privada.

Con su desarrollo temporal, y con ello financiero si su evolución es adecuada, podrá acceder también a nuevas fuentes de financiación no puramente bancarias, sino derivadas de emisiones en los mercados de capitales como: emisiones de títulos de renta fija del MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) e incluso en el de renta variable MAB (Mercado Alternativo Bursátil). Como señalan Sarriá y Ramos Juste (2013) se espera en España un fuerte desarrollo de la financiación instrumentada en títulos y mercados de capitales en detrimento de la financiación puramente bancaria.

Finalmente reseñar que en el BOE del martes 28 de abril del 2015 se publicaba la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. En el Título V de la Ley se desarrolla por primera vez en nuestro país toda la normativa del régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (conocidas como plataformas de crowdfunding y crowdlending). Tal vez sea pronto para atisbar el posible desarrollo de estos nuevos instrumentos de financiación de empresas, y de proyectos de emprendimiento en particular. Como señalan García Coto y Alonso (2014), estos nuevos instrumentos están teniendo un activo desarrollo en otros mercados internacionales y hay una clara voluntad de los legisladores europeos de balancear el peso de la financiación empresarial hacia instrumentos financieros articulados en mercados de capitales con una clara disminución de los pasivos estrictamente bancarios.

3.4.- OBJETIVOS E HIPÓTESIS

Por todo lo expuesto anteriormente, en especial en la subsección de aspectos críticos de dichas fuentes de financiación del proyecto empresarial, la hipótesis de la Tesis es un patrón de uso de las fuentes financieras vinculado a la vida del proyecto emprendedor. A lo largo de su vida, el emprendedor podrá usar las fuentes financieras que se han expuesto en la sección anterior. No obstante, en cada momento, en función de la etapa de desarrollo de la empresa será más viable el uso de unas u otras fuentes. Suponiendo que se puede asimilar la etapa de desarrollo con su edad medida desde el momento de creación o puesta en marcha, la hipótesis es que los proyectos emprendedores tienen un patrón de uso de las fuentes financieras en función de la edad de la empresa.

Para ilustrar esta hipótesis en esta Tesis se distinguen entre cuatro etapas iniciales en la vida de la empresa. La primera etapa empieza en la creación de la empresa y continúa hasta que ésta tiene 6 meses de vida. La segunda discurre entre los 6 y los 12 meses, la tercera entre los 12 y los 24 y, finalmente, se ha considerado la etapa que comienza a los dos años y termina a los 42 meses.

Resumiendo cronológicamente las ideas que han sido expuestas, se puede establecer el siguiente patrón temporal de uso (si es el caso) de las diferentes fuentes financieras:

1- Los **Fondos propios** de los socios fundadores, como se ha indicado, una estructura prudente y realista hoy en día, supondrían un mínimo del 50 % de Patrimonio Neto. Además, necesariamente deben estar vinculados a la puesta en marcha del proyecto.

2- Dado que en muchas ocasiones el emprendedor no tiene a su disposición tales fondos, estos se complementan con **Recursos del entorno de amigos y familiares en forma de préstamos**. Esta fuente financiera permite al emprendedor que su “capital propio” llegue al 50% mínimo, y, en consecuencia, está vinculado también a la puesta en marcha del negocio.

3- El emprendedor también puede arrancar su proyecto en muchas ocasiones cuando no dispone de fondos propios a partir de **Premios y Concursos de Emprendedores** y de **Subvenciones de las Administraciones** (local, autonómica o estatal). Estas fuentes también estaría ligadas a la puesta en

marcha del proyecto. También el microcrédito está disponible en esta etapa de la vida de la empresa.

4- Una vez puesta en marcha el proyecto y transcurridos los primeros 6 meses, entrado el proyecto en la segunda etapa, que va desde los 6 hasta los 12 meses, el emprendedor podría obtener financiación vía ***Préstamos de ENISA*** y/o ***Aval de Sociedad de Garantía Recíproca*** para transformar en financiación.

5- También vía ***Crowdfunding***, que como hemos dicho está todavía sin mucho desarrollo en el mercado español, puede ser financiado el proyecto en esta segunda etapa que comienza a los 6 meses de vida de la empresa.

6- En la tercera etapa, desde los 12 hasta los 24 meses de vida de la empresa, em emprendedor tiene disponibles otras alternativas viables de financiación que puede considerar: ***Préstamos del CDTI*** y ***Aportaciones de inversores privados*** (Business Angels).

7- Finalmente, en la cuarta etapa que comienza en los 24 meses y finaliza a los 42, el emprendedor puede optar por fuentes de financiación como la financiación tradicional vía ***Préstamos de Entidad Bancaria Privada***, como los ***Préstamos de la línea ICO Emprendedores*** o ***Aportaciones de instituciones de capital riesgo*** (Venture Capital y Private Equity)

CAPÍTULO 4

ANÁLISIS ESTADÍSTICO E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

4.1. INTRODUCCIÓN

En este capítulo se va a realizar un análisis estadístico con el fin de estudiar los posibles cambios que experimenta la financiación de sociedades que realizan actividades empresariales ejercidas a través de una forma jurídica mercantil (sociedad limitada, anónima, sociedad civil, cooperativa, etc.) o aquellas personas que ejercen su actividad empresarial como persona física (autónomos) a lo largo de sus primeros 42 meses de vida.

La presentación de los resultados obtenidos se estructuran en tres apartados, cada uno de ellos se corresponde con cada una de las etapas del proceso de análisis estadístico.

- En primer lugar un análisis univariante: análisis descriptivo de los datos recogidos a través de la encuesta.

- A continuación se ha realizado un análisis bivariante para analizar relaciones entre las variables más importantes desde el punto de vista de la financiación y el desarrollo de la empresa
- Y por último un análisis multivariante donde lo estudia cuales son las variables determinantes que afectan por una lado a la probabilidad de que a un empresario se le deniegue un crédito y por otro lado se analiza cuáles son las variables que determinan que un empresario utilice una fuente de financiación u otra.

2.- DATOS

La obtención de los datos se confeccionó una encuesta electrónica y se invitó a realizarla a las empresas establecidas en territorio español que se encuentran financiadas en mayor o menor medida por las siguientes entidades: Fundación Madrid+d, Avalmadrid, Madrid Emprende, Empresa Nacional de Innovación (ENISA), Fundación Biodiversidad, Asociación de Emprendedores de la Comunidad de Madrid (ASECAM), Asociación de Jóvenes Empresarios (AJE) y el Club del Emprendimiento. El link para realizar la encuesta y los datos relativos a la misma, es decir, objetivo de la misma, confidencialidad, etc., se distribuyó a través de las entidades anteriormente señaladas.

Dicha encuesta estuvo disponible desde el veintinueve de julio al veinticinco de septiembre de 2015.

Antes del diseño del cuestionario, se realizó una revisión de la literatura centrada en el estudio de financiación y emprendimiento y que utiliza un cuestionario como recogida de información.

Aunque algunas de las preguntas que aparecen en el cuestionario han sido extraídas de otras encuestas utilizadas en otros estudios (encuesta Kauffman, German Socio-Economic Panel (SOEP) entre otras), la mayoría de las preguntas son de elaboración propia. En el Anexo 1 se presenta el cuestionario utilizado.

Respecto al mismo, señalar que se trataba de un cuestionario cerrado que incluía sólo 2 pregunta abierta.

Como es habitual, el cuestionario comienza con una introducción donde se presenta a los encuestados el estudio y objetivos del mismo. El estudio tiene como objetivo conocer las claves y mecanismos de la financiación de los procesos emprendedores. El estudio se realiza en el marco del Seminario de Emprendedores y Liderazgo de la Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas de la Universidad Rey Juan Carlos financiado por La Caixa.

Como se puede observar, el cuestionario tiene dos bloques bien diferenciados; el primero de ellos, formado por las primeras 10 preguntas, tiene por objeto realizar un análisis sociológico de los emprendedores. Dichas preguntas tienen como fin conocer los condicionantes que han impulsado a los emprendedores a embarcarse en sus proyectos. Además, se han introducido preguntas que pretenden sondear si existe algún patrón diferenciador entre géneros a la hora de decidir emprender un negocio y si existen diferencias en las preferencias a la hora de buscar financiación entre hombres y mujeres.

En el segundo bloque del cuestionario, formado por 46 preguntas, se pretende sondear las características propias de la empresa, sector en el que desarrolla su actividad, número de socios, etc. Dentro de este bloque, el grueso fundamental corresponde a las preguntas que van encaminadas a que los encuestados elijan, para cada uno de los intervalos de tiempo señalados, las diferentes formas de financiación que han utilizado y comprobar así si varía o no las fuentes de financiación con el crecimiento vital de la misma. En algunas de las preguntas relativas a financiación, se solicitaba que los encuestados indicaran qué porcentajes habían utilizado de las diferentes fuentes de financiación alternativas que se les planteaba, pidiéndoles que cuadraran sus respuestas al 100%.

Además, dentro de este bloque, se les han preguntado también sobre la evolución económica de la empresa (ventas, beneficios obtenidos en el ejercicio contable anterior, uso de las posibles ampliaciones de capital que hayan podido hacer,) y posibles fuentes de financiación futuras que puedan buscar.

4.3.- ANÁLISIS UNIVARIANTE

Una vez cerrado el cuestionario, se comenzó a depurar y a limpiar el fichero electrónico obtenido. Después de codificación y tabulación de las series se inicia el análisis estadístico del mismo. Se diseñó un procedimiento de tres etapas. Se comenzó con un análisis descriptivo de las variables recogidas en la encuesta. Con ello se pretende detectar las principales características tanto sociológicas de los encuestados como de la empresa que dirigen

4.3.1.- Metodología

El primer paso fue el análisis descriptivo de la base de datos filtrada analizando las variables fundamentales del cuestionario.

Se ha realizado un análisis estadístico univariado de cada variable; el objetivo de esta primera fase es caracterizar las variables recogidas en la encuesta y así buscar posibles líneas de análisis en las siguientes fases.

4.3.2 -Resultados

Los resultados obtenidos para cada uno de los bloques que forman el cuestionario se detallan a continuación.

a.- Características sociológicas de los encuestados

A continuación se presenta el análisis de las características sociológicas de los emprendedores.

De los 373 individuos que contestaron a la encuesta, un 23.3% eran mujeres frente a un 76.7% de hombres, siendo el 94.6% de la muestra de nacionalidad española.

La edad media de la muestra es de 43,3 años. La situación civil predominante corresponde con el estado casado/a con un porcentaje del 59% seguida por el estado soltero/a con un 29,8%.

Prácticamente la mitad de la muestra responde afirmativamente a la pregunta de tener algún familiar emprendedor (56%) y un porcentaje ligeramente menor (42.9%) señalan no tener ningún emprendedor en la familia.

La situación laboral que predomina en la muestra es la figura del autónomo (45.6%) seguida de ser socio de una empresa ya en funcionamiento (40.2%). El grupo

de emprendedores que están buscando activamente empleo o que se encuentran en desempleo representa sólo un 4.8%.

La dedicación de los empresarios, medida en horas trabajadas a la semana, es superior a las 40 horas/semanales habituales. El 66.8% de la muestra señalan trabajar más de 46 horas semanales, siendo respuesta más repetida la que va de 46 a 55 horas.

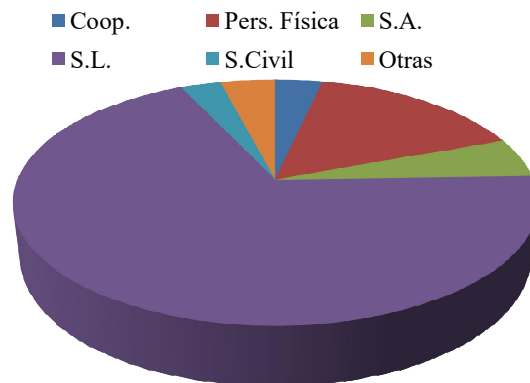
Respecto a la formación académica señalar, que el 83.6 % de los encuestados tenían una formación académica superior (licenciatura, máster o doctorado). Esto nos apunta el posible papel que juega la formación sobre el emprendimiento como ya se señaló en el capítulo 3 de la Tesis.

En un 54.5% de los entrevistados la causa principal que les impulsó a crear su negocio es la posibilidad de poder crear un nuevo proyecto. En este epígrafe señalar que las condiciones laborales vividas en los años de crisis han impulsado a un 12.9 % de emprender un negocio; de este porcentaje un 8.1% se quedó desempleado y el resto, un 4.9%, a las malas condiciones existentes en el mercado laboral.

b.- Características de las empresas

El análisis de las características de las empresas se detalla a continuación. La forma jurídica predominante que tiene el proyecto empresarial que dirigen los encuestados es de sociedad limitada, con un porcentaje del 68,1 %, seguido del grupo de encuestados que ejercen la actividad empresarial como persona física con un 15,8%. Las sociedades anónimas representan un porcentaje sobre el total del 5,09%, mientras que las sociedades civiles o comunidades de bienes ostentan un 2,95% del total; el resto, es decir, el 4,02% de los encuestados responden adoptar otras formas jurídicas.

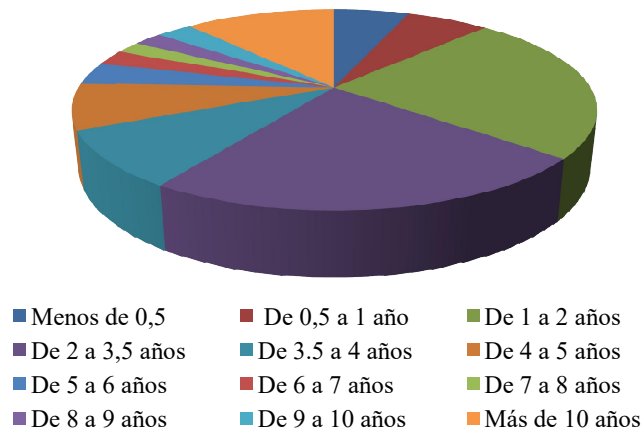
Figura 4.1. Forma jurídica del proyecto empresarial



Preguntados por la sede social de la empresa, Madrid, con un 43.9%, es la provincia donde más emprendedores residen, seguida de cerca por A Coruña con un 31.2%. El número medio de socios de las empresas que han respondido al cuestionario es prácticamente 3, 2.9 para ser más preciso. Sólo en el 48,27% de los casos, alguna mujer formaba parte del grupo de socios.

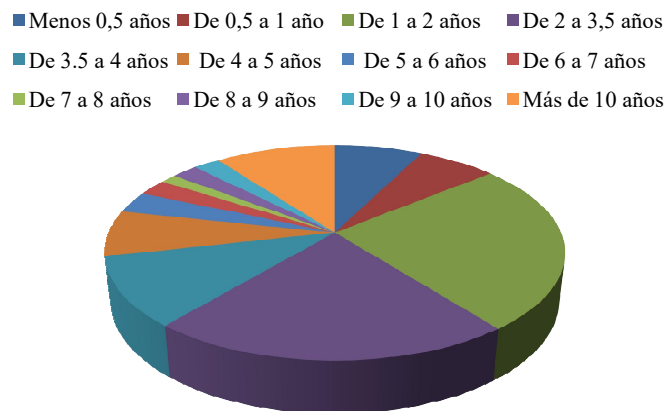
Como se puede observar en la figura 4.2, donde se muestra el porcentaje de respuestas para diferentes intervalos de tiempo desde que la constitución de la empresa hasta la actualidad, prácticamente la mitad de éstas, un 47.3%, llevaban constituidas entre un año y tres años y medio, un 24% de ellas estaban llevaban constituidas entre 1 y 2 años y el 23.3% restante entre 2 y 3,5 años. Como también se puede observar, el resto de intervalos considerados para evaluar el tiempo de permanencia de las empresas en el mercado, es bastante bajo comparado con los datos anteriores, pero lo que sí sorprende es que un 11.5% de los entrevistado responden que la empresa que regentan lleva funcionando más de 10 años.

Figura 4.2. Tiempo de constitución de la empresa



En la figura 4.3 se presenta las respuestas obtenidas a la pregunta cuánto tiempo llevan dirigiendo la empresa en la que están actualmente. El 47 % de la muestra responde que el tiempo que el encuestado lleva dirigiendo la empresa en la que actualmente trabaja está comprendido entre 1 año (25.4%) y 3, 5 años (21.6%). Vuelve a repetirse, como en el caso de la figura 4.2, que aparece un elevado porcentaje de respuestas, en particular un 10.1% de empresarios que llevan dirigiendo su proyecto más de 10 años.

Figura 4.3. Tiempo dirigiendo de la empresa



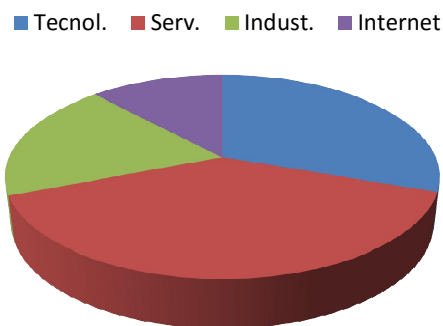
El número medio de años de experiencia que afirman tener los propietarios como gestores o como propietarios de una empresa es de 11,03 años, superior a la experiencia que manifiestan tener en la industria en la que compete (7,7 años). y el número medio de empresas fundadas es de 1,6 empresas.

La gestión de la empresa diariamente se delega a un empleado contratado en sólo el 5,4% de los casos. El 58,7% de los propietarios responden gestionar ellos mismo el negocio, mientras que 35,9 restante, corresponde a empresas gestionadas por todos los socios fundadores.

De todas las empresas que participaron en la encuesta, el 88.8% eran empresas fundadas por el entrevistado; el resto se trataba de negocios ya existentes y que habían sido adquiridos en mayoría de capital (6%) o era un negocio en el que sólo tomó una participación (3%). El resto de respuestas (2.2%) corresponde a que se trataban de negocios familiares y habían sido heredados por el encuestado.

El principal sector empresarial en el que se enmarca la actividad realizada por las empresas es el sector servicios con un 38.9%

Figura 4.4. Sector empresarial al que pertenece la empresa



Prácticamente la mitad de las empresas preguntadas (47.7%) corresponde con lo que se conoce como empresa de base tecnológica (EBT), es decir, empresas que han sido capaces de desarrollar su propia tecnología por lo que ésta puede ser patentada. En este ítem es destacable la diferencia de respuestas entre hombres y mujeres. De todas las empresas EBT, el 88,1% están dirigidas por hombres mientras que sólo un 11.9% pertenece a emprendedoras. El 44.9% de las EBT se dedican al desarrollo de tecnologías de la información y de la comunicación (TIC), seguidas por aquellas

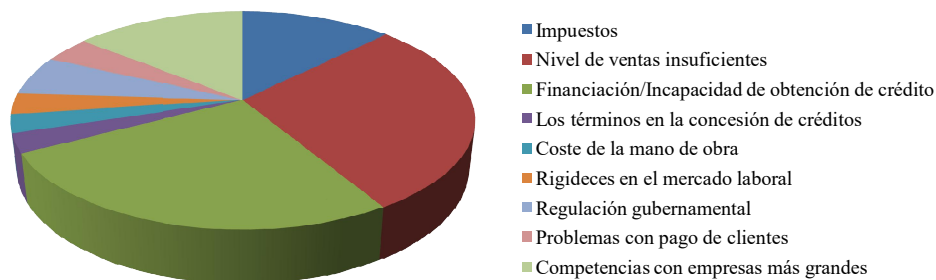
centradas en temas de energía y medio ambiente (24,4%). El resto se dedica a temas relacionados con la biotecnología y agroalimentación (15,9%) y a desarrollo de nuevos materiales, temas relacionados con el ámbito de ingeniería (12,5%).

El 60,7% de empresas tiene contratados, incluido a los propietarios, a menos de 5 empleados, mientras que el porcentaje de empresas que tienen contratados de 6 a 10 personas es de 19,9%; así, con estos datos se puede afirmar que el 80,7% de las empresas que han realizado la encuesta son microempresas.

El 43,1% de las empresas tienen su mercado principalmente en el exterior; de ese porcentaje el 9,4% de las empresas manifiestan que su principal mercado es Europa y el 33,7% restante tienen su mercado repartido por todo el mundo. El 56,9% encuentra su mercado en territorio español.

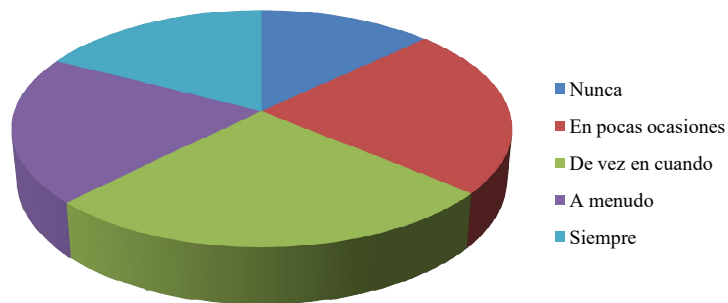
En la figura 4.5 se representan el porcentaje de respuestas recibidas a la pregunta de cuál es a día de hoy el principal problema al que se enfrenta la empresa. A la vista de las respuestas recibidas, los principales problemas a los que se enfrentan actualmente los empresarios es el nivel insuficiente de las ventas (28,8%) seguido de la falta de financiación provocada por la incapacidad para la obtención de créditos (26%). Los problemas derivados de la acción gubernamental (impuestos, rigideces del mercado laboral, o regulación gubernamental) representan para el 21,5% de las empresas el principal problema a los que se enfrentan.

Figura 4.5. Problemática a la que se enfrentan hoy día los empresarios



El 36,2% de los encuestados responden que nunca (13%) o en pocas ocasiones (23,2%) han tenido problemas de escasez de capital frente a un porcentaje similar (37,6%) que aseguran tener a menudo (20,2%) o siempre (17,4%) problemas de financiación.

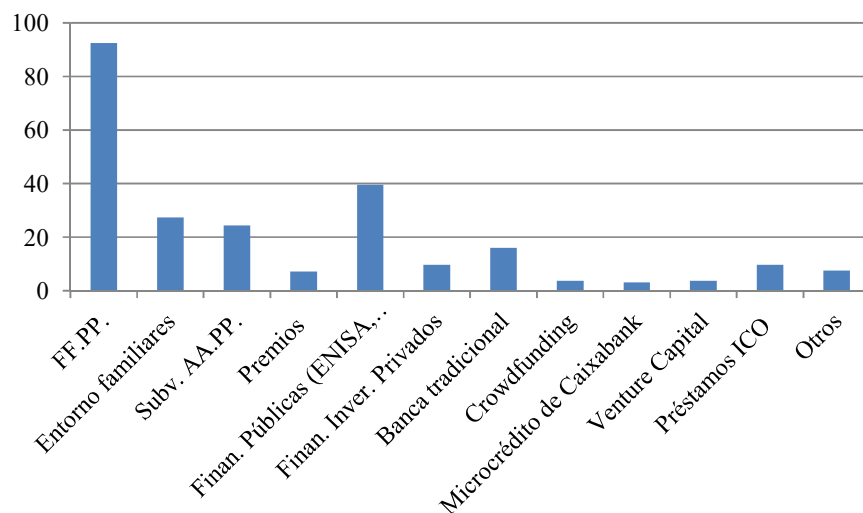
Figura 4.6. Problemas de escasez de capital



Pero a pesar de las respuestas recibidas en el ítem anterior, el 53,1% de los encuestados señalan que en estos momentos tienen problemas de escasez de capital.

En la figura 4.7 se ha representado el porcentaje de empresas que han utilizado determinadas fuentes de financiación en el momento de la puesta en marcha o arranque del negocio. Como se puede comprobar, el 92,5% de las empresas han manifestado que una de las fuentes principales de financiación utilizadas en el momento del inicio de la actividad empresarial han sido los fondos propios de los socios fundadores, seguida por la financiación obtenida de instituciones públicas como ENISA, CDTI o AvalMadrid, entre otras. Los fondos provenientes de aportaciones del entorno de familiares y amigos (27,4%) y las subvenciones de las administraciones públicas total locales, como autonómicas o estatales (24,5%) han sido también unas de las fuentes de financiación más utilizadas. En el polo contrario, la financiación a través de crowdfunding (3,8%), venture capital (3,8) y microcréditos de Caixabank (3,2) son las fuentes de financiación menos utilizadas en el momento del inicio del proyecto por las empresas.

Figura 4.7. Fuentes de financiación utilizadas en la puesta en marcha del negocio



En el proceso de búsqueda y selección de la financiación necesaria para poner en marcha a la sociedad, el 61,9% de los emprendedores encuestados sólo utilizó una única forma para la obtención de la financiación, principalmente los mismos socios fundadores son los que buscan la financiación de forma directa. , aunque algunos de ellos consideran como mejor alternativa la gestión de una consultoría. En el 38,1%, los socios fundadores tuvieron que buscar ayuda externa para poder obtener la financiación inicial para comenzar el proyecto empresarial, principalmente de amigos y familiares, consultorías o alguna organización empresarial pública.

El 83,8% de los proyectos empresariales se pudieron poner en marcha a una inversión inicial menor de 300.000€; de ellos, el 41,3% necesitaron sólo una inversión inicial menor de 50.000€.

El 46,52% de los empresarios señalan que en algún momento de la vida de la empresa ha recibido alguna subvención. Aunque el 82,6% miran con optimismo al futuro teniendo en mente planes de expansión, la realidad es que el 54% de las empresas ha sufrido alguna vez falta de financiación al serles denegada la solicitud; las causas principales que justifican dicha denegación fueron, en este orden, la falta de ingresos, no disponer de garantías suficientes y tener un beneficio bruto de explotación (EBITDA) todavía negativo, entre otras. El sentimiento empresarial ante la denegación de la financiación es tal que, incluso en momentos de necesidad de fondos, el

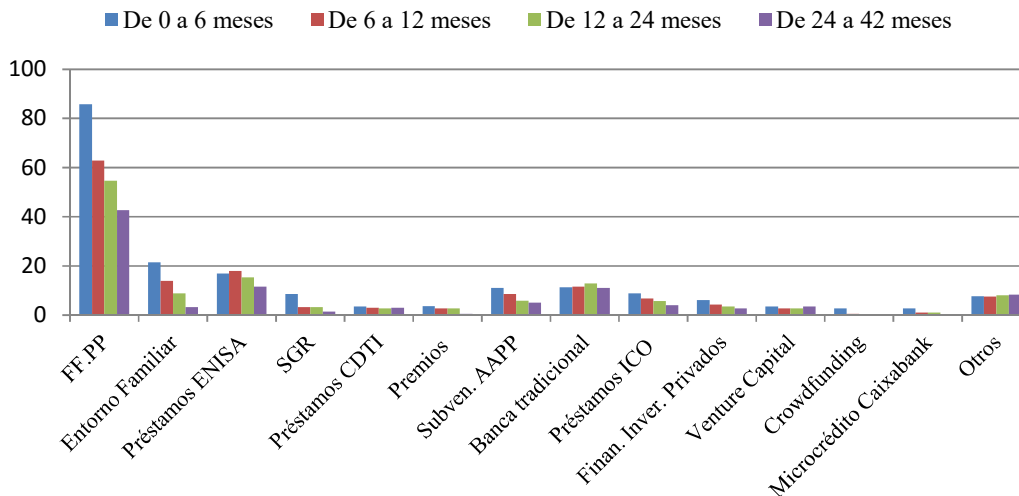
empresario no solicitó dicha financiación en el 43,4% de los casos ante la posibilidad de que pudieran volver a denegarse. En estos momentos sólo un 5,8% de las empresas tiene alguna solicitud de préstamos o líneas de crédito. Esta es la causa por lo que el 43,3% de las empresas tuvieron que obtener capital de los socios existentes o de nuevos socios o accionistas. El uso principal que se le dio a los fondos obtenidos fueron principalmente expansión del negocio y desarrollo de nuevos productos (46,7%) seguido de pago de salarios de empleados (16,8%).

Para poder evaluar el cambio que sufre la utilización de las diferentes fuentes de financiación a lo largo de diferentes etapas de la vida de las empresas, se les pregunto a los emprendedores (preguntas 39, 40, 41 y 42 del cuestionario) sobre las fuentes de financiación que han utilizado en las cada una de estas fases (seis primeros meses de vida, de 6 a 12 meses, entre 12 y 24 y por último desde los dos años a los tres años y medio desde la constitución de la empresa). En la figura 4.8 se muestran los porcentajes de empresas que contestan positivamente a la utilización de cada fuente en cada intervalo temporal.

Como se puede apreciar, a lo largo de los cuatro períodos analizados, el porcentaje tanto de recursos propios de los socios fundadores como los fondos obtenidos del entorno de la familia y amigos disminuye paulatinamente conforme se afianza el crecimiento de la empresa. El porcentaje de empresas que reciben subvenciones de las administraciones públicas disminuyen a la mitad, pasado de un 11% en la fase inicial del proyecto empresarial a sólo un 5,1% en el cuarto estadio. Lo mismo ocurre con fondos provenientes de sociedades de garantía recíproca, que, representando en el primer período una fuente de financiación para el 8,6% de los encuestados, cae hasta el 1,3% en el cuarta fase de crecimiento.

Las dos únicas fuentes de financiación estables a lo largo de todos los períodos son los fondos provenientes de la banca tradicional, alrededor de un 11,7% y los fondos englobados en el epígrafe "Otros" con un porcentaje medio del 7,9%.

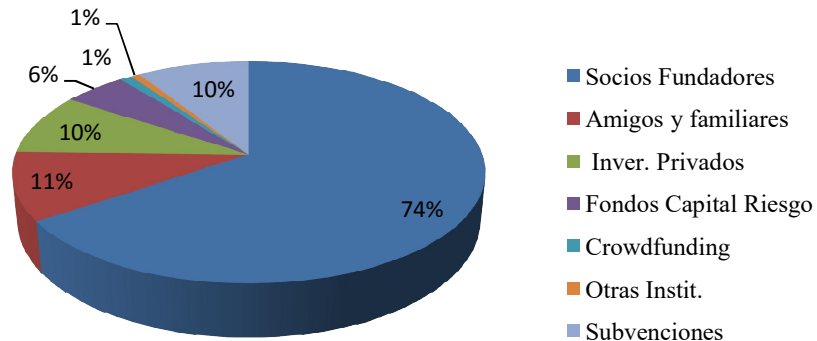
**Figura 4.8. Fuentes de financiación utilizadas en cada etapa
 de desarrollo del negocio**



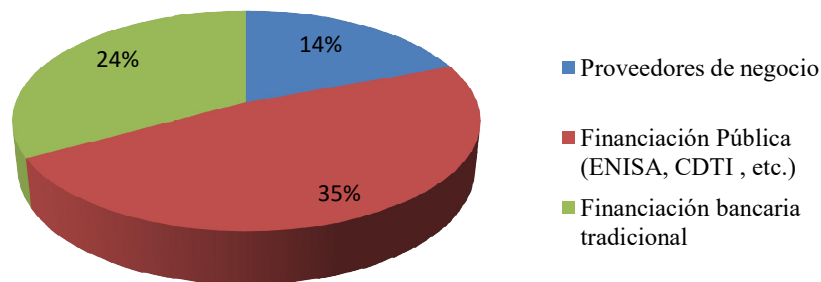
El volumen de ventas se mantiene o mejora respecto del años 2014 en el 84.53% de las respuestas recibidas a esta pregunta, ya que ésta sólo tiene sentido para el caso de las empresas que llevaban constituidas más de un año. Sólo un 15,5% señalan que sus ventas habían disminuido respecto del año anterior. Respecto a los beneficios obtenidos por las empresas después de impuestos el año pasado, de las empresas que estaban ya en el mercado, el 47,2% obtienen beneficios positivos, mientras un porcentaje muy elevado 41,5% tienen beneficios negativos. El 14% de las empresas consiguen obtener beneficios de explotación positivos en los primeros seis meses de funcionamiento y el 62% de todas las empresas obtienen EBIT positivos antes de los 42 meses desde su constitución. El 27% de las respuestas manifiestan que todavía no han sido capaces de conseguir beneficios de explotación positivos.

Las figuras siguientes presentan el porcentaje de empresas que utilizan actualmente alguna de las fuentes de financiación señaladas. En la figura 4.9 se muestra el porcentaje de empresas que utilizan como recursos propios algunas de las fuentes indicadas, mientras que en la figura 4.10 se presentan los porcentajes de empresas que utilizan como recursos ajenos, la financiación a través de proveedores, financiación pública o bancaria tradicional.

**Figura 4.9. Fuentes de financiación utilizadas actualmente
 Recursos propios**



**Figura 4.10. Fuentes de financiación utilizadas actualmente
 Recursos ajenos**



Como se muestra, la principal fuente de financiación a través de recursos propios son los fondos aportados por los socios fundados (74% de las empresas) seguida de las aportaciones de familiares (11%), inversores privados y subvenciones (10%). La forma de financiación a través de crowdfunding es una fuente totalmente residual con sólo un 1% del total de empresas que la utilizan.

Respecto de la utilización de recursos ajenos para la financiación actual de la empresa, la financiación pública es la principal fuente con un 35% de los recursos ajenos disponibles por las empresas. La banca tradicional aporta también, en un 24% de las empresas encuestadas, parte de estos recursos ajenos.

Son pocas las empresas que declaran tener inversores externos; sólo el 13,7% señalan tener algún Business Angels, un 8% fondos provenientes de una sociedad capital riesgo (venture capital) y un 3,2% se financian a través de crowdfunding.

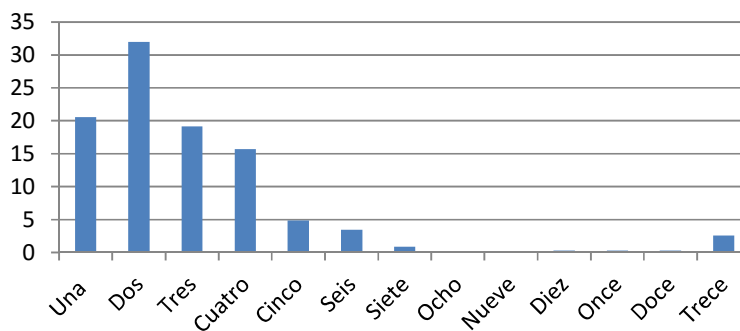
Respecto a la relación del empresario con el Business Angel, prácticamente el 100% de los encuestados manifiesta su satisfacción global por la entrada de éste a la empresa. La inversión media realizada por el primer Business Angel es de unos 96300€. En sólo 8 casos de todos los analizados ha habido desinversión por parte del Business Angel; el tiempo de permanencia medio como inversores en la compañía ha sido de 4,6 años.

El porcentaje de empresas que tienen en mente acudir a la financiación de crowdfunding para fases posteriores de la empresa es del 21,4%. Pensando en futuras necesidades de financiación, las principales fuentes a las que a día de hoy piensan acudir para solicitar financiación son principalmente y en este orden, nuevas ampliaciones de capital por parte de los socios actuales, financiación proveniente de la banca privada tradicional, financiación proveniente de alguna institución pública o inversores privados.

Por otra parte, en base a la información proporcionada por los encuestados en las preguntas 29 a 32, en las que se analiza la proporción usada de cada fuente en las cuatro etapas de la empresa, se ha analizado el número total de fuentes financieras que utilizan las empresas desde su nacimiento hasta los 42 meses.

Como puede verse en la figura 4.11, la mayoría de las empresas (un 32%) usan solo dos fuentes de financiación durante este periodo. De hecho, un 72% de las empresas utilizan menos de cuatro fuentes financieras, elevándose dicho porcentaje al 88% si consideramos menos de cinco fuentes financieras. En la muestra analizada de 373 empresas sólo 9 utilizan las trece alternativas propuestas en las preguntas de la encuesta. Así, el número medio de fuentes de financiación que utilizan las empresas de los entrevistados es 2,77 en el periodo comprendido entre su creación y los 42 meses. Una razón del reducido número de fuentes financieras podría ser que estuviera condicionado por la edad de las empresas analizadas. Sin embargo, dado su reducido coeficiente de correlación de 0,05, ambas variables no parecen estar relacionadas.

Figura 4.11. Número total de fuentes financieras utilizadas por las empresas desde su creación hasta los 42 meses



4.4.-ANÁLISIS BIVARIANTE: ANALISIS DE LAS FUENTES FINANCIERAS DISTINGUIENDO POR CARACTERÍSTICAS

En la segunda etapa del análisis se realizó un análisis bivalente para detectar las posibles relaciones entre los principales indicadores de las fuentes de financiación de la empresa.

Como ya se ha comentado anteriormente, uno de los objetivos fundamentales de este trabajo es analizar cómo varía la forma de financiación de la empresa a lo largo de su vida. Pero dicho análisis debe basarse en un estudio previo para comprobar si otras variables tienen efectos sobre la forma de financiación elegida.

4.4.1.- Metodología

El análisis bivalente estudia i) los resultados de los cruces entre las variables de interés cuando al menos una de dichas variables es cualitativa o, siendo cuantitativa, han sido recogida o codificada en varias modalidades o ii) las correlaciones entre las variables de interés cuando ambas variables son cuantitativas. La correlación se utiliza como medida de la intensidad de la relación lineal que liga ambas variables.

En el análisis bivalente nos vamos a centrar en las variables que hacen referencia a la financiación. Para ello, se analizan las preguntas de la encuesta vinculadas directamente con la financiación: 30, 31, 39, 40, 41, 42 y 47 (ver Anexo 1). Estas variables se analizan en relación a un conjunto de características del emprendedor y de su empresa que se considera que pueden afectar a la financiación de la empresa. Dichas variables son las siguientes: género del emprendedor, forma jurídica que adopta la empresa, sector empresarial donde se enmarca la actividad que desarrolla, número de empleados de la empresa, volumen de inversión inicial, crecimiento de las ventas y beneficios después de impuestos obtenidos por la empresa en 2014.

En general, los resultados del análisis bivariante se presentan en Tablas. Es el caso en que la variable que recoge la información sobre la fuente financiera es cuantitativa y la característica que puede afectarla es cualitativa. En este caso, se presentan las medias de la variable que recoge la información financiera para cada uno de las modalidades de la característica del emprendedor o su empresa. Además, dichas medias se complementan con el contraste ANOVA. Como es habitual, se presenta el estadístico F del test ANOVA para el contraste de la hipótesis nula de que las medias de la variable relativa a la financiación son iguales en las diferentes modalidades de la característica en cuestión, junto con su p-valor. Cuando la característica es dicotómica se ha utilizado el estadístico t, que un caso particular del estadístico F-ANOVA para este caso.

No obstante, en algunos casos, ambas variables (la relativa a la financiación y la característica del emprendedor o su empresa) son cualitativas. En este caso, se han realizado Tablas de contingencia. Dichas Tablas, que en general no se presentan, pero están disponibles para el lector interesado, permiten obtener el estadístico Chi-cuadrado. Así, se presenta el estadístico Chi-cuadrado para el contraste de la hipótesis nula de que las dos variables son independientes, junto con su p-valor.

4.4.2.- Resultados

A continuación se presentan los resultados obtenidos. Esta sección se ha organizado en forma de cuestiones que se van abordando y se responden con criterios estadísticos.

a.- Forma jurídica

¿Quién ayuda al empresario en la búsqueda y selección de financiación en la puesta en marcha del negocio (pregunta 31) depende de la forma jurídica que adopta el empresa?.

Para responder esta cuestión se ha realizado varios test Chi-cuadrado para contrastar la hipótesis nula de que no existe asociación entre las diferentes formas jurídicas de las empresas y si recibió ayuda o no de cada una de las alternativas para a buscar y seleccionar la financiación necesaria para poner en marcha el proyecto empresarial.

En el cruce de si han recibido o no cada uno de los seis tipos de ayuda considerados (los socios de forma directa, una consultora, amigos o familiares, una

organización empresarial pública, una organización empresarial privada u otros) respecto a la forma jurídica de la empresa, solo uno de los seis estadísticos Chi-cuadrado no rechazan la hipótesis nula. Concretamente, el estadístico Chi-cuadrado para el contraste de la hipótesis nula de que la forma jurídica y haber recibido o no ayuda de una consultora es independiente no es rechazado (p -valor de 0.42). Por tanto, en el resto de los casos la hipótesis nula se rechaza indicando la existencia de una relación directa entre si reciben o no ayuda de cada uno de esos grupos y la forma jurídica que adopta la empresa.

Probablemente, este resultado esté relacionado con que la forma jurídica de la empresa determina si necesitan algún tipo de ayuda más o menos especializada.

¿El modo de financiación de la empresa en el arranque o puesta en marcha del negocio (pregunta 30) depende de la forma jurídica?

En la Tabla 4.1 se muestran los resultados obtenidos cuando se han cruzado las diferentes fuentes de financiación utilizadas por los empresarios en la puesta en marcha del negocio en función de la forma jurídica que adopta la empresa. Para cada fuente de financiación o fila de la Tabla, las dos primeras columnas muestran el estadístico F-ANOVA junto a su p -valor. Las siguientes columnas representan el porcentaje medio de uso de la fuente financiera distinguiendo según la forma jurídica que adopta la empresa. Como puede observarse, el estadístico ANOVA no rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso de fondos propios sea igual para las diferentes formas jurídicas a un nivel de confianza del 10%. El estadístico también no rechaza la hipótesis nula para otras fuentes alternativas de financiación, como son préstamos ICO emprendedores, Venture Capital, financiación de inversores privados o premios.

Por el contrario, en las restantes fuentes financieras el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de utilización de la fuente de financiación sea igual en las formas jurídicas alternativas.

En el caso de cooperativas y de sociedades civiles, la segunda fuente de financiación que permitió a la empresa arrancar fueron principalmente las subvenciones recibidas de por parte de las administraciones públicas, mientras que para el caso de sociedades anónima la financiación a través de préstamos o deuda de alguna institución bancaria privada; las sociedades limitadas buscan fuentes complementarias a los RRPP

en instituciones públicas (ENISA, CDTI,...) y los autónomos a través principalmente de aportaciones de amigos y familiares.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.1. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación utilizadas en el arranque del negocio según la forma jurídica

	Estadístico F	(p-valor)	Cooperativa	Autónomo	S.A.	S.L.	Sociedad Civil/ Comunidad	Otra
Fondos propios de los Socios Fundadores	0,93	0,46	65,72	59,48	45,75	61,01	52,72	60,62
Aportaciones de Amigos y Familiares	3,17*	0,01	6,15	14,29	6,22	5,97	11,83	2,22
Subvenciones de las Administraciones (local, autonómica o estatal)	4,86*	0,00	16,43	4,00	7,66	4,36	19,00	5,86
Premios de Concursos de Emprendedores a los que ha acudido	0,66	0,66	2,01	0,28	0,48	1,22	2,67	0,83
Financiación de Instituciones Públicas como: ENISA, AvalMadrid, CDTI,...	1,97*	0,08	2,49	9,18	12,10	14,94	7,78	8,28
Financiación de Inversores Privados (Business Angels)	0,90	0,48	0,87	1,41	5,56	3,39	0,00	0,67
Préstamos o Deuda de un Institución Bancaria Privada	2,46*	0,03	2,32	2,96	13,73	4,09	0,00	6,65
Crowdfunding	4,34*	0,00	1,05	0,12	0,76	0,32	4,00	0,83
Microcrédito de Caixabank	3,99*	0,00	0,00	0,24	0,76	0,47	0,00	6,91
Venture Capital/Private Equity	0,40	0,85	0,00	0,12	0,76	1,40	0,00	0,99
Préstamos ICO Emprendedores	0,79	0,56	1,47	4,48	0,53	2,01	2,00	2,30
Otros	3,11	0,01	1,49	3,43	5,69	0,83	0,00	3,82

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante la primera fase de la empresas (de 0 a 6 meses) (pregunta 39) depende de la forma jurídica?

En este apartado se ha comenzado cruzando las variables instrumentos financieros utilizados durante la primera etapa con la forma jurídica que tiene la empresa. Para analizar si existen diferencias entre ambas variables se ha realizado un test ANOVA. En la Tabla 4.2 se presentan el porcentaje medio de uso de las fuentes financieras para cada tipo de empresa (columnas 4 a 6) junto con el estadístico F de contraste y su *p*-valor (columnas 1 y 2).

Los porcentajes medios de utilización de las fuentes de financiación son iguales para las diferentes formas jurídicas, excepto en el uso de los recursos procedentes de amigos y familiares, préstamos del CDTI, subvenciones de las administraciones, crowdfunding y microcréditos. El estadístico ANOVA rechaza en estos casos que el porcentaje medio de uso de estas fuentes de financiación sea igual en todos los grupos considerados a un nivel de significación del 10%.

Como se puede observar de los datos presentados en la Tabla 4.2, la forma de financiación más utilizada por todas las formas jurídicas que adoptan las empresas en la primera fase de su vida es los recursos propios de los socios fundadores, siendo esta financiación en todos los casos superior al 50%. Dadas las exigencias legales y que es en la práctica imprescindible, no es ninguna sorpresa. Si nos fijamos en la segunda fuente de financiación elegida por los empresarios, ya no existe una unanimidad. Así, la segunda fuente de financiación elegida por las cooperativas vienen a través de subvenciones (11.85%), las empresas constituidas como sociedades anónimas obtienen su segunda fuente a través de préstamos de entidades bancarias privadas, mientras que los autónomos, las sociedades civiles y el resto de formas jurídicas englobadas en “Otras”, obtienen su segunda fuente de financiación a través de préstamos recibidos de amigos y familiares.

TABLA 4.2. Forma de financiación de la empresa en los primeros seis meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa

	Estadístico F	(p-valor)	Cooperativa	Autónomo	S.A.	S.L.	Sociedad Civil/ Comunidad	Otra
RR.PP. Socios fundadores	0,77	0,57	62,92	63,24	68,53	68,48	51,44	57,87
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	2,82*	0,02	6,00	13,82	1,18	5,85	19,33	9,73
Préstamos de ENISA	1,47	0,20	2,92	1,18	4,06	6,64	0,44	7,13
Aval de SGR para transformar en financiación	1,02	0,40	8,31	5,82	1,00	2,86	0,44	1,20
Préstamos del CDTI	3,52*	0,00	0,62	0,00	5,29	0,65	0,44	0,40
Premios y Concursos de Emprendedores	1,14	0,34	2,38	0,00	0,29	0,55	0,44	0,93
Subvenciones de las AA.PP	5,16*	0,00	11,85	1,13	1,41	2,01	13,78	2,40
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	1,59	0,16	0,62	4,51	11,88	3,02	6,00	5,13
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	1,07	0,38	0,62	6,62	0,71	2,89	0,44	3,20
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)	0,71	0,62	0,85	0,00	2,76	2,77	0,44	1,07
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	0,43	0,83	0,00	0,00	0,53	1,23	0,44	0,73
Crowdfunding	7,15*	0,00	0,62	0,00	0,59	0,19	4,89	0,73
Microcrédito de Caixabank	3,60*	0,00	0,00	0,91	0,59	0,38	0,44	7,40
Otros	0,13	0,99	2,15	2,75	1,18	2,38	0,44	1,20

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante la segunda fase de la empresas (de seis meses a un año) (pregunta 40) depende de la forma jurídica?

En la Tabla 4.3 se muestran los resultados obtenidos de las diferentes formas de financiación utilizadas por las empresas agrupadas según sus formas jurídicas en la fase de desarrollo de las mismas que engloban el período que va desde los seis meses y un año desde la fundación.

En esta segunda fase, los recursos propios de los socios fundadores siguen siendo la fuente de financiación más utilizada por las empresas, pero a diferencia de la primera fase, en este caso, el porcentaje de utilización de esta fuente de financiación no son estadísticamente iguales en todos los grupos ya que el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis nula de que el porcentaje medio de uso de estas fuentes de financiación sea igual para todas las formas jurídicas consideradas a un nivel de significación del 10%.

La forma secundaria de financiación elegida por todas las empresas sigue siendo la misma que la que era utilizada en la primera fase. En el caso de las sociedades anónimas, la banca tradicional es la forma elegida, mientras que las cooperativas y los autónomos siguen financiándose a través de subvenciones de las administraciones públicas y familiares y amigos respectivamente. En el caso de sociedades civiles y empresas englobadas en el epígrafe "Otra", la fuente secundaria ha cambiado, pasando a ser ahora los microcréditos de CaixaBank en el caso de las sociedades civiles y a otras formas de financiación en el caso de "Otras".

Señalar que los autónomos y las sociedades civiles son los dos únicos grupos en los que el porcentaje de recursos propios en esta segunda fase supera al porcentaje que representaba esta forma de financiación en la primera fase de funcionamiento. En el resto de formas jurídicas el porcentaje que representa esta forma de financiación ha disminuido respecto del primer intervalo.

Volviendo al análisis del estadístico ANOVA, la hipótesis nula de que el porcentaje medio de utilización de cada una de las fuentes de financiación para cada una de las formas jurídicas son estadísticamente iguales no se rechaza en el caso del uso de los recursos procedentes de amigos y familiares, avales de sociedades de garantía recíproca, préstamos del CDTI, Premios y Concursos, préstamos de la banco

tradicional, líneas ICO, aportaciones de inversores privados y de instituciones de capital riesgo. Esta igualdad estadística se puede justificar debido al porcentaje tan pequeño utilizado de cada una de estas fuentes por las diferentes formas jurídicas. En el resto de fuentes de financiación se rechaza la hipótesis nula, por lo que el porcentaje medio de uso del resto de fuentes de financiación (RR.PP, préstamos de ENISA, Subvenciones de las AA.PP., crowdfunding, microcréditos de CaixaBank y Otras formas) no son iguales en las diferentes forma jurídicas a un nivel de significación del 10%.

TABLA 4.3. Forma de financiación de la empresa entre los seis y doce meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa

	Estadístico F	(p-valor)	Cooperativa	Autónomo	S.A.	S.L.	Sociedad Civil/ Comunidad	Otra
RR.PP. Socios fundadores	3,55*	0,00	60,64	74,61	47,40	53,27	61,63	30,71
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	1,43	0,21	1,55	12,72	3,47	5,57	6,75	8,43
Préstamos de ENISA	4,37*	0,00	0,00	0,00	4,27	13,12	0,50	2,14
Aval de SGR para transformar en financiación	0,53	0,76	0,00	0,00	3,20	2,73	0,50	4,14
Préstamos del CDTI	1,02	0,41	0,64	0,00	5,93	1,59	0,50	1,14
Premios y Concursos de Emprendedores	0,39	0,85	0,64	0,00	0,73	0,99	0,50	1,86
Subvenciones de las AA.PP	5,88*	0,00	22,18	1,09	6,13	2,83	0,50	3,07
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	1,27	0,28	1,27	3,48	17,33	7,14	13,00	7,71
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	0,90	0,48	0,64	4,35	3,60	3,50	0,50	11,50
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)	0,92	0,47	0,64	0,00	6,00	3,04	0,50	1,14
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	0,43	0,83	0,64	0,00	0,73	1,83	0,50	1,64
Crowdfunding	6,30*	0,00	0,64	0,00	0,00	0,11	0,50	1,64
Microcrédito de Caixabank	6,39*	0,00	0,64	0,65	0,00	0,08	0,50	9,00
Otros	2,15	0,06	9,73	0,91	1,33	4,20	13,00	15,43

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante la tercera fase de la empresas (de 12 a 24 meses) (pregunta 41) depende de la forma jurídica?

En la Tabla 4.4 se muestran los resultados obtenidos de las diferentes formas de financiación utilizadas por las empresas agrupadas según sus formas jurídicas en la fase de desarrollo de las mismas que engloban el período que va desde el primer año de vida a los veinticuatro meses desde su constitución.

Como en las dos etapas anteriores, los recursos propios de los socios fundadores siguen siendo la fuente de financiación más utilizada por las empresas, pero a diferencia de la primera fase, en este caso, el porcentaje de utilización de esta fuente de financiación no es estadísticamente igual en todos los grupos ya que el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis nula de que el porcentaje medio de uso de estas fuentes de financiación no sea igual para todas las formas jurídicas consideradas a un nivel de significación del 10%.

Señalar que los autónomos y las sociedades civiles siguen teniendo una fuerte dependencia de los RRPP de sus socios fundadores para su financiación. Cooperativas, sociedades anónimas y sociedades limitadas siguen disminuyendo este porcentaje de recursos propios a favor de otras fuentes alternativas.

En este tercer período, la segunda fuente de financiación de las cooperativas deja de ser las subvenciones recibidas de las AA.PP. financiándose con "Otras". La banca tradicional sigue siendo la forma elegida por las sociedades anónimas como segunda fuente de financiación, mientras que las sociedades limitadas, se financian con préstamos de ENISA. Los autónomos siguen dependiendo de los préstamos de familiares y amigos. En el caso de sociedades civiles y empresas englobadas en el epígrafe "Otra", la fuente secundaria ha cambiado, pasando a ser ahora los otros y financiación de la banca tradicional en el caso de las sociedades civiles y en el caso de "Otras" utilizan también fuentes bancarias tradicionales.

Como puede observarse en la Tabla 4.3, el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso de las fuentes de financiación RRPP, Préstamos de ENISA, Subvenciones de las AA.PP. y microcrédito de CaixaBank para las diferentes formas jurídicas son estadísticamente iguales.

Como se ha comentado anteriormente, en el caso de RRPP se observa un cambio en el porcentaje de utilización de este recurso por cada uno de los actores. Así, mientras que determinadas formas jurídicas han ido disminuyendo el uso de esta fuente de financiación (p.ej. Cooperativas, S.A., S.L.), autónomos y sociedades civiles han mantenido el porcentaje de uso de esta fuente o incluso dicho porcentaje ha aumentado.

Como no puede ser de otro modo, en el resto de los casos la hipótesis nula no se rechaza indicando igualdad en el porcentaje de financiación entre los diferentes tipos de empresas

TABLA 4.4. Forma de financiación de la empresa entre los 12 y 24 meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa

	Estadístico F	(p-valor)	Cooperativa	Autónomo	S.A.	S.L.	Sociedad Civil/ Comunidad	Otra
RR.PP. Socios fundadores	3,48*	0,00	47,40	73,37	46,91	47,38	63,35	37,74
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	1,54	0,18	10,32	11,51	7,14	3,78	0,62	8,58
Préstamos de ENISA	3,89*	0,00	0,00	0,00	2,08	13,57	0,62	7,81
Aval de SGR para transformar en financiación	0,78	0,56	0,00	0,00	0,00	3,05	0,62	3,96
Préstamos del CDTI	0,56	0,73	0,32	0,00	1,59	2,06	0,62	0,88
Premios y Concursos de Emprendedores	0,37	0,87	0,32	0,00	0,71	1,39	0,62	2,42
Subvenciones de las AA.PP	1,97*	0,08	7,21	0,00	11,03	2,78	0,62	3,19
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	1,10	0,36	11,23	6,39	22,66	8,82	14,91	12,42
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	0,37	0,87	0,32	4,76	1,44	2,79	0,62	3,19
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)	0,94	0,45	0,00	0,00	0,00	4,02	0,62	0,88
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	0,82	0,53	0,00	0,00	0,00	3,21	0,62	0,88
Crowdfunding	0,91	0,47	0,00	0,00	0,00	0,24	0,62	0,88
Microcrédito de Caixabank	3,41*	0,01	3,25	0,00	0,00	0,37	0,62	3,45
Otros	1,70	0,13	19,61	1,59	6,43	6,54	14,91	13,70

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante la cuarta fase de la empresas (de 24 a 42 meses) (pregunta 42) depende de la forma jurídica?

En la Tabla 4.5 se muestran los resultados obtenidos de las diferentes formas de financiación utilizadas por las empresas agrupadas según sus formas jurídicas en la fase de desarrollo de las mismas que engloban el período que va desde los dos años a los tres años y medio desde su constitución.

Como en todas las etapas anteriores, los recursos propios de los socios fundadores siguen siendo la fuente de financiación más utilizada por las empresas, pero el porcentaje de utilización de esta fuente de financiación no es estadísticamente igual en todos los grupos ya que el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis nula de que el porcentaje medio de uso de estas fuentes de financiación sea igual para todas las formas jurídicas consideradas a un nivel de significación del 10%.

Igual que ocurría en la fase anterior, los autónomos y las sociedades civiles siguen teniendo una fuerte dependencia de los RRPP de sus socios.

En este cuarto período de análisis, la segunda fuente de financiación de las cooperativas no varía respecto de la utilizada en el tercer período (Otros). Definitivamente la banca tradicional es la forma elegida por las sociedades anónimas como segunda fuente de financiación a lo largo de todos los períodos analizados, mientras que las sociedades limitadas, que se han estado financiando en las primeras tres fases con préstamos de ENISA, ahora también se financian mediante los fondos recibidos de los bancos.

En esta tercera etapa, los autónomos, aunque siguen dependiendo de los préstamos de familiares y amigos, este porcentaje va disminuyendo en favor de préstamos de entidades bancarias privadas. En el caso de sociedades civiles y empresas englobadas en el epígrafe "Otra", la fuente secundaria ha cambiado, pasando a ser ahora los otros y los préstamos ICO en el caso de las sociedades civiles y en el caso de "Otras" utilizan también "Otras" fuentes.

Como puede observarse en la Tabla 4.4, el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso de las fuentes de financiación RRPP,

recursos de amigos y familiares, Préstamos de ENISA y otras fuentes de financiación sea igual en todos los grupos.

En el resto de los casos la hipótesis nula no se rechaza, por lo que los porcentajes de utilización de esas fuentes de financiación son iguales para los diferentes grupos (formas jurídicas), por tratarse de unas fuentes de financiación totalmente residuales.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.5. Forma de financiación de la empresa entre los 24 y 42 meses de funcionamiento en función de la forma jurídica de la empresa

	Estadístico F	(p-valor)	Cooperativa	Autónomo	S.A.	S.L.	Sociedad Civil/ Comunidad	Otra
RR.PP. Socios fundadores	3,24*	0,01	47,86	74,77	52,75	44,26	66,67	50,64
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	2,14*	0,06	1,86	9,67	0,83	2,05	0,00	9,73
Préstamos de ENISA	2,43*	0,04	1,86	0,00	5,83	9,38	0,00	0,64
Aval de SGR para transformar en financiación	0,46	0,81	0,00	0,00	0,00	2,34	0,00	1,55
Préstamos del CDTI	0,82	0,54	0,00	0,00	0,83	3,53	0,00	0,64
Premios y Concursos de Emprendedores	0,72	0,61	3,29	0,00	0,00	0,74	0,00	2,45
Subvenciones de las AA.PP	0,45	0,81	1,86	1,33	5,83	3,76	0,00	1,55
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	1,64	0,15	2,86	4,67	28,00	10,51	16,67	10,64
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	0,42	0,84	0,00	5,00	0,83	3,11	0,00	0,64
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)	0,74	0,59	1,86	0,00	0,00	3,05	0,00	0,64
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	0,70	0,62	1,86	0,00	4,17	4,90	0,00	0,64
Crowdfunding	0,26	0,93	2,86	0,00	0,00	1,70	0,00	0,64
Microcrédito de Caixabank	0,30	0,91	0,00	0,00	0,00	0,41	0,00	0,64
Otros	2,47*	0,03	34,29	1,27	0,92	10,22	16,67	18,82

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%.

¿El uso actual de fuente de financiación del pasivo (pregunta 47) depende de la forma jurídica?

Los resultados obtenidos a la pregunta realizada sobre el porcentaje de recursos propios y recursos ajenos con los que se están financiando actualmente y de donde provienen dichos recursos, se muestran en la Tabla 4.6.

Para todas las formas jurídicas, la principal fuente de financiación de recursos propios son las aportaciones de capital de los socios fundadores.

El porcentaje de total de fondos propios utilizados por todas las formas jurídicas es ampliamente superior al total de recursos ajenos. Esta diferencia es claramente superior en el caso de las cooperativas, ya que la fuente el porcentaje de total de recursos propios es un 84.53%, mientras que su financiación con recursos ajenos es del 7.78%. La principal fuente de recursos propios de las cooperativas son los Fondos propios de los socios fundadores de la empresa (61.97%) y las aportaciones realizadas por amigos y familiares (9,23%). Respecto de los recursos ajenos, el 100% de éstos provienen de financiación bancaria tradicional.

En el caso de las empresas constituidas como sociedades anónimas, los porcentajes entre recursos propios y ajenos son más similares, correspondiendo a RR.PP un 55.66%, prácticamente la mitad de la fuente de financiación, frente a un 34.99% correspondientes a recursos ajenos. Al igual que en el caso de las cooperativas, la principal fuente de recursos propios son las aportaciones de los socios fundadores (34.34%) seguida de fondos provenientes de capital riesgo (Venture Capital). Aunque la principal fuente de financiación ajena es la financiación bancaria tradicional (17.15%),

Para las sociedades limitadas, la principal fuente de financiación de recursos propios como ya se ha dicho anteriormente es la aportación de los socios (42.02%), seguida de aportaciones de amigos (3.26%) y fondos propios de inversores privados (3.93%). Por otro lado, la principal fuente de financiación ajena es la financiación proveniente del sector público (14.85%).

Como puede observarse, el estadístico ANOVA, rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso del total de fondos propios y del total de fondos ajenos sean utilizados de igual forma por todas las formas jurídicas al nivel de confianza del 10%.

Este interesante resultado nos indica que la distribución entre fondos propios y ajenos depende de la forma jurídica de la empresa.

Pero cuando se analiza el estadístico para cada fuente de financiación se observa que no se rechaza hipótesis nula para el caso de financiación de recursos propios a través de: amigos y familiares, de inversores privados, capital riesgo, crowdfunding y para la financiación con recursos ajenos no se rechaza la hipótesis nula para el caso de proveedores y financiación bancaria tradicional.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.6. Porcentaje cada fuente de financiación del pasivo en el momento actual según la forma jurídica de la empresa

	Estadístico F	(p-valor)	Cooperativa	Autónomo	S.A.	S.L.	Sociedad Civil/ Comunidad	Otra
TOTAL FONDOS PROPIOS	3,33*	0,006	84,53	68,15	43,96	55,66	54,55	49,04
TOTAL RECURSOS AJENOS	6,57*	0,000	7,78	11,51	34,99	28,20	9,09	17,63
FF.PP Socios Fundadores	2,79*	0,017	61,97	57,91	34,34	42,02	40,00	38,87
FF.PP. _de amigos y familiares	1,73	0,126	9,23	8,65	0,53	3,26	3,64	6,67
FF.PP. Inversores Privados	1,08	0,373	1,03	1,02	1,90	3,93	0,00	2,67
FF.PP. Capital Riesgo	1,57	0,168	0,51	0,00	4,74	1,92	0,00	0,00
FF.PP. Crowdfunding	1,09	0,366	0,77	0,00	0,00	0,34	1,82	0,00
FF.PP. Otras instituciones	0,22	0,953	1,03	0,00	0,00	0,72	0,00	0,83
FF.PP. Subvenciones	2,11*	0,064	10,00	0,56	2,46	3,47	9,09	0,00
RR.AA Proveedores	1,26	0,282	0,00	3,05	9,82	4,82	9,09	3,33
RR.AA. Financiación Pública	6,57*	0,000	0,00	3,20	8,01	14,85	0,00	4,96
RR.AA. Financiación bancaria	1,69	0,135	7,78	5,25	17,15	8,53	0,00	9,33

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%.

b.- Sector empresarial al que pertenece la empresa

¿Quién ayuda al empresario en la búsqueda y selección de financiación en la puesta en marcha del negocio (pregunta 31) depende del sector productivo al que pertenece la empresa?

Al igual que en el análisis realizado según la forma jurídica, para responder esta cuestión se ha realizado un test Chi-cuadrado siendo la hipótesis nula que no existe asociación entre los diferentes sectores al que pertenecen las empresas y si reciben o no ayuda para seleccionar o/y buscar la financiación inicial en la puesta en marcha de la empresa. En este caso no se ha rechazado la hipótesis nula en todos los casos analizados excepto en dos de ellos. Así, el estadístico Chi-cuadrado con un p -valor de 0,02 para analizar si han realizado o no las gestiones directamente los socios y con un p -valor de 0.04 para analizar si recibieron ayuda o no de una consultora especializada indica que se puede rechazar la hipótesis, esto es, que existe relación entre el sector al que pertenece la empresa y si reciben o no dicha ayuda.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante cada una de las fases de la empresas (0-6, 6-12, 12-24 y 24-42 meses) (preguntas 39, 40, 41 y 42) depende del sector al que pertenece la empresa?

En la Tabla 4.7. se presentan los resultados obtenidos, para las cuatro etapas consideradas de funcionamiento de las empresa, de las diferentes fuentes de financiación utilizadas por las empresas, agrupados por sectores productivos. Los sectores de actividades considerados han sido el sector tecnológico, sector servicios, industrial y empresas que desarrollan actividades relacionadas con internet. Como se ha comentado anteriormente, para cada etapa (en cuatro columnas) se incluye el estadístico F junto a su p -valor y los porcentajes medios de uso de las fuentes financieras para las empresas que pertenecen a cada uno de los sectores considerados. El estadístico F para el contraste de igualdad del porcentaje medio de utilización de los recursos propios de los socios fundadores a lo largo de todas las fase de crecimiento de la empresa en los distintos sectores de negocio no rechaza la hipótesis nula, ya que presenta en los cuatro

casos (etapas) un *p-valor* elevado (ver Tabla 4.7). Lo mismo ocurre con el porcentaje medio de recursos del entorno de la familia y amigos, premios y concursos de emprendedores a los que han acudido, y microcréditos de Caixabank.

Por otro lado, el estadístico F rechaza la hipótesis nula de igualdad de porcentajes medios de utilización de financiación recibida de ENISA y aportaciones de inversores privados a lo largo según los diferentes sectores de negocio en las cuatro etapas de la empresa.

Aunque los recursos propios de los socios fundadores son la base de la financiación de la empresa a lo largo de los períodos analizados, se puede comprobar que el porcentaje que representa esta forma de financiación va disminuyendo a lo largo de la vida de la empresa, independientemente del sector en el que esté enmarcada la empresa. Lo mismo ocurre con el porcentaje de recursos provenientes del entorno familiar. La disminución de estas fuentes de financiación se ven compensadas con el aumento de otras alternativas; así a lo largo de la vida de las empresas dedicadas al sector servicios y a industria aumentan la financiación a través de préstamos de entidades bancarias privadas y de otras fuentes alternativas.

Las empresas tecnológicas y aquellas que desarrollan su actividad en el ámbito de internet diversifican sus instrumentos de financiación a lo largo de su crecimiento. En el caso de empresas tecnológicas, el porcentaje de empresas que reciben préstamos del CDTI, subvenciones de las administraciones públicas, aportaciones de instituciones de capital riesgo y otras fuentes de financiación aumentan conforme crece la empresa aumenta. En el caso de empresas de internet son los préstamos de la línea ICO emprendedores, aportaciones de instituciones de capital riesgo, subvenciones de las AA.PP y otros.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.7. Porcentaje de cada fuente de financiación en función del sector donde se enmarca la actividad de la empresa

	Primera fase (0 a 6 meses)					Segunda fase (6 a 12 meses)					Tercera fase (12 a 24 meses)					Cuarta fase (24 a 42 meses)				
	F (p-valor)	Tecnol	Serv	Indus	Internet	F (p-valor)	Tecnol	Serv	Indus	Internet	F (p-valor)	Tecnol	Serv	Indus	Internet	F (p-valor)	Tecnol.	Serv	Indus	Internet
RR.PP. Socios fundadores	1,19 (0,31)	70,38	62,36	68,29	69,52	0,28 (0,84)	54,39	58,45	57,10	52,67	0,67 (0,57)	46,83	55,28	52,84	51,23	0,71 (0,55)	46,84	55,02	45,98	49,80
Recursos de amigos y familiares	1,37 (0,25)	5,75	9,79	6,63	4,50	1,08 (0,36)	5,68	7,91	4,92	2,47	1,03 (0,38)	4,14	5,72	6,77	0,58	1,76 (0,16)	1,05	5,36	2,39	0,68
Préstamos de ENISA	2,59* (0,05)	5,47	3,97	4,51	11,36	6,54* (0,00)	12,88	4,17	8,06	20,50	3,28* (0,02)	15,68	5,43	8,88	11,11	3,15* (0,03)	9,52	3,15	7,24	13,08
Aval de SGR	4,36* (0,01)	0,61	6,06	2,65	0,45	0,97 (0,41)	1,17	3,35	3,21	0,11	0,51 (0,68)	2,30	2,41	3,28	0,14	0,64 (0,59)	1,69	2,71	0,78	0,16
Préstamos del CDTI	2,32* (0,08)	1,61	0,03	0,63	1,17	1,76 (0,15)	3,25	0,90	0,47	0,53	5,08* (0,00)	4,29	0,04	0,35	1,87	3,07* (0,03)	6,03	1,67	0,78	0,16
Premios y Concursos	1,57 (0,20)	1,08	0,18	0,31	0,69	0,63 (0,59)	1,46	0,55	0,63	0,58	0,16 (0,92)	1,53	1,16	0,87	0,58	0,26 (0,85)	1,21	0,42	0,78	0,68
Subvenciones de las AA.PP	1,08 (0,36)	3,56	2,73	0,75	2,12	1,02 (0,38)	5,26	2,78	2,40	2,11	1,67 (0,17)	5,42	1,45	1,90	3,45	3,5* (0,02)	7,23	1,07	1,65	3,88
Préstamos Bancarios	2,78* (0,04)	1,81	5,52	5,63	0,29	0,91 (0,44)	4,67	9,13	8,13	5,22	2,85* (0,04)	5,24	14,27	10,82	3,48	3,12* (0,03)	4,76	15,24	14,39	2,96
Préstamos de la línea ICO	2,34* (0,07)	2,42	5,40	1,82	0,29	1,59 (0,19)	2,24	5,80	2,23	1,69	1,14 (0,34)	1,93	4,54	1,21	3,16	1,3 (0,28)	1,21	4,81	1,22	4,16
Inversores Privados	4,52* (0,00)	3,03	0,03	2,18	6,71	2,16* (0,09)	3,88	1,24	0,95	5,69	6,52* (0,00)	3,12	0,81	0,87	12,40	2,18* (0,09)	3,74	0,35	2,09	5,08
Capital Riesgo	3,51* (0,02)	2,57	0,10	0,37	0,29	3,35* (0,02)	3,43	0,03	0,50	2,25	2,47* (0,06)	4,74	0,82	0,48	4,01	3,49* (0,02)	8,58	0,60	2,30	5,08
Crowdfunding	2,26* (0,08)	0,36	0,03	1,00	0,29	1,90 (0,13)	0,17	0,03	0,44	0,31	1,19 (0,31)	0,30	0,04	0,48	0,14	0,85 (0,47)	0,08	2,51	1,43	0,16
Microcrédito de Caixabank	0,94 (0,42)	0,08	1,38	0,38	1,12	0,58 (0,63)	0,12	1,16	0,45	0,31	0,57 (0,63)	0,30	0,61	0,48	1,29	0,07 (0,98)	0,40	0,30	0,35	0,16
Otros	1,54 (0,20)	1,13	2,37	4,69	1,00	3,49 (0,02)	1,41	4,45	10,44	2,61	1,3 (0,27)	4,20	7,42	10,75	3,34	2,17* (0,09)	7,71	6,79	18,59	9,88

NOTA: La Tabla muestra los resultados obtenidos del porcentaje de uso de cada fuente de financiación en función del sector al que pertenece para todas las fases de crecimiento de la empresa. Se presenta, para cada período analizado, el valor del estadístico F con su p-valor entre paréntesis, así como los porcentajes medios, para cada sector empresarial, de las diferentes fuentes de financiación utilizadas. Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación del 10%.

¿El modo de financiación de la empresa en el arranque o puesta en marcha del negocio (pregunta 30) depende del sector empresarial?

En la Tabla 4.8 se muestran los resultados obtenidos cuando se han cruzado las diferentes fuentes de financiación utilizadas por los empresarios en la puesta en marcha del negocio en función del sector al que pertenece la empresa. Como puede observarse, el estadístico ANOVA no rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso de recursos propios utilizados, así como las aportaciones de los familiares, subvenciones de las administraciones públicas, premios y concursos de emprendedores, financiación pública y microcrédito de Caixabank en la puesta en marcha del negocio son iguales en todos los sectores a un nivel de confianza del 10%.

TABLA 4.8. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en el arranque del negocio según sector

	Estadíst. F	(p-valor)	Tecnol.	Serv.	Indus.	Internet
Fondos propios de los Socios Fundadores	0,01	0,99	59,77	60,31	60,45	60,16
Aportaciones de Amigos y Familiares	0,48	0,62	6,09	8,01	7,02	7,14
Subvenciones de las AAPP.	1,38	0,25	4,97	6,34	3,26	5,21
Premios y Concursos de Emprendedores	1,59	0,21	1,71	0,79	0,49	1,04
Financiación de Instituciones Públicas (ENISA, AvalMadrid, CDTI,...)	0,27	0,76	13,67	12,83	11,45	12,83
Financiación de Inversores Privados	3,21*	0,04	3,90	0,96	2,73	2,35
Préstamos o Deuda de un Institución Bancaria Privada	3,79*	0,02	2,41	5,33	8,27	4,95
Crowdfunding	2,57*	0,08	0,52	0,13	1,01	0,45
Microcrédito de Caixabank	0,76	0,47	0,18	1,00	0,43	0,60
Venture Capital/Private Equity	3,69*	0,03	2,70	0,13	0,65	1,13
Préstamos ICO Emprendedores	0,46	0,63	2,70	2,91	1,51	2,54
Otros	1,10	0,33	1,38	1,26	2,72	1,62

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las cuatro categorías con nivel de significación del 10%. Las cuatro últimas columnas muestran el porcentaje de empresas de cada uno de los sectores para cada fuente de financiación.

En el resto de casos, el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de utilización de cada fuente de financiación sea igual en todas las empresas.

Los recursos propios, con alrededor de un porcentaje del 60%, así como la financiación a través de instituciones públicas (ENISA, CDTI, entre otras), con alrededor de un 12%, son las principales fuentes de financiación utilizadas por los cuatro sectores considerados.

¿El uso actual de fuente de financiación del pasivo (pregunta 47) depende del sector empresarial?

En la Tabla 4.9 se presentan los resultados obtenidos

TABLA 4.9. Porcentaje cada fuente de financiación del pasivo en el momento actual según el sector

	F	(p-valor)	Tecnol.	Servic.	Industrial	Internet
TOTAL FONDOS PROPIOS	0,92	0,43	56,99	59,95	51,75	60,93
TOTAL RECURSOS AJENOS	1,84	0,14	24,26	20,61	29,68	25,43
FF.PP Socios Fundadores	0,70	0,56	41,64	47,94	45,14	41,94
FF.PP. _de amigos y familiares	2,31*	0,08	2,27	6,59	2,86	2,17
FF.PP. Inversores Privados	4,80*	0,00	5,56	1,28	1,37	5,52
FF.PP. Capital Riesgo	5,27*	0,00	2,65	0,38	0,36	4,73
FF.PP. Crowdfunding	1,03	0,38	0,41	0,14	0,71	0,00
FF.PP. Otras instituciones	0,95	0,42	0,09	1,15	0,00	0,79
FF.PP. Subvenciones	1,70	0,17	4,37	2,47	1,31	5,77
RR.AA Proveedores	0,32	0,81	4,44	4,11	5,51	6,05
RR.AA. Financiación Pública	7,61*	0,00	15,34	5,62	12,67	15,98
RR.AA. Financiación bancaria	4,43*	0,00	4,48	10,88	11,50	3,41

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las cuatro categorías con nivel de significación del 10%. Las seis últimas columnas muestran el porcentaje, para cada forma jurídica, de las diferentes fuentes de financiación utilizadas

A la vista de los resultados de la Tabla se puede afirmar que el estadístico ANOVA no rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso del total recursos propios como del total de recursos ajenos utilizados son iguales independientemente del sector a un nivel de confianza del 10%. No obstante, en el caso de recursos provenientes del entorno familiar, de inversores privados, aportaciones de instituciones de capital riesgo, financiación pública y financiación bancaria donde, el estadístico rechaza la hipótesis indicando que sí hay diferencias en el peso que representan dichas fuentes financieras según el sector.

En el momento actual, los fondos propios de los socios fundadores y los recursos ajenos provenientes de la financiación por parte del sector público son las principales fuentes de financiación en los cuatro sectores analizados.

c.- Análisis de las formas de financiación en función del género

Dado que la variable género del emprendedor es una variable dicotómica, los contrastes de igualdad de las medias en las dos categorías se han realizado mediante el estadístico t del contraste de igualdad de medias, que es la alternativa del contraste ANOVA en este caso, y que tiene la misma hipótesis nula que el ANOVA.

¿Quién ayuda al empresario en la búsqueda y selección de financiación en la puesta en marcha del negocio (pregunta 31) depende del género del emprendedor? El análisis de los seis tipos de ayuda considerados nos proporciona seis estadísticos t, de los cuales dos rechazan la hipótesis nula: buscaron financiación directamente sin ayuda de nadie y buscaron financiación mediante formas distintas de las consideradas en el cuestionario (“otras”). Por tanto, en estos dos casos, existe una relación entre el género del emprendedor y si utilizan o no ambas formas de búsqueda de fondos financieros para constituir la empresa.

En el resto de los casos, no se puede rechazar la hipótesis nula, por lo que no existe una relación entre el género y si utilizaron o no un determinado tipo de ayuda, es decir, el género no es determinante a la hora de utilizar estos canales de ayuda para iniciar la empresa.

¿El modo de financiación de la empresa en el arranque o puesta en marcha del negocio (pregunta 30) depende del género del emprendedor?

En la Tabla 4.10 se presentan los resultados obtenidos.

**TABLA 4.10. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación
utilizadas en el arranque del negocio según el género**

	Estadístico <i>t</i>	(<i>p</i> -valor)	Mujeres	Hombres
Fondos propios de los Socios Fundadores	-1,80*	0,07	47,15	55,32
Aportaciones de Amigos y Familiares	-0,86	0,39	5,40	6,97
Subvenciones de las Administraciones (local, autonómica o estatal)	3,34*	0,00	12,12	5,74
Premios de Concursos de Emprendedores a los que ha acudido	1,41	0,16	7,06	4,81
Financiación de Instituciones Públicas como: ENISA, AvalMadrid, CDTI,...	-0,32	0,75	0,93	1,13
Financiación de Inversores Privados (Business Angels)	0,83	0,41	14,48	12,46
Préstamos o Deuda de un Institución Bancaria Privada	-0,76	0,45	2,11	3,13
Crowdfunding	0,25	0,80	4,75	4,34
Microcrédito de Caixabank	3,54*	0,00	1,32	0,19
Venture Capital/Private Equity	1,59	0,11	1,53	0,42
Préstamos ICO Emprendedores	-0,82	0,41	0,49	1,24
Otros	-0,72	0,48	1,65	2,48

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación de 10%.

Respecto al porcentaje de las diferentes fuentes de financiación utilizadas por los emprendedores para poner en marcha el negocio, señalar que en nueve de las doce formas de financiación consideradas en el cuestionario, no se rechazó la hipótesis nula, por lo que se concluye que no existe una relación directa entre el género de los emprendedores y las formas utilizadas para la financiación en el arranque.

Sólo en el caso de fondos provenientes de los recursos propios de los socios fundadores, microcrédito de Caixabank y subvenciones de la administración, se rechaza la hipótesis nula. En estos casos, por lo tanto, el género sí afecta al peso que tienen estas fuentes de financiación en el momento de constituir la empresa.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante cada una de las fases de la empresas (0-6, 6-12, 12-24 y 24-42 meses) (preguntas 39, 40, 41 y 42) depende del género del emprendedor?

En las Tablas 4.11 y 4.12 se presentan los resultados obtenidos para cada una de las fases de crecimiento de la empresas.

El estudio de las doce fuentes financieras consideradas a lo largo de los cuatro intervalos temporales de estudio indica que en ocho de estas doce fuentes no se rechaza la hipótesis nula. Por tanto, el género no tiene efecto sobre el peso de estas fuentes de financiación a lo largo de los primeros 42 meses de vida de la empresa.

Sólo en el caso de que la fuente sean los recursos procedentes de amigos y familiares, la hipótesis nula se rechaza para las cuatro fases de crecimiento de la empresa, existiendo una relación directa entre el género y este tipo de financiación. En el caso de microcréditos de Caixabank (y fondos provenientes de crowdfunding), también se rechaza la hipótesis nula en los 3(2) períodos iniciales, por lo que existe una relación en estos períodos entre el género y la utilización de estas fuentes de financiación.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.11. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación utilizadas en la primera y segunda etapa

	Etapa 1 (0-6meses)				Etapa 2 (6-12meses)			
	Estadístico <i>t</i>	(p-valor)	Mujeres	Hombres	Estadístico <i>t</i>	(p-valor)	Mujeres	Hombres
RR.PP. Socios fundadores	-2,31*	0,02	58,60	68,93	-0,61	0,54	53,22	56,51
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	2,60*	0,01	12,26	6,07	1,72*	0,09	9,75	5,53
Préstamos de ENISA	0,39	0,70	5,95	5,19	0,42	0,68	10,37	9,16
Aval de SGR para transformar en financiación	0,53	0,59	4,00	3,08	-0,41	0,69	1,73	2,41
Préstamos del CDTI	-1,13	0,26	0,23	0,91	-1,12	0,26	0,44	1,79
Premios y Concursos de Emprendedores	-0,02	0,98	0,52	0,53	-0,30	0,77	0,68	0,89
Subvenciones de las AA.PP	1,37	0,17	3,84	2,11	0,36	0,72	3,82	3,21
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	0,43	0,66	4,33	3,58	-0,14	0,89	6,74	7,13
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	-0,62	0,54	2,44	3,47	-0,63	0,53	2,81	4,10
Aportaciones de inversores privados (Business Angels)	-0,62	0,54	1,48	2,33	-1,25	0,21	1,00	2,95
Aportaciones de instituciones de capital riesgo	-1,12	0,26	0,23	1,12	-1,01	0,32	0,56	1,68
Crowdfunding	3,21*	0,00	1,10	0,11	1,98*	0,05	0,41	0,12
Microcrédito de Caixabank	2,41*	0,02	2,23	0,31	1,84*	0,07	1,71	0,25
Otros	0,32	0,75	2,61	2,16	1,28	0,20	6,81	3,78

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación de 10%.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.12. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación utilizadas en la tercera y cuarta etapa

	Etapa 3 (12-24meses)				Etapa 4 (24-42meses)			
	Estadístico <i>t</i>	(<i>p</i> _valor)	Mujeres	Hombres	Estadístico <i>t</i>	(<i>p</i> -valor)	Mujeres	Hombres
RR.PP. Socios fundadores	1,39	0,17	57,61	49,60	0,84	0,40	54,62	49,01
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	3,12	0,00	11,79	3,63	3,47	0,00	9,47	1,67
Préstamos de ENISA	-1,61	0,11	5,80	10,91	-1,89	0,06	2,87	8,02
Aval de SGR para transformar en financiación	-1,69	0,09	0,17	2,92	-1,15	0,25	0,26	2,10
Préstamos del CDTI	-1,53	0,13	0,23	1,95	-1,60	0,11	0,26	3,15
Premios y Concursos de Emprendedores	-0,83	0,41	0,47	1,33	-0,31	0,76	0,53	0,80
Subvenciones de las AA.PP	-1,40	0,16	0,99	3,49	0,03	0,97	3,30	3,23
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	-0,74	0,46	7,57	10,14	-0,03	0,98	10,47	10,58
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	-0,42	0,67	2,30	3,05	0,23	0,82	3,30	2,81
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)	-0,71	0,48	1,73	3,11	-1,31	0,19	0,53	2,67
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	-1,64	0,10	0,17	2,87	-1,61	0,11	0,53	4,59
Crowdfunding	-0,30	0,77	0,17	0,24	-0,83	0,41	0,26	1,59
Microcrédito de Caixabank	1,75	0,08	1,25	0,35	-0,22	0,83	0,26	0,34
Otros	1,22	0,22	9,74	5,94	1,05	0,29	13,45	8,83

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación de 10%.

¿El uso actual de fuente de financiación del pasivo (pregunta 47) depende del sector empresarial?

En la Tabla 4.13 se muestran los resultados obtenidos.

TABLA 4.13. Porcentaje medio para cada una de las fuentes de financiación del pasivo en el momento actual

	Estadístico <i>t</i>	(p-valor)	Mujeres	Hombres
TOTAL FONDOS PROPIOS	0,75	0,45	60,32	56,92
TOTAL RECURSOS AJENOS	-2,46*	0,01	17,84	25,94
FF.PP. Socios Fundadores	-0,18	0,85	44,05	44,89
FF.PP. de amigos y familiares	4,29*	0,00	10,41	2,46
FF.PP. Inversores Privados	-1,16	0,25	1,91	3,43
FF.PP. Capital Riesgo	-2,12*	0,04	0,08	2,02
FF.PP. Crowdfunding	1,08	0,28	0,57	0,23
FF.PP. Otras instituciones	0,59	0,56	0,88	0,46
FF.PP. Subvenciones	-0,68	0,50	2,41	3,43
RR.AA Proveedores	-0,82	0,41	3,61	4,99
RR.AA. Financiación Pública	-1,96*	0,05	7,76	12,28
RR.AA. Financiación bancaria	-0,98	0,33	6,47	8,68

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación de 10%.

A simple vista de los p-valores de cada uno de los estadísticos *t* obtenidos, se puede concluir que, aunque en el caso de los fondos propios totales no se rechaza la hipótesis nula de igualdad de uso medio en las empresas dirigidas por hombres y mujeres, en el caso de la financiación total con recursos ajenos, el p-valor del estadístico *t* tiene un valor de 0.014, lo que señala que se rechaza la hipótesis nula, es decir, que el peso de la financiación a través de recursos ajenos sí que depende del género del empresario.

Dentro de las fuentes financieras que representan los fondos propios, los fondos recibidos de amigos o familiares y fondos de sociedades de capital riesgo también presentan diferencias por género.

Dentro de las fuentes financieras que conforman los recursos ajenos, la financiación con fondos públicos es la única forma de financiación ajena que muestra diferencias de uso según el género, probablemente por todos los planes y programas de apoyo a la mujer emprendedora.

d.- Análisis de las formas de financiación en función del tamaño de la empresa (medido por número de empleados de la empresa, incluido el/los propietarios)

¿Quien ayuda al empresario en la búsqueda y selección de financiación en la puesta en marcha del negocio (pregunta 31) depende del tamaño?

Una vez calculados los seis estadísticos Chi-cuadrado, los p-valores obtenidos (todos ellos muy superiores al 10%) nos señalan que no se puede rechazar en ningún caso la hipótesis nula. Por tanto, no existe ninguna relación entre el tamaño de la empresa, medido en términos del número de empleados y si el emprendedor recibió o no ayuda de cada una de las seis alternativas consideradas en el arranque de la sociedad.

¿El modo de financiación de la empresa en el arranque o puesta en marcha del negocio (pregunta 30) depende del tamaño de la empresa?

En la Tabla 4.14 se muestran los resultados obtenidos del análisis de las respuestas recibidas sobre de las distintas fuentes de financiación que utilizaron los emprendedores cuando iban a poner en funcionamiento el negocio en relación con el número de empleados de la empresa.

TABLA 4.14. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en el arranque del negocio según el número de empleados

	F (p-valor)	Menos de 5	De 6 a 10	De 11 a 20	De 21 a 50	Más de 50
Fondos propios de los Socios Fundadores	2,02* (0.09)	63,51	57,85	47,39	54,91	57,09
Aportaciones de Amigos y Familiares	0,52 (0.72)	7,41	6,60	6,07	4,10	2,58
Subvenciones de las AAPP.	0,89 (0.47)	5,09	5,08	8,21	8,68	2,37
Premios y Concursos de Emprendedores	1,33 (0.26)	0,81	2,08	1,60	0,00	2,68
Financiación Instituc. Públicas(ENISA, CDTL.)	1,14 (0.34)	13,84	12,18	16,83	14,17	2,58
Financiación de Inversores Privados	4,82* (0.00)	1,47	6,20	8,38	0,00	4,80
Préstamos Institución Bancaria Privada	7,99* (0.00)	3,28	2,75	5,32	13,67	21,27
Crowdfunding	0,77 (0.54)	0,62	0,21	0,00	0,00	0,25
Microcrédito Caixabank	0,38 (0.82)	0,55	0,23	0,00	0,00	0,25
Venture Capital	2,52* (0.04)	0,27	1,56	4,11	3,33	0,25
Préstamos ICO	0,79 (0.53)	1,86	3,22	0,81	1,14	0,25
Otros	1,41 (0.23)	1,28	2,04	1,29	0,00	5,62

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las cuatro categorías con nivel de significación del 10%. Las cuatro últimas columnas muestran el porcentaje, por número de empleados, de las diferentes fuentes de financiación utilizadas.

El estadístico ANOVA rechaza la hipótesis de que porcentaje medio de las fuentes de financiación coincida para cada tipo de empresa según el número de empleados de la misma en cuatro de las doce fuentes de financiación. En estos casos el uso medio de dicha fuente financiera sí depende del tamaño de la empresa. Concretamente, este es el caso de los fondos propios de los socios fundadores, financiación de inversores privados, financiación bancaria tradicional y Venture Capital. En el resto de las fuentes de financiación la evidencia indica que la media es igual para todas las empresas independientemente del tamaño.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante cada una de las fases de la empresas (0-6, 6-12, 12-24 y 24-42 meses) (preguntas 39, 40, 41 y 42) depende del tamaño de la empresa?

Las Tablas 4.15 y 4.16 muestran el porcentaje medio de uso de cada fuente de financiación en función del número de empleados durante cada una de las cuatro fases de crecimiento consideradas.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.15. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en las dos fases iniciales del negocio según el número de empleado

	Primera fase (0 a 6 meses)						Segunda fase (6 a 12 meses)					
	F (p-valor)	N°<5	6<N<10	11<N<20	21<N<50	N>50	F (p-valor)	N°<5	6<N<10	11<N<20	21<N<50	N>50
RR.PP. Socios fundadores	2,6* (0,0)	71,9	66,7	52,2	62,1	59,0	1,4 (0,2)	59,4	55,9	43,6	46,7	43,3
Recursos de amigos y familiares	1 (0,4)	7,5	8,0	5,3	1,9	0,0	1,4 (0,2)	7,5	3,7	3,3	1,1	0,9
Préstamos de ENISA	0,8 (0,5)	4,8	6,6	6,8	10,5	2,8	0,3 (0,8)	10,6	10,7	6,4	10,5	4,8
Aval de SGR	1,4 (0,2)	3,2	0,7	3,2	8,1	6,0	2,7* (0,0)	2,3	0,5	5,0	0,0	14,4
Préstamos del CDTI	4,3* (0,0)	0,2	0,8	3,9	2,1	0,0	0,7 (0,6)	1,0	2,5	1,1	4,2	0,9
Premios y Concursos de Emprendedores	0,9 (0,5)	0,4	1,2	0,8	0,0	0,0	2* (0,1)	0,4	2,5	0,5	0,5	0,0
Subvenciones de las AA.PP	0,6 (0,7)	2,1	2,6	4,5	1,9	0,0	1,9 (0,1)	2,3	5,0	9,0	3,2	0,9
Préstamos de Entidad Bancaria	9,6* (0,0)	2,8	1,2	2,9	7,6	25,0	3,3* (0,0)	5,6	4,5	8,2	14,9	26,7
Préstamos ICO	0,5 (0,7)	2,7	4,5	3,9	0,5	2,0	0,2 (0,9)	4,3	4,7	2,8	3,7	0,0
Inversores privados	3,5* (0,0)	0,8	5,6	6,1	0,0	3,3	2,9* (0,0)	0,8	4,6	7,9	3,7	6,0
Instituciones de capital riesgo	6,9* (0,0)	0,2	0,1	6,3	2,9	0,8	3,8* (0,0)	0,3	2,1	6,4	3,7	0,0
Crowdfunding	0,7 (0,6)	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,5 (0,7)	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Microcrédito de Caixabank	0,4 (0,8)	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,6 (0,7)	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Otros	0,4 (0,8)	2,3	1,2	4,2	2,4	1,0	0,4 (0,8)	4,2	3,0	5,7	7,9	2,2

: La Tabla muestra los resultados obtenidos de los porcentajes medios de empresas según el número de empleado, para cada fuentes de financiación. Se presenta, para cada período, el valor del estadístico F con su p-valor entre paréntesis. Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación del 10%.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.16. Porcentaje medio de cada fuentes de financiación utilizada en la tercera y cuarta fases del negocio según el número de empleado

	Tercera fase (12 a 24 meses)						Cuarta fase (24 a 42 meses)					
	F (p-valor)	N°<5	6<N<10	11<N<20	21<N<50	N>50	F (p-valor)	N°<5	6<N<10	11<N<20	21<N<50	N>50
R.PP. Socios fundadores	3,1* (0,0)	57,3	50,7	33,5	36,8	36,1	4,2* (0,0)	57,1	51,2	33,0	26,0	27,0
Recursos de amigos y familiares	1,4 (0,2)	6,0	1,0	3,2	1,2	0,0	0,7 (0,6)	3,7	1,8	0,0	2,7	0,0
Préstamos de ENISA	0,4 (0,8)	10,3	11,3	11,5	9,8	1,0	0,1 (1)	7,0	7,9	8,3	4,7	6,7
Aval de SGR	0,9 (0,5)	3,2	0,5	4,3	0,0	1,1	1,1 (0,4)	2,1	1,1	0,4	0,0	7,8
Préstamos del CDTI	1,9 (0,1)	0,6	3,6	2,5	1,3	5,6	2,5 (0,0)	1,2	7,0	5,2	0,7	0,0
Premios y Concursos de Emprendedores	1,3 (0,3)	0,6	3,2	1,6	0,0	0,0	0,5 (0,7)	0,8	1,8	0,0	0,0	0,0
Subvenciones de las AA.PP	4,3* (0,0)	0,7	6,4	9,5	6,1	0,0	3,1* (0,0)	1,3	4,1	8,3	10,7	3,3
Préstamos de Entidad Bancaria	8,6* (0,0)	7,5	4,5	11,6	22,9	48,6	5* (0,0)	8,2	7,8	8,7	24,7	41,8
Préstamos ICO	0,3 (0,8)	2,6	3,8	5,2	2,4	1,0	0,3 (0,9)	3,8	2,5	2,6	0,7	1,1
Inversores privados	1,4 (0,2)	1,5	5,8	4,8	6,5	0,0	3* (0,0)	0,9	3,9	8,3	2,0	0,0
Instituciones de capital riesgo	2,5* (0,0)	0,8	3,0	7,9	4,2	5,6	11,6* (0,0)	1,0	0,9	12,6	24,7	0,0
Crowdfunding	1 (0,4)	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7 (0,6)	0,8	2,5	4,0	0,0	0,0
Microcrédito de Caixabank	1 (0,4)	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7 (0,6)	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,3 (0,9)	7,1	6,3	4,4	8,8	1,1	0,4 (0,8)	10,9	7,6	8,7	3,3	12,3

NOTA: La Tabla muestra los resultados obtenidos de los porcentajes medios de empresas según el número de empleado, para cada fuentes de financiación. Se presenta, para cada período, el valor del estadístico F con su p-valor entre paréntesis. Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación del 10%.

Como se puede observar, el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis, para todos los períodos analizados, de que los porcentajes medios de utilización de los préstamos de entidades bancarias, aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo sean iguales para todos los grupos de empresas (clasificadas por tamaño según el número de empleados).

Cuando los recursos financieros provienen del entorno familiar/amigos, de préstamos de ENISA o de préstamos de la línea ICO, microcréditos de Caixabank, crowdfunding o de "Otros" fondos, el estadístico ANOVA no rechaza la hipótesis nula, por lo que el porcentaje medio de utilización de estas fuentes de financiación es igual para todas las empresas independientemente de su tamaño.

El uso actual de fuente de financiación del pasivo (pregunta 47) depende del tamaño de la empresa?

TABLA 4.17. Porcentaje de uso de las fuentes financieras del pasivo en el momento actual, agrupadas por número de empleados

	F	(p-valor)	Menos de 5	De 6 a 10	De 11 a 20	De 21 a 50	Más de 50
TOTAL FONDOS PROPIOS	1,9	0,1	59,9	57,5	57,8	39,9	47,3
TOTAL RECURSOS AJENOS	10,2*	0,0	20,3	25,1	32,5	51,8	43,6
FF.PP Socios Fundadores	4,2*	0,0	49,7	43,9	31,0	24,6	34,4
FF.PP._de amigos y familiares	0,9	0,5	4,8	2,4	1,6	1,9	0,0
FF.PP. Inversores Privados	3,4*	0,0	2,1	4,7	9,1	2,7	0,0
FF.PP. Capital Riesgo	15,7*	0,0	0,2	0,9	8,4	9,2	0,0
FF.PP. Crowdfunding	0,6	0,7	0,5	0,0	0,3	0,0	0,0
FF.PP. Otras instituciones	1,7	0,2	0,5	0,1	3,3	0,0	0,0
FF.PP. Subvenciones	2,9*	0,0	2,1	5,5	4,0	1,5	12,9
RR.AA Proveedores	3,0*	0,0	5,3	2,0	2,8	12,3	10,6
RR.AA. Financiación Pública	4,8*	0,0	8,8	16,2	19,5	19,8	7,3
RR.AA. Financiación bancaria	5,9*	0,0	6,2	6,8	10,3	19,7	25,8

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las cinco categorías con nivel de significación del 10%.

La tabla 4.17 muestra los resultados obtenidos del análisis del porcentaje medio de uso de cada una de las fuentes de financiación del pasivo en el momento actual para cada tipo de empresa según su tamaño.

Con respecto al total de fondos propios, el estadístico F no rechaza la hipótesis de que los porcentajes medios de utilización de estos recursos propios totales sea igual para todos los grupos considerados. No obstante, las cosas cambian cuando se analiza fuente a fuente las que constituyen los recursos propios. En todas las fuentes financieros que constituyen los recursos propios se rechaza la hipótesis nula, excepto los fondos que provienen de aportación es del

entorno familiar y de amigos. Lo mismo ocurre para el crowdfunding y los fondos de otras instituciones financieras. En estos tres casos no se rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de utilización de estas tres fuentes es el mismo para las cinco categorías de empresas consideradas según su tamaño.

Para el caso tanto de total de recursos ajenos como de su desglose por fuentes de financiación se rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de utilización de éstas sea el mismo para las cinco categorías de empresas consideradas, indicando que en este caso si hay diferencias importantes en el uso de los recursos ajenos según el tamaño de la empresa.

e.- Análisis de las formas de financiación en función de la evolución de las ventas del ejercicio 2014 respecto a las del año anterior

¿Quien ayuda al empresario en la búsqueda y selección de financiación en la puesta en marcha del negocio (pregunta 31) depende de la evolución de las ventas?

Analizando el valor obtenido para los respectivos estadísticos Chi-cuadrado, cuando se cruza la variable si recibió o no ayuda en la búsqueda de financiación durante el arranque de la empresa respecto del crecimiento, estabilidad o decrecimiento de las ventas del año 2014 respecto del 2013, se obtiene en todos los casos, excepto en uno de ellos, *p*-valores superiores al 10%. Por tanto, en la mayoría de casos no se rechaza la hipótesis nula de que no existe ninguna relación entre la evolución de las ventas y si recibió ayuda o no de cada una de las alternativas consideradas en el arranque de la sociedad.

Sólo la variable si recibió ayuda o no de una consultoría o empresa especializada tiene relación con la evolución de las ventas de la empresa en el último ejercicio.

¿El modo de financiación de la empresa en el arranque o puesta en marcha del negocio (pregunta 30) depende de la evolución de las ventas?

En la Tabla 4.18 se muestran los resultados obtenidos del porcentaje medio de financiación de cada fuente respecto de cómo fue la evolución de sus ventas (mayores, menores o iguales) de 2014 respecto del 2013 cuando los emprendedores cuando iban a iniciar el negocio.

El estadístico ANOVA rechaza, al 10%, la hipótesis de que el porcentaje medio de uso de las fuentes de financiación sea el mismo para todas las empresas, clasificadas según el

crecimiento de las ventas, en el caso de que la financiación inicial fuesen los fondos propios de los socios fundadores o provenientes de préstamos ICO emprendedores.

Para el resto de las fuentes de financiación no se rechaza la hipótesis nula, por lo el porcentaje medio de uso de las fuentes financieras no es el mismo en los grupos de empresas según el crecimiento, estabilidad o decrecimiento de sus ventas.

TABLA 4.18. Porcentaje medio de uso de las fuentes de financiación utilizadas en la puesta en marcha del negocio según la evolución de las ventas del año 2014

	Estadístico F	(p-valor)	Menores	Mayores	Iguals
Fondos propios	2,82*	0,04	73,58	57,18	60,99
Aportaciones de Amigos y Familiares	1,58	0,20	2,44	7,49	9,03
Subvenciones de las Administraciones (local, autonómica o estatal)	1,80	0,15	4,42	6,82	2,70
Premios de Concursos de Emprendedores a los que ha acudido	0,82	0,48	0,53	0,83	1,75
Financiación de Instituciones Públicas como: ENISA, AvalMadrid, CDTI,...	0,15	0,93	11,36	13,55	13,66
Financiación de Inversores Privados (Business Angels)	1,34	0,26	0,12	3,80	2,24
Préstamos o Deuda de un Institución Bancaria Privada	0,29	0,83	5,33	5,15	4,64
Crowdfunding	1,23	0,30	0,12	0,24	0,18
Microcrédito de Caixabank	0,29	0,83	0,12	0,56	0,18
Venture Capital/Private Equity	0,93	0,43	0,12	1,75	0,18
Préstamos ICO Emprendedores	2,40*	0,07	1,54	1,15	3,52
Otros	0,49	0,69	0,34	1,49	0,93

NOTA: La Tabla muestra los resultados obtenidos para cada una de las fuentes de financiación utilizadas en la puesta en marcha del negocio, respecto al grupo de empresas que han tenido un aumento, una disminución o no han variado sus ventas del 2014 respecto del año anterior. Las columnas 1 y 2 corresponden al valor del estadístico F con su *p*-valor entre paréntesis. Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación del 10%.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante cada una de las fases de la empresas (0-6, 6-12, 12-24 y 24-42 meses) (preguntas 39, 40, 41 y 42) depende de la evolución de las ventas?

En la Tabla 4.19 se presentan los porcentajes de uso de las fuentes de financiación según si la empresa ha tenido un crecimiento, decrecimiento o estabilidad en las ventas de 2014 respecto del año anterior para cada etapa de crecimiento de la empresa considerada.

Como se puede observar, el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis nula solo en 8 de los 56 casos, de que los porcentajes medios de utilización de los diferentes instrumentos

financieros sean iguales en los tres grupos de empresas considerados: empresas que han experimentado un crecimiento de sus ventas, que han mantenido el mismo nivel de ventas o que han disminuido respecto del 2013. La hipótesis nula se rechaza en el caso de los recursos propios de los socios fundadores para todas las etapas en la vida de las empresas, con los préstamos de la línea ICO en la tercera y cuarta etapa y con los fondos provenientes de ENISA y aportaciones de instituciones de capital riesgo en la última etapa considerada.

Por tanto, se puede concluir de la evidencia presentada que en la mayoría de los casos el uso medio de las fuentes financieras no cambia cuando consideramos empresas según la evolución de sus ventas entre 2014 y 2013.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.19. Porcentaje medio de uso de cada fuente de financiación según la evolución de las ventas en las cuatro etapas de vida de la empresa

	Primera fase (0 a 6 meses)				Segunda fase (6 a 12 meses)				Tercera fase (12 a 24 meses)				Cuarta fase (24 a 42 meses)			
	F (p-valor)	Menores	Mayores	Iguales	F (p-valor)	Menores	Mayores	Iguales	F (p-valor)	Menores	Mayores	Iguales	F (p-valor)	Menores	Mayores	Iguales
RR.PP. Socios fundadores	2,7* (0,1)	76,7	64,2	72,9	3,6* (0)	72,4	54,1	50,8	2,5* (0,1)	64,6	50,2	45,0	2,5* (0,1)	63,8	47,2	46,2
Recursos de amigos y familiares	0,9 (0,4)	4,1	8,3	6,1	2,2 (0,1)	3,1	5,7	11,5	0,2 (0,9)	2,8	4,3	4,3	1,9 (0,2)	0,0	3,5	0,4
Préstamos de ENISA	1 (0,4)	6,4	7,5	3,1	0,1 (0,9)	8,9	9,6	11,4	0,8 (0,4)	8,3	11,2	15,9	3,3* (0,0)	1,8	8,4	13,2
Aval de SGR	0,6 (0,6)	1,5	3,2	1,4	0,7 (0,5)	0,7	2,0	4,1	0,1 (0,9)	1,5	2,2	1,4	0,2 (0,9)	0,7	1,5	1,7
Préstamos del CDTI	1,2 (0,3)	0,0	1,3	0,2	0,6 (0,5)	0,0	2,1	2,0	0,3 (0,7)	0,8	2,0	2,3	0,4 (0,7)	1,2	2,7	3,6
Premios y Concursos de Emprendedores	2,3 (0,1)	0,0	0,3	1,0	0,4 (0,7)	0,0	0,5	0,6	0,3 (0,7)	0,3	1,0	1,5	0,4 (0,7)	0,0	0,4	0,4
Subvenciones de las AA.PP	0,4 (0,7)	1,2	2,5	2,8	1,3 (0,3)	0,6	4,0	2,5	1,2 (0,3)	1,3	2,9	5,9	2,3 (0,1)	2,4	2,9	8,8
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	0,1 (0,9)	4,7	4,2	5,0	1,3 (0,3)	8,1	9,0	2,3	0,3 (0,8)	12,1	11,0	7,6	0,5 (0,6)	15,9	11,9	9,2
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	1,8 (0,2)	4,6	1,7	4,6	1,2 (0,3)	3,6	3,4	8,1	4,6* (0,0)	1,8	1,8	8,7	2,8* (0,1)	4,1	1,3	6,9
Inversores privados (Business Angels)	1,8 (0,2)	0,0	3,1	0,6	1,1 (0,3)	0,0	3,2	3,8	1,1 (0,3)	0,0	4,2	3,6	1 (0,4)	0,0	2,9	2,8
Instituciones de capital riesgo	0,7 (0,5)	0,0	1,4	0,5	0,7 (0,5)	0,0	2,1	1,4	1,7 (0,2)	0,0	3,3	0,3	2,5* (0,1)	0,0	6,0	0,4
Crowdfunding	0,9 (0,4)	0,0	0,1	0,2	1,3 (0,3)	0,0	0,1	0,2	0,3 (0,7)	0,0	0,2	0,3	0,7 (0,5)	0,0	2,1	0,4
Microcrédito de Caixabank	0,1 (0,9)	0,5	0,4	0,2	1,1 (0,3)	0,0	0,1	0,2	0,3 (0,8)	0,6	0,2	0,3	0,4 (0,7)	0,6	0,2	0,4
Otros	0,6 (0,6)	0,3	1,8	1,2	0,6 (0,6)	2,8	4,0	1,1	0,2 (0,8)	6,0	5,4	2,9	0,2 (0,8)	9,6	9,0	6,0

NOTA: La Tabla muestra los resultados obtenidos para el porcentaje de empresas que tuvieron un crecimiento(+,-,0) del volumen de ventas del 2014 respecto del año anterior, para cada fuente de financiación utilizada y agrupadas según las fases de crecimiento de la empresa.. Se presenta, para cada período analizado, el valor del estadístico F con su p-valor entre paréntesis, así como los porcentajes medios, para cada período, de las diferentes fuentes de financiación utilizadas. Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación del 10%.

¿El uso actual de fuente de financiación del pasivo (pregunta 47) depende de la evolución de las ventas?

A continuación se presenta los resultados relativos al uso actual de las fuentes financieras respecto de la evolución de las ventas (Tabla 4.20). Como se desprende de la Tabla, el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso de las diferentes fuentes de financiación del pasivo en el momento actual sea igual en las distintas empresas agrupadas según el comportamiento de sus ventas de 2014 respecto del año anterior solo en tres casos: cuando se tratan de financiación procedentes de inversores privados y crowdfunding, en el caso de los fondos propios, y la recibida de instituciones públicas, en el caso de la financiación ajena. En el resto de los casos, la mayoría de ellos, se acepta la hipótesis nula, por lo que el porcentaje medio de uso de las diferentes fuentes de financiación del pasivo que en el momento actual utilizan las empresas no es igual en los distintos grupos según la evolución de las ventas.

TABLA 4.20. Porcentaje de uso de cada una de las fuentes de financiación del pasivo en el momento actual según la evolución de las ventas de 2014

	F	(p-valor)	Menores	Mayores	Iguals
TOTAL FONDOS PROPIOS	0,6	0,5	58,2	59,1	52,6
TOTAL RECURSOS AJENOS	0,8	0,5	24,7	29,1	32,1
FF.PP Socios Fundadores	1,3	0,3	52,9	44,1	41,5
FF.PP._de amigos y familiares	0,3	0,8	3,5	3,9	2,2
FF.PP. Inversores Privados	2,7*	0,1	0,0	4,1	2,5
FF.PP. Capital Riesgo	1,7	0,2	0,0	2,7	1,5
FF.PP. Crowdfunding	0,5	0,6	0,0	0,5	0,3
FF.PP. Otras instituciones	0,3	0,7	0,0	0,6	0,0
FF.PP. Subvenciones	0,6	0,5	1,8	3,2	4,6
RR.AA Proveedores	4,1*	0,0	11,1	5,5	1,5
RR.AA. Financiación Pública	3,1*	0,0	6,9	14,0	17,3
RR.AA. Financiación bancaria	1,3	0,3	6,7	9,5	13,2

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación del 10%.

f.- Análisis de las formas de financiación en función del beneficio después de impuestos del 2014

¿Quién ayuda al empresario en la búsqueda y selección de financiación en la puesta en marcha del negocio (pregunta 31) depende de los beneficios?

Cinco de los seis estadísticos Chi-cuadrado, para el contraste de la hipótesis nula de independencia entre si el empresario recibió ayuda o no (de los seis tipos considerados) y el tipo de beneficios de la empresa en 2014 tienen un p -valor superior al 10%. Por tanto, en todos los casos no se rechaza la hipótesis nula, indicando que no existen relación entre ambas variables.

Igual que en el apartado anterior donde se analizaba si el empresario había recibido ayuda o no respecto a la evolución de las ventas, cuando se considera la ayuda procedente de una consultoría o empresa especializada se rechaza la hipótesis nula. Por tanto, existe relación entre las empresas que han sido ayudadas o no por especialista y los beneficios obtenidos.

¿El modo de financiación de la empresa en el arranque o puesta en marcha del negocio (pregunta 30) depende de los beneficios?

En la tabla 4.21 se muestran los resultados obtenidos respecto al porcentaje uso de las distintas fuentes de financiación que utilizaron los emprendedores cuando iban a iniciar el negocio respecto de cómo fueron los beneficios después de impuestos en 2014.

TABLA 4.21. Porcentaje medio de uso de las fuentes de financiación en el arranque del negocio en relación a cómo fueron los beneficios

	F	(p-valor)	Positivo	Negativo	Cero
Fondos propios	3,32*	0,04	65,63	55,64	57,80
Aportaciones de Amigos y Familiares	0,77	0,47	5,80	8,03	7,88
Subvenciones de las Administraciones	0,18	0,84	5,54	4,99	6,53
Premios de Concursos de Emprendedores	2,81*	0,06	0,71	0,99	3,17
Financiación de Instituciones Públicas como: ENISA, AvalMadrid, CDTI,...	4,31*	0,01	9,90	16,97	13,95
Financiación de Inversores Privados (Business Angels)	6,35*	0,00	1,19	5,95	1,33
Préstamos o Deuda de un Institución Bancaria Privada	1,15	0,32	5,91	3,29	4,59
Crowdfunding	3,81*	0,02	0,10	0,24	0,80
Microcrédito de Caixabank	1,08	0,34	0,65	0,06	0,58
Venture Capital/Private Equity	0,04	0,96	0,93	0,94	0,62
Préstamos ICO Emprendedores	0,02	0,98	1,70	1,84	1,51
Otros	0,54	0,58	1,94	1,07	1,24

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las tres categorías con nivel de significación del 10%. Las tres últimas columnas muestran el porcentaje, en función del valor del beneficio, de las diferentes fuentes de financiación utilizadas.

El estadístico ANOVA rechaza, con un nivel de significación del 10%, en el caso de que la fuente de financiación inicial sean aportaciones de los socios, fondos procedentes de premios y concursos en los que haya participado el emprendedor, financiación tanto de instituciones públicas como privadas y crowdfunding, la hipótesis de que la igualdad de porcentaje medios en las tres categorías analizadas (empresas con beneficios positivos, negativos o nulos) detectándose diferencias entre los tres grupos considerados.

En el resto de los casos, se acepta la hipótesis nula, por lo que porcentaje medio de uso en las empresas, clasificadas según el valor de su beneficio, es estadísticamente igual.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante cada una de las fases de la empresa (0-6, 6-12, 12-24 y 24-42 meses) (preguntas 39, 40, 41 y 42) depende de los beneficios?

Considerando conjuntamente las cuatro etapas en la vida de la empresa y, agrupando a las empresas por beneficios obtenidos en el ejercicio anterior, se han analizado el uso de las fuentes financieras. Para el caso de los avales de sociedades de garantía recíproca, préstamos de la línea ICO emprendedores, aportaciones en el capital de

instituciones de capital riesgo y microcréditos de Caixabank, el estadístico ANOVA no rechaza la hipótesis nula por lo que el porcentaje medio de utilización de estas fuentes es el mismo para las tres categorías de empresas consideradas según su beneficio.

De las fuentes de financiación consideradas, las que en más casos se rechaza la hipótesis nula son el caso de financiación a través de crowdfunding (en 3 de las cuatro etapas) y el caso de aportaciones de inversores privados. En ambos casos se rechaza la hipótesis nula en los tres primeros periodos considerados, indicando que el porcentaje medio de utilización de estas fuentes no es el mismo según el beneficio de las empresas.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

4.22. Porcentaje de uso de las fuentes financieras según los beneficios obtenidos durante las cuatro etapas de vida de la empresa

	Primera fase (0 a 6 meses)				Segunda fase (6 a 12 meses)				Tercera fase (12 a 24 meses)				Cuarta fase (24 a 42 meses)			
	F (p-valor)	Positivo	Negativo	Cero	F (p-valor)	Positivo	Negativo	Cero	F (p-valor)	Positivo	Negativo	Cero	F (p-valor)	Positivo	Negativo	Cero
RR.PP. Socios fundadores	1,4 (0,3)	69,1	65,4	57,7	5* (0,0)	62,7	46,4	57,3	3* (0,05)	57,8	45,4	44,6	1,4 (0,3)	54,6	45,1	44,6
Recursos de amigos y familiares	0,3 (0,8)	6,8	8,3	6,4	1,6 (0,2)	4,5	8,4	9,7	2,8* (0,07)	3,5	4,9	12,3	0,4 (0,7)	3,0	2,9	5,8
Préstamos de ENISA	0,2 (0,8)	5,5	5,9	3,9	4,7* (0,0)	5,9	14,3	7,3	1,8* (0,1)	7,7	13,3	14,1	2,4* (0,1)	4,8	10,4	9,9
Aval de SGR	0,3 (0,7)	3,9	3,1	5,5	2,3 * (0,1)	4,5	1,0	0,8	0,8 (0,5)	3,5	2,1	0,6	1,7 (0,2)	3,3	0,4	0,8
Préstamos del CDTI	1 (0,4)	0,4	1,3	0,3	3,4* (0,0)	0,2	3,5	0,7	1,3 (0,3)	1,1	2,8	0,6	1 (0,4)	2,2	4,3	0,8
Premios y Concursos de Emprendedores	6,3* (0,0)	0,3	0,2	2,6	2,8 (0,1)	0,3	0,9	3,0	0,5 (0,6)	0,7	1,8	1,6	0,2 (0,8)	0,6	1,1	0,8
Subvenciones de las AA.PP	0,4 (0,7)	2,3	2,4	4,0	0,8 (0,5)	3,1	4,3	1,0	2,5* (0,09)	1,6	3,8	7,8	2 (0,1)	3,0	2,9	8,9
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	2,6* (0,1)	5,6	2,0	7,2	0,2 (0,8)	8,6	6,9	7,3	3,7* (0,02)	14,2	5,5	6,8	2,3 (0,1)	14,0	5,9	8,4
Préstamos ICO Emprendedores	0,2 (0,8)	2,7	1,9	2,5	0,2 (0,8)	3,6	4,0	2,0	0,1 (0,9)	2,4	2,4	3,4	0,1 (0,9)	2,1	3,0	2,9
Inversores privados (Business Angels)	6,8* (0,0)	0,3	5,5	0,8	4,7* (0,0)	0,7	5,1	0,7	2,8* (0,06)	1,0	5,3	1,4	2,3 (0,1)	1,0	4,1	0,8
Instituciones de capital riesgo	0,1 (0,9)	0,9	1,1	0,5	0,1 (0,9)	1,4	1,6	1,0	1,8 (0,2)	1,1	3,9	0,6	1,6 (0,2)	3,0	6,8	0,8
Crowdfunding	8,6* (0,0)	0,1	0,1	0,7	7,8* (0,0)	0,1	0,1	1,0	8,5* (0,0)	0,1	0,1	1,4	2,1 (0,1)	0,2	2,0	5,1
Microcrédito de Caixabank	0 (1)	0,5	0,5	0,5	1,6 (0,2)	0,4	0,1	0,8	0,3 (0,7)	0,3	0,6	0,6	0,4 (0,6)	0,3	0,3	0,8
Otros	3,3* (0,0)	1,5	2,1	7,2	0,7 (0,5)	3,8	3,6	7,7	0,8 (0,5)	5,0	8,2	4,4	0,3 (0,7)	7,6	10,8	9,9

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las tres categorías consideradas con nivel de significación del 10%.

¿El uso actual de fuente de financiación del pasivo (pregunta 47) depende del beneficio?

A continuación se presenta los resultados relativos al uso actual de las fuentes financieras respecto del beneficio después de impuestos del año 2014 (Tabla 4.23).

Como se desprende de la Tabla, el estadístico ANOVA rechaza la hipótesis de que el porcentaje medio de uso de las diferentes fuentes de financiación del pasivo en el momento actual sea igual en las distintas empresas agrupadas según los beneficios obtenidos en el ejercicio 2014 solo en tres casos: cuando se tratan de financiación procedentes de inversores privados, en el caso de los fondos propios, y la recibida de instituciones públicas y financiación bancaria tradicional, en el caso de la financiación ajena.

En el resto de los casos, la mayoría de ellos, se acepta la hipótesis nula, por lo que el porcentaje medio de uso de las diferentes fuentes de financiación del pasivo que en el momento actual utilizan las empresas no es igual en los distintos grupos según los beneficios obtenidos en el ejercicio 2014.

Tabla 4.23. Porcentaje de uso de las fuentes de financiación del pasivo en el momento actual según los beneficios obtenidos en el ejercicio anterior

	Estadístico F	(p-valor)	Positivo	Negativo	Nulo
TOTAL FONDOS PROPIOS	0,2	0,8	61,3	58,6	61,7
TOTAL RECURSOS AJENOS	1,4	0,2	26,8	29,4	20,7
FFPP_socios	2,0	0,1	49,7	41,2	48,0
FFPP_Amigos	0,3	0,7	3,5	5,0	4,4
FFPP_Angel	3,6*	0,0	2,5	5,2	0,3
FFPP_Venture	2,1	0,1	1,4	3,0	0,1
FFPP_crowdfunding	1,0	0,4	0,1	0,6	0,3
FFPP_Otras	0,7	0,5	0,9	0,2	0,0
FFP_subvenc	2,3	0,1	3,2	3,4	8,5
RA_proveed	2,0	0,1	6,3	5,6	0,7
RA_publica	6,1*	0,0	9,3	17,7	12,3
RA_bancos	2,6*	0,1	11,3	6,2	7,7

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las tres categorías con nivel de significación del 10%.

g.- Análisis de las formas de financiación en función del tamaño de la empresa (medido por el volumen de inversión para la puesta en marcha del proyecto empresarial)

¿Quien ayuda al empresario en la búsqueda y selección de financiación en la puesta en marcha del negocio (pregunta 31) depende del tamaño?

Analizado los valores de los estadísticos Chi-cuadrado, cuando se cruza la variable entidad o persona que le ayudó en la búsqueda de financiación en el arranque de la empresa con el volumen de inversión para la puesta en marcha del negocio (variable previamente discretizada³⁴), se obtiene en todos los casos excepto en uno de ellos, valores del *p*-valor superiores al 10%, por lo que no se rechaza en estos casos la hipótesis nula de que no existen ninguna relación entre ambas variables.

Igual que en los casos anteriormente analizados, el hecho de que el emprendedor recibe o no ayuda a través de consultorías o de empresas especializadas en el proceso de búsqueda y selección de financiación en el arranque tiene relación con el tamaño de la empresa medido por la inversión inicial.

¿El modo de financiación de la empresa en el arranque o puesta en marcha del negocio (pregunta 30) depende del tamaño de la empresa?

En la tabla 4.24 se muestran los resultados obtenidos para el cruce de la variable el volumen de inversión inicial utilizado para la puesta en marcha del negocio con el porcentaje que representan las distintas fuentes de financiación que utilizaron los emprendedores cuando iban a iniciar el proyecto.

El estadístico ANOVA rechaza, con un nivel de significación del 10%, que el porcentaje medio de uso de las fuentes financieras sea igual para las empresas clasificadas según el valor de la inversión inicial realizada, cuando dichas fuentes son los recursos de los socios fundadores, de instituciones públicas e inversores privados, banca tradicional y venture capital. En estos casos, según el tamaño de la empresa el porcentaje medio de uso que representan las fuentes financieras sobre el total varía.

³⁴ La variable inversión inicial, medida en euros, se ha discretizado en los siguientes intervalos: 0-50000€; 50000€ - 150000€; 150000€ - 300000€; 300000€ - 600000€; 600000€ - 900000€ y más de 900000€.

Por el contrario, para el resto de las fuentes, el p-valor de estadístico ANOVA es muy superior al 10% (nivel de significación), por lo que no se rechaza la hipótesis nula. Así, en estos casos, el porcentaje medio de uso de las fuentes es igual para las empresas grandes, medianas o pequeñas

Analizando los porcentajes medios (columnas 2 a 7) se observa que el porcentaje medio de uso de recursos propios de los socios fundadores en los negocios mas pequeños (con una inversión inicial menor del 50.000 €) fue un 72,9%. Dicho porcentaje se va reduciendo conforme se consideran empresas de mayor tamaño (excepto al final para las empresas más grandes con una inversión inicial de más de 900.000 €).

En el caso de las empresas medianas y grandes (esto es aquellas con inversiones inicial superior a 50.000€), además de la financiación a través de los recursos propios de los socios, la principal fuente de financiación fue la obtenida a través de instituciones públicas. Así, obtuvieron financiación pública, un 19.3% de las empresas que hicieron una inversión inicial entre 50.000 € y 150.000; para el caso de la inversión inicial estuviera comprendida entre 150.000 € y 300.000 €, este porcentaje es de 13,7%. Este ratio aumenta en el caso de empresas que tuvieron que hacer una inversión entre 300.000 € y 600.000 €, ya que el porcentaje medio de estas obtuvieron financiación en el 24.8% de los casos. En el último grupo (inversión mayor de 900.000€) este porcentaje es de 19,9%.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.24. Porcentaje medio cada una de las fuentes de financiación según la inversión inicial

	F (p-valor)	Menos 50000€	Entre 50000€ y 150000€	Entre 150000€ y 300000€	Entre 300000€ y 600000€	Entre 600000€ y 900000€	Más de 900000€
Fondos propios	10,0* (0,0)	72,9	54,3	53,0	37,2	36,8	52,8
Aportaciones de Amigos y Familiares	1,2 (0,3)	8,0	6,1	9,7	6,6	9,3	1,6
Subvenciones de AA.PP.	1,0 (0,4)	4,2	5,6	6,2	3,5	3,1	9,5
Premios de Concursos	0,6 (0,7)	0,7	1,6	1,0	1,2	0,0	0,3
Financiación de Instituciones Públicas	7,3* (0,0)	6,6	19,3	13,7	24,8	19,9	15,7
Financiación de Inversores Privados	4,0* (0,0)	1,4	1,4	5,5	1,3	11,9	5,4
Institución Bancaria Privada	3,7* (0,0)	1,2	5,9	6,8	11,2	7,3	7,8
Crowdfunding	1,2 (0,3)	0,8	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0
Microcrédito de Caixabank	0,2 (0,9)	0,9	0,6	0,7	0,2	0,0	0,0
Venture Capital/Private Equity	2,7* (0,0)	0,4	1,0	0,1	2,4	7,3	2,9
Préstamos ICO Emprendedores	1,2 (0,3)	1,1	3,2	2,3	5,9	3,8	2,7
Otros	1,7 (0,1)	1,7	0,8	0,8	5,7	0,8	1,4

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las dos categorías con nivel de significación del 10%. Las cinco últimas columnas muestran el porcentaje, por total de inversión inicial, de las diferentes fuentes de financiación utilizadas.

¿El uso de los instrumentos de financiación durante cada una de las fases de la empresas (0-6, 6-12, 12-24 y 24-42 meses) (preguntas 39, 40, 41 y 42) depende del tamaño de la empresa?

Las Tablas 4.25, 4.26, 4.27 y 4.28 muestran los resultados obtenidos en la primera (de 0 a 6 meses), segunda (de 6 a 12 meses), tercera (de 12 a 24 meses) y cuarta fase (de 24 a 42 meses) de desarrollo de la empresa. En ellas se presentan los porcentajes agrupados por volumen de inversión inicial, del uso de cada una de las fuentes de financiación utilizadas en cada etapa de crecimiento de la empresa.

En la primera fase de crecimiento de la empresa, el estadístico ANOVA rechaza, con un nivel de significación del 10%, que porcentaje medio de uso de las fuentes financieras sea similar entre las empresas clasificadas según el valor de la inversión inicial realizada para seis de las catorce fuentes financieras incluidas en la encuesta. Por el contrario, para el caso de recursos procedentes de las familias, avales de SGR, premios, subvenciones, préstamos ICO, crowdfunding, microcréditos de Caixabank y otras formas, el porcentaje medio de uso en los diferentes grupos de empresas agrupadas por volumen de inversión inicial, que utilizan esos instrumentos financieros es igual.

Analizando los porcentajes medios (columnas 2 a 7), y mirando en aquellos casos en los que se rechaza la hipótesis nula, las diferencias más importante se observa en el porcentaje de utilización de los fondos propios entre las empresas que tiene una inversión inicial de menor de 50.000 € (76,4%) y aquellas empresas que realizan una inversión inicial que oscila entre los 600.000 € y 900.000€ (40.7%).

En la segunda fase de crecimiento de la empresa, los resultados son similares a la primera fase. El número de fuentes financieras en las que se rechaza la hipótesis nula sigue siendo seis, aunque en diferentes instrumentos financieros. La hipótesis nula no se rechaza para el caso de recursos procedentes del entorno familiar, de subvenciones, préstamos de la banca privada y del ICO, así como aportaciones de inversores privados, crowdfunding, microcréditos de Caixabank y otros.

Lo mismo que ocurre en la primera fase, en los casos que se rechaza la hipótesis nula, las diferencias más importante se observa de nuevo en el porcentaje de utilización de los fondos propios entre las empresas que tiene una inversión inicial de menor de 50.000 € (64%)

y aquellas empresas que realizan una inversión inicial que oscila entre los 600.000 € y 900.000€ (34%).

En la tercera fase de crecimiento de la empresa, el número de rechazos en esta fase disminuye a cuatro. El estadístico ANOVA rechaza, con un nivel de significación del 10%, que porcentaje medio de uso entre los 12 y los 24 meses de vida de cuatro de los 14 instrumentos de financiación sea igual para los grupos de empresas clasificadas según el valor de la inversión inicial realizada. Así, hay evidencia de diferencias en el uso medio de los recursos de los socios, los recursos procedentes de las familias, de los préstamos de ENISA y de las aportaciones de instituciones de capital riesgo entre empresas de diferente tamaño.

Igual que en el análisis anterior, (columnas 2 a 7), y atendiendo a aquellos casos en los que se rechaza la hipótesis nula, las diferencias más importante se observa en el porcentaje de utilización de los fondos propios entre las empresas que tiene una inversión inicial de menor de 600.000 € y 900.000€ (36,9%) y aquellas empresas que realizan una inversión inicial que oscila entre los 300.000 € y 600.000€ (65,8%). Resaltar por último las diferencias entre grupos en el caso de aportaciones de capital de instituciones de capital riesgo. Si la inversión inicial de las empresas está comprendida entre 600.000 € y 900.000€, el 17.1% de la financiación se recibe de sociedades de capital riesgo, en cambio este porcentaje disminuye al 0,1% cuando la empresa se financia con una inversión inicial de menos de 50.000€.

En la cuarta fase de crecimiento de la empresa, el número de rechazos sólo son dos, correspondientes a la aportaciones de capital de inversores privados y aportaciones de sociedades de capital riesgo. Esto nos indica que en la cuarta fase de la vida de la empresa, el porcentaje medio de uso de las fuentes financieras en general es el mismo para todas las empresa independientemente de su tamaño medido por la inversión inicial.

Con excepción de estos dos casos en los que la hipótesis nula se rechaza, se observa una gran similitud entre las medias de los grupos. En el caso de aportaciones de inversores privados, las diferencias entre grupos oscilan entre aquellas empresas que hicieron una inversión inicial entre 300.000 y 600.000 € (0%) y las que realizaron una inversión entre los 600.000 € y 900.000€ (20%). En el caso de de capital riesgo estos porcentajes más extremos se corresponden con las empresas cuya inversión inicial osciló entre 50.000 y 150.000 € (0.7%) y las que invirtieron entre los 600.000 € y 900.000€ (23,9%).

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.25. Porcentaje medio de uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la primera fase

	Estadístico F	(p-valor)	Menos de 50000	Entre 50000 y 150000	Entre 150000 y 300000	Entre 300000 y 600000	Entre 600000 y 900000	Más de 900000
RR.PP. Socios fundadores	5,3*	0,00	76,4	61,1	56,5	57,2	40,7	70,2
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	1,4	0,23	6,7	7,7	12,2	7,8	8,3	0,4
Préstamos de ENISA	2,7*	0,02	2,8	9,9	5,5	3,1	8,8	4,0
Aval de SGR para transformar en financiación	0,7	0,59	2,2	3,4	5,2	4,7	8,3	2,8
Préstamos del CDTI	10,7*	0,00	0,2	0,2	0,1	2,0	0,0	7,0
Premios y Concursos de Emprendedores	0,8	0,56	0,3	1,1	0,3	0,0	0,0	0,4
Subvenciones de las AA.PP	0,5	0,78	3,0	2,6	0,8	1,3	0,8	2,4
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	2,1*	0,06	1,5	5,3	4,2	12,0	4,9	4,4
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	1,2	0,31	1,6	4,6	5,0	6,2	6,7	1,6
Aportaciones de inversores privados (Business Angels)	2,2*	0,05	1,0	1,7	4,2	1,3	10,8	2,4
Aportaciones de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	6,5*	0,00	0,2	0,4	0,4	2,9	10,0	2,4
Crowdfunding	1,0	0,44	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Microcrédito de Caixabank	0,7	0,66	1,3	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Otros	0,5	0,80	1,9	1,9	4,4	1,4	0,8	2,0

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%. Las cuatro últimas columnas muestran el porcentaje medio, según la inversión inicial, de las diferentes fuentes de financiación empleadas en la primera fase de desarrollo de la empresa.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.26. Porcentaje medio de uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la segunda fase

	Estadístico F	(p-valor)	Menos de 50000	Entre 50000 y 150000	Entre 150000 y 300000	Entre 300000 y 600000	Entre 600000 y 900000	Más de 900000
RR.PP. Socios fundadores	2,4*	0,00	64,0	52,2	46,0	55,0	34,0	56,3
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	3,4	0,12	5,5	4,7	15,4	7,9	0,0	0,0
Préstamos de ENISA	2,5*	0,00	7,0	15,3	9,5	6,4	19,0	1,8
Aval de SGR para transformar en financiación	2,5*	0,01	3,0	0,7	0,1	10,0	10,0	0,3
Préstamos del CDTI	3,5*	0,09	0,4	0,7	0,9	4,3	5,0	8,2
Premios y Concursos de Emprendedores	0,4*	0,00	0,7	1,4	0,4	0,0	1,0	0,4
Subvenciones de las AA.PP	1,0	0,64	2,1	2,7	5,8	4,3	2,0	6,7
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	0,4	0,16	5,4	8,2	7,8	8,6	3,0	10,0
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	1,0	0,73	2,5	5,2	7,2	0,0	3,0	2,1
Aportaciones de inversores privados (Business Angels)	1,5	0,50	1,8	1,3	3,0	0,0	10,0	4,1
Aportaciones de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	3,9*	0,00	0,8	0,7	0,7	2,1	12,0	3,2
Crowdfunding	1,3	0,64	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,3
Microcrédito de Caixabank	0,4	0,88	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,4
Otros	0,5	0,75	4,3	6,7	2,7	1,4	1,0	6,3

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%. Las cuatro últimas columnas muestran el porcentaje medio, según la inversión inicial, de las diferentes fuentes de financiación empleadas en la segunda fase de desarrollo de la empresa.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.27. Porcentaje medio uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la tercera fase

	Estadístico F	(p-valor)	Menos de 50000	Entre 50000 y 150000	Entre 150000 y 300000	Entre 300000 y 600000	Entre 600000y 900000	Más de 900000
RR.PP. Socios fundadores	2,2*	0,05	59,4	46,3	40,9	65,8	36,9	50,1
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	2,1*	0,06	6,0	2,3	11,4	0,0	0,0	0,4
Préstamos de ENISA	2,5*	0,03	5,0	14,0	15,6	8,3	16,9	5,5
Aval de SGR para transformar en financiación	0,4	0,82	2,7	1,3	2,8	0,8	0,0	5,0
Préstamos del CDTI	0,7	0,65	1,2	1,3	2,1	5,0	3,9	1,2
Premios y Concursos de Emprendedores	0,1	0,98	1,0	1,2	1,2	0,0	2,7	1,6
Subvenciones de las AA.PP	1,2	0,33	1,6	2,9	3,9	5,0	1,3	8,6
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	0,2	0,98	9,1	10,6	8,1	11,7	5,5	12,2
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	1,6	0,15	1,3	5,0	6,0	0,0	0,0	1,1
Aportaciones de inversores privados (Business Angels)	1,8	0,12	3,4	2,6	0,3	0,0	14,3	0,0
Aportaciones de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	4,1*	0,00	1,4	0,1	3,0	2,5	17,1	8,4
Crowdfunding	0,2	0,94	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,4
Microcrédito de Caixabank	0,3	0,90	0,9	0,3	0,6	0,0	0,0	0,4
Otros	1,2	0,31	5,9	11,8	4,1	0,8	1,4	5,3

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%. Las cuatro últimas columnas muestran el porcentaje medio, según la inversión inicial, de las diferentes fuentes de financiación empleadas en la tercera fase de desarrollo de la empresa.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.28. Porcentaje medio uso de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas en la cuarta fase

	Estadístico F	(p-valor)	Menos de 50000	Entre 50000 y 150000	Entre 150000 y 300000	Entre 300000 y 600000	Entre 600000 y 900000	Más de 900000
RR.PP. Socios fundadores	0,7	0,59	54,6	48,5	49,9	43,7	27,1	48,2
Recursos de amigos y familiares (préstamos)	0,9	0,47	3,8	1,7	7,3	0,0	0,0	1,8
Préstamos de ENISA	0,9	0,47	4,6	8,1	8,3	10,7	5,7	12,4
Aval de SGR para transformar en financiación	0,9	0,48	2,3	1,1	0,2	7,0	0,0	1,2
Préstamos del CDTI	1,7	0,14	2,4	0,7	0,8	4,9	11,4	4,1
Premios y Concursos de Emprendedores	0,3	0,94	0,5	1,3	0,9	0,0	0,0	1,2
Subvenciones de las AA.PP	1,1	0,38	3,2	2,1	1,4	10,0	5,7	5,9
Préstamos de Entidad Bancaria Privada	0,4	0,86	11,2	14,1	8,3	7,6	7,1	6,5
Préstamos de la línea ICO Emprendedores	0,5	0,75	3,1	2,5	5,8	1,0	0,0	0,6
Aportaciones de inversores privados (Business Angels)	6,6*	0,00	0,9	2,0	1,0	0,0	20,0	2,4
Aportaciones de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)	3,9*	0,00	2,9	0,7	2,0	3,0	22,9	8,8
Crowdfunding	0,3	0,94	1,5	1,7	0,2	0,0	0,0	2,9
Microcrédito de Caixabank	0,6	0,68	0,2	0,4	0,9	0,0	0,0	0,0
Otros	1,0	0,43	7,7	15,1	13,1	12,1	0,0	4,1

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%. Las cuatro últimas columnas muestran el porcentaje medio, según la inversión inicial, de las diferentes fuentes de financiación empleadas en la cuarta fase de desarrollo de la empresa.

Análisis del porcentaje actual de cada fuente de financiación del pasivo en función del volumen de inversión inicial

¿El uso actual de fuente de financiación del pasivo (pregunta 47) depende del tamaño de la empresa?

La Tabla 4.29 muestra los resultados obtenidos para el estadístico ANOVA, su p-valor y los porcentajes de uso actual de las fuentes financieras según el tamaño de las empresas (agrupadas por inversión inicial).

El estadístico ANOVA rechaza, con un nivel de significación del 10%, que el porcentaje medio de uso actual de los fondos propios sea igual independientemente del tamaño, pero no rechaza que el porcentaje medio de uso actual de los recursos ajenos sea igual.

Analizando los porcentajes medios (columnas 2 a 7), y para el caso de recursos propios las mayores discrepancias entre grupos son aquellos que se financian con recursos de los socios fundadores para empresas con una inversión menor que 50.000 € (56,5%) y empresas con una inversión superior de 900.000€ (28,1%). En el caso de recursos ajenos, que procedan de fondos de públicos (ENISA, CDTI, SGR...) el porcentaje de empresas oscila entre el 8,6% en las empresas que tiene una inversión inicial de menor de 50.000 € y el 28,8% en las empresas que realizan una inversión inicial que oscila entre los 600.000 € y 900.000€.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E
IMPACTO SOBRE EL EMPRENDIMIENTO

TABLA 4.29. Porcentaje medio de empresas, agrupadas según la inversión inicial, de utilización de recursos financieros en el momento actual

	Estadístico F	(p-valor)	Menos de 50000	Entre 50000 y 150000	Entre 150000 y 300000	Entre 300000 y 600000	Entre 600000 y 900000	Más de 900000
TOTAL FONDOS PROPIOS	3,7*	0,00	67,8	52,5	55,9	53,0	43,1	47,0
TOTAL RECURSOS AJENOS	1,8	0,12	22,1	21,8	27,7	24,8	40,2	31,5
FFPP_socios	5,5*	0,00	56,5	42,0	37,0	38,7	29,2	28,1
FFPP_Amigos	3,0*	0,01	5,6	1,8	9,8	0,0	0,0	0,4
FFPP_Angel	1,9*	0,09	1,5	3,7	4,2	0,6	5,4	6,6
FFPP_Venture	3,7*	0,00	1,1	0,3	1,0	6,1	6,0	4,3
FFPP_crowdfunding	0,7	0,64	0,2	0,3	0,5	0,0	0,0	1,1
FFPP_Otras	1,6	0,16	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	3,5
FFP_subvenc	0,6	0,73	2,6	3,7	3,4	7,6	2,5	3,0
RA_proveed	0,9	0,50	5,1	5,6	1,6	2,0	5,5	6,3
RA_publica	3,8*	0,00	8,6	10,0	16,3	15,6	28,8	12,6
RA_bancos	0,7	0,64	8,3	6,2	9,7	7,1	5,9	12,6

NOTA: Un asterisco (*) denota rechazo de la hipótesis nula de igualdad de medias en las seis categorías con nivel de significación del 10%. Las seis últimas columnas muestran el porcentaje medio de empresas clasificadas por inversión inicial, para cada una de las fuentes de financiación utilizadas.

h.- Otras cuestiones relevantes relacionadas con la financiación

Dentro del análisis bivariante, se han incluido en esta sección algunas cuestiones interesantes cuya respuesta implica el cruce de dos variables. En este caso, a diferencia del análisis precedente, no se desarrolla dentro de una secuencia que cruza una misma variable con un conjunto de variables financieras.

¿La entrada de un business angel depende del tamaño de la empresa, la evolución de las ventas o el tipo de beneficios?

Para analizar la existencia o no de relación entre la entrada de un inversor privado (business angel) y la inversión realizada inicialmente para poner en marcha el negocio se ha realizado un test Chi-cuadrado cuya hipótesis nula es que no existe asociación entre ambas clasificaciones de las empresas: tener o no un business angel. El estadístico Chi-cuadrado toma valor de 21.39 con un p-valor de 0,0007 por lo que se rechaza la hipótesis nula (véase Tabla 4.30). Por tanto, existe una relación entre la entrada del inversor privado y el volumen inicial de inversión.

Para analizar si la existencia de un inversor externo está relacionada con la evolución de las ventas, el beneficio antes de impuestos o el tiempo que la empresa ha tardado en conseguir beneficios positivos (si ha sido el caso), se realizaron las tres tablas de contingencia con sus respectivos estadísticos Chi-cuadrado. En la Tabla 4.30 se presenta los valores del estadístico y su p-valor correspondiente.

**Tabla 4.30. Contrastes de independencia
entre la existencia o no de un business angel
y otras variables**

	Chi-cuadrado	p-valor
Inversión	21,39	0,0007
Ventas	13,05	0,0045
Tiempo	15,48	0,0085
Beneficios	17,72	0,0001

En los tres casos se rechaza la hipótesis nula de que no exista asociación la variable en cuestión y la entrada o no de inversores privados.

¿La entrada de inversores externos vía crowdfunding depende del tamaño de la empresa, la evolución de las ventas o el tipo de beneficios?

Las mismas preguntas anteriores se plantearon pero para el caso de financiación externa vía crowdfunding. Así, a la pregunta de si existe relación entre la inversión inicial

realizada y la existencia de fuente de financiación a través de crowdfunding, no se rechazó la hipótesis nula de que no existe relación entre ambas variables ya que el estadístico Chi-cuadrado, con un valor de 1,34 le corresponde un p-valor de 0,93 (ver Tabla 4.31). Respecto al cruce de la variable crowdfunding con el volumen de ventas, el tiempo que tardó en la empresa en conseguir beneficios de explotación positivos y los beneficios después de impuestos del ejercicio anterior, los estadísticos conducen a diferente conclusión según de qué variable se trate (ver Tabla 4.31).

Tabla 4.31. Contrastes de independencia entre la existencia o no de crowdfunding y otras variables

	Chi-cuadrado	p-valor
Inversión	1,34	0,93
Ventas	6,39	0,09
Tiempo	4,55	0,47
Beneficios	0,034	0,98

Como se puede comprobar, se rechaza la hipótesis nula para las ventas, por lo que existe relación entre la variable crowdfunding y la evolución de las ventas del último ejercicio respecto del anterior. No obstante, no se rechaza la hipótesis nula, esto es, no existe relación entre el tiempo que ha transcurrido hasta que la empresa ha tenido un EBIT positivo y la financiación a través de crowdfunding y tampoco entre el tipo de beneficios del último ejercicio y tener o no financiación vía crowdfunding.

¿La financiación vía subvenciones depende de la evolución de las ventas o el tipo de beneficios?

La Tabla 4.32 incluye los estadísticos para el contraste de si la existencia o no de subvenciones está relacionada con la evolución de las ventas, el tipo de beneficios o el tiempo que ha transcurrido hasta obtener beneficios positivos, junto con sus respectivos p-valores.

**Tabla 4.32. Contrastes de independencia
entre la existencia o no de subvenciones y
otras variables**

	Chi-cuadrado	p-valor
Ventas	10,77	0,013
Tiempo	27,60	0,000
Beneficios	7,56	0,021

En todos los casos analizados se rechaza la hipótesis nula por lo que sí existe relación entre utilizar o no una subvención recibida de las administraciones públicas y la evolución de las ventas, los beneficios obtenidos por la empresa y el tiempo que ha tardado en conseguir beneficios positivos.

¿La financiación vía subvenciones depende del género del emprendedor? Y ¿la financiación vía business angel depende del género del emprendedor?

Para terminar, se ha planteado si existe relación entre el género del emprendedor y financiación recibida en forma de subvenciones o a través de los inversores privados (business angel). En ambos casos, el p-valor obtenido para el estadístico Chi-cuadrado es inferior al 10% (0,035 para el caso de subvenciones y 0,014 para el caso de los business angel). Por tanto, en ambos casos se rechaza la hipótesis nula, concluyendo que existe relación entre el género del emprendedor y dichas formas de financiación.

i.- Conclusiones del análisis bivariante

A lo largo de esta sección se ha analizado si el porcentaje de uso de las formas de financiación que utiliza el emprendedor (respecto del total de financiación) ya sea en el momento actual o en el arranque de la sociedad o en cada una de las etapas de la vida de la empresa que se han considerado en esta Tesis cambia cuando las empresas se agrupan de acuerdo con varios criterios.

Los resultados indican que efectivamente el peso que las diferentes fuentes de financiación tienen en la empresa depende de forma sustancial tanto de la forma jurídica de la misma, de su tamaño (medido de dos formas diferentes), de la evolución de las ventas o del signo de los beneficios en el último ejercicio como del sexo del emprendedor. Y también se ha observado que depende, aunque en menor medida, del sector al que pertenece la empresa.

Por tanto, la evidencia presentada en esta sección permite orientar el análisis desarrollado en la siguiente sección, donde se abordan cuestiones relativas a las fuentes de

financiación desde un punto de vista multivariante, esto es, considerando agregadamente un conjunto de variables explicativas entre las cuales deben considerarse aquellas que han resultado tener relación con las fuentes financieras.

4.5.-ANÁLISIS MULTIVARIANTE: FACTORES DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD

Para finalizar se ha realizado dos análisis multivariantes que permiten realizar análisis conjuntamente de las variables de interés buscando relaciones en a un nivel más amplio.

En primer objetivo es analizar, en términos de probabilidad, que características de la empresa y del emprendedor hacen que sus solicitudes de financiación sean aprobadas o denegadas. Para ello se ha estimado un modelo logit.

En segundo lugar, se analizan qué características están relacionadas con la probabilidad de que el uso de las fuentes financieras no sea la misma durante los 42 primeros meses de vida de su negocio. Concretamente, la hipótesis de trabajo es si en las cuatro etapas consideradas (de 0 a 6 meses, de 6 a 12 meses, de 12 a 24 meses y de 24 a 48 meses) se usan diferentes fuentes financieras. El problema se aborda, igual que en el análisis anterior, desde el punto de vista de la probabilidad de seguir el patrón cronológico de uso de las fuentes financieras. A partir de un modelo de variable binaria se estima la influencia de dichas características en la probabilidad.

4.5.1.- METODOLOGÍA

En esta sección se exponen, brevemente, los fundamentos teóricos del modelo logit binomial.

a.- Probabilidad de denegación en la solicitud financiación

Este modelo de elección binaria ha sido utilizado para determinar la existencia o ausencia de relación entre la variable dependiente —si le han denegado alguna vez alguna solicitud de financiación— y las variables independientes, así como el signo e intensidad de la misma. Una de las ventajas de los modelos de elección binaria es que permiten estimar o predecir la probabilidad de que se produzca una denegación en una solicitud de financiación en función del conjunto de variables independientes. Existen otras técnicas de análisis multivariante, como el análisis discriminante o el cluster, que si bien son técnicas alternativas para estudiar determinados problemas, cuando el objetivo es analizar en términos de

probabilidad la denegación de una solicitud de financiación el análisis logit resulta más adecuado.

El punto de partida para la especificación del modelo logit binomial es la determinación de la variable dependiente y de las variables independientes. La variable dependiente es la denegación o no alguna vez de una solicitud financiera (dos alternativas mutuamente excluyentes). Las variables independientes son de dos tipos:

- a) características del emprendedor: sexo y edad
- b) características de la empresa: sector al que pertenece, quién la ayudo en el proceso de búsqueda y selección de la financiación, la cuantía de la inversión inicial, el volumen de fondos propios en el arranque de la empresa, si ha recibido alguna subvención en la puesta en marcha, si el problema más importante al que se enfrenta el negocio actualmente es la financiación o incapacidad de obtener un crédito, la evolución de la ventas en el último año respecto al anterior y el signo de los beneficios antes de impuestos del año anterior.

La Tabla 4.33 muestra las definiciones exactas de todas las variables utilizadas en la estimación, así como de sus categorías.

Tabla 4.33. Modelo logit. Definición de las variables

Variable dependiente: DENEGACIÓN	
Pregunta 36. ¿Le han denegado alguna vez alguna solicitud de financiación?	
1	Sí
0	No
VARIABLES INDEPENDIENTES:	
SEXO	Pregunta 2: ¿Cuál es su sexo? SEXO1 Hombre SEXO0 Mujer
EDAD	Pregunta 3: ¿Cuál es su edad?
SECTOR	Pregunta 21: ¿Cuál es el sector empresarial donde se puede enmarcar la actividad de la empresa? SECTOR1 Tecnológico SECTOR3 Industrial SECTOR2 Servicios SECTOR4 Internet
AYUDA	Pregunta 31: En el proceso de búsqueda y selección de la financiación del arranque de la sociedad ¿Quién le ha ayudado? AYUDA1 Lo hicimos los socios de forma directa AYUDA2 Ayuda de una consultora o empresa especializada en tramitación de financiación para emprendedores AYUDA3 Ayuda de familiares y amigos AYUDA4 Ayuda de alguna organización empresarial pública AYUDA5 Ayuda de alguna organización empresarial privada AYUDA6 Otra ayuda
INVERSION	Pregunta 32: ¿Cuánto fue el volumen (en euros) de la inversión de puesta en marcha del negocio?
FONDOS PROPIOS	Pregunta 30: ¿Cómo financio principalmente el arranque o puesta en marcha del negocio? A) Fondos propios de los socios fundadores FPROPIOS1 Cuando el porcentaje de fondos propios supera el 70% FPROPIOS0 Cuando el porcentaje de fondos propios es inferior o igual al 70%
SUBVENCIONES	Pregunta 30: ¿Cómo financio principalmente el arranque o puesta en marcha del negocio? A) Subvenciones de las Administraciones (local, autonómica o estatal) SUBV1 Cuando el porcentaje de subvenciones es distinto de cero SUBV0 Cuando el porcentaje de subvenciones es nulo
PROBLEMA	Pregunta 27: ¿Cuál es el problema más importante que enfrenta su negocio hoy? PROB1 Cuando indican <i>Financiación/Incapacidad de obtención de crédito</i> PROB0 Cuando indican otro problema
VENTAS	Pregunta 46: ¿Cómo fueron las ventas del ejercicio 2014 comparadas con las ventas del 2013? VENTAS1 Menores VENTAS0 Mayores o iguales
BDI	Pregunta 55: El beneficio después de impuestos del año pasado fue: BDI1 Negativo BDI0 Positivo o cero

Nota: Véase cuestionario en Anexo 1 Capítulo 4

La probabilidad de que a un emprendedor le hayan denegado alguna solicitud de financiación, que denotaremos como P_i , se expresa como una función no lineal del vector de variables independientes, x_i ,

$$P_i = \Pr(y_t = 1) = F(\tilde{x}_i \beta) \quad (1)$$

En el modelo logit, F es la función de distribución logística y, en consecuencia, P_i tendrá la siguiente expresión:

$$\Pr(y_i = 1) = \exp(\tilde{x}_i'\beta) / [1 + \exp(\tilde{x}_i'\beta)] \quad (2)$$

Una de las ventajas de esta función es que sea cual sea el valor de $\tilde{x}_i'\beta$, el valor estimado de P_i estará siempre entre cero y uno, lo cual es consistente con el concepto de probabilidad.

La transformación logística de la expresión (2) nos proporciona la siguiente función lineal,

$$\log\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \tilde{x}_i'\beta + u_i \quad (3)$$

cuyos coeficientes se han estimado por máxima verosimilitud (en Stata 13.0) y, en consecuencia, son consistentes y asintóticamente eficientes. Se mide la bondad de ajuste utilizando el enfoque de pseudo-R² de McFadden (1974). Además, se han calculado los efectos marginales medios - el promedio del efecto de un cambio de unidad de una variable independiente sobre la probabilidad, suponiendo que el resto de las variables se mantienen constantes- para evaluar la importancia económica de este cambio.³⁵

Antes de mostrar los resultados de los modelos logit estimados, se deben tener en cuenta las siguientes consideraciones. Las variables independientes consideradas se han introducido en el modelo mediante variables cualitativas, por lo que es preciso corregir el problema de multicolinealidad. Para ello, en cada variable se han introducido todas las modalidades excepto una.

b.- Probabilidad de que un emprendedor haya financiado su negocio de acuerdo con el cronograma establecido

A continuación vamos a analizar qué características están relacionadas con la probabilidad de que el uso de las fuentes financieras por parte de un emprendedor durante los 42 primeros meses de vida de su negocio siga las hipótesis de trabajo. Igual que en el análisis anterior, el problema se aborda desde la perspectiva de la probabilidad mediante el uso de un modelo logit.

³⁵ El efecto marginal medio es el promedio (sobre todas las observaciones) de las derivadas parciales de probabilidades con respecto al vector de variables independientes.

En este caso el modelo logit se utiliza para determinar si la probabilidad de que un emprendedor haya financiado su negocio de acuerdo con el cronograma establecido para las cuatro etapas descritas en el cuestionario (ver preguntas 39 a 42 en Anexo 1) que se muestra en la Tabla 4.34.

Tabla 4.34. Cronograma del uso de las fuentes financieras según la hipótesis de trabajo

	Etapa 1 (0-6 meses)	Etapa 2 (6-12 meses)	Etapa 3 (12-24 meses)	Etapa 4 (24-42 meses)
Recursos Propios de los Socios Fundadores	X	X	X	X
Recursos del entorno de amigos y familiares en forma de préstamos	X	X	X	X
Préstamos de ENISA		X	X	X
Aval de Sociedad de Garantía Recíproca para transformar en financiación		X	X	X
Préstamos del CDTI			X	X
Premios y Concursos de Emprendedores a los se ha acudido	X	X	X	X
Subvenciones e las Administraciones (local, autonómica o estatal)	X	X	X	X
Préstamos de Entidad Bancaria Privada				X
Préstamos de la línea ICO Emprendedores				X
Aportaciones de inversores privados (Business Angels)			X	X
Aportaciones de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)				X
Crowdfunding		X	X	X
Microcrédito de Caixabank	X	X	X	X

Comenzamos definiendo las variables del modelo logit. La variable dependiente es el cumplimiento o no del cronograma de uso de las fuentes financieras (Tabla 4.34) por parte del emprendedor durante los 42 primeros meses de su negocio. Las variables independientes, igual que en el caso anterior, se pueden agrupar en dos bloques:

- a) Características del emprendedor: sexo y edad
- b) Características de la empresa: sector industrial al que pertenece, su forma jurídica, el tamaño en función del número de empleados, su edad (respecto a la fecha de constitución), quién ayudo en el proceso de búsqueda y selección de la financiación, el volumen de fondos propios en el arranque de la empresa, si el problema más importante al

que se enfrenta el negocio actualmente es la financiación o incapacidad de obtener un crédito, la evolución de la ventas en el último año respecto al anterior, el signo de los beneficios antes de impuestos del año anterior y el tiempo que ha tardado en obtener beneficios positivos.

La Tabla 4.35 muestra las definiciones exactas de las nuevas variables utilizadas en la estimación, así como de sus categorías. Las variables que ya fueron utilizadas en el modelo anterior pueden consultarse en la Tabla 4.33.

Tabla 4.35. Modelo logit. Definición de las variables

Variable dependiente: CRONOLOG		
¿Utiliza las fuentes financieras de acuerdo con el cronograma mostrado en la Tabla 4.26?	1	Si
	0	No
Variables independientes		
SECTOR. Pregunta 21: ¿Cuál es el sector empresarial donde se puede enmarcar la actividad de la empresa?	SECTOR1	Tecnológico e Internet
	SECTOR2	Servicios o Industrial
FORMA JURÍDICA. Pregunta 1: ¿Qué forma jurídica tiene el proyecto empresarial que representa?	FJURID1	Sociedad limitada
	FJURID2	Cooperativa, Sociedad Anónima, Sociedad Civil/Comunidad de bienes, ejerzo la actividad empresarial como persona física (autónomo) u otra
EMPLEADOS. Pregunta 24: ¿Cuántos empleados tiene, incluidos los propietarios?		
EDAD_EMP. Pregunta 14: ¿Cuánto tiempo lleva constituida la empresa?		
TIEMPO_B. Pregunta 54: ¿Hasta qué momento de funcionamiento no ha sido capaz de obtener beneficio de explotación-Operating Income (EBIT) positivo?		
NOTA: véase cuestionario en Anexo 1.		

4.5.2.- Resultados de la estimación

a.- Resultados de obtenidos en el análisis de la probabilidad de denegación en la solicitud financiación

Los resultados de la estimación del modelo logit binomial con los datos de la encuesta se exponen en la Tabla 4.36. En dicha tabla se incluyen los coeficientes estimados para cada variable independiente junto con el p-valor asociado y el efecto marginal³⁶ medio junto con su p-valor. Como puede observarse, los coeficientes estimados de algunas de las variables explicativas son significativos (aquellos acompañados de un asterisco).

³⁶ En este trabajo se han calculado average marginal effects en Stata (la media de los efectos marginales), en lugar de calcular los marginal effects at the mean (los efectos marginales en los valores medios de las variables independientes) dado es lo más apropiado cuando se dispone de variables dummies (ver Bartus (2005)).

Tabla 4.36

Resultados de la estimación del modelo binomial: Probabilidad de que el emprendedor le hayan denegado alguna solicitud de financiación

Variable	Coeficiente	p-valor	Efecto marginal	p-valor
Constante	-2,179*	0,01		
SEXO1	0,574*	0,10	0,120*	0,02
EDAD	0,018	0,25	0,004	0,11
SECTOR1	0,343	0,35	0,069	0,19
SECTOR3	0,672*	0,09	0,130*	0,01
SECTOR4	-0,189	0,68	-0,039	0,57
AYUDA1	0,879*	0,03	0,185*	0,00
AYUDA2	-0,132	0,49	-0,027	0,35
AYUDA3	-0,096	0,42	-0,020	0,28
AYUDA4	-0,063	0,51	-0,013	0,37
AYUDA5	0,111	0,34	0,023	0,19
AYUDA6	-0,054	0,62	-0,011	0,50
INVERSION	0,000	0,63	0,000	0,51
FPROPIOS1	-0,602*	0,05	-0,124*	0,01
SUBV1	0,421	0,25	0,084	0,11
PROBLEMAS1	0,970*	0,01	0,182*	0,00
VENTAS1	0,383	0,38	0,076	0,22
BDI1	0,676*	0,03	0,131*	0,00
R2-McFadden	0,139			
Log likelihood	-152,46			
N	257			

Nota: Un asterisco (*) indica que el parámetro es significativo al 90%

En primer lugar indicar que la probabilidad media que predice el modelo de que un emprendedor reciba una denegación en alguna solicitud de financiación es de 57,4%³⁷. Esta elevada probabilidad de que la financiación le sea denegada a un emprendedor está posiblemente relacionada con las restricciones de crédito que viene sufriendo nuestra economía en los últimos años probablemente como consecuencia de las crisis financieras a que ha estado sometida y a la reestructuración del sector financiero.

A la vista de los coeficientes estimados en el modelo logit (Tabla 4.36), se observa que la variable sexo es significativa y positiva, señalando que los emprendedores varones tienen una mayor probabilidad de recibir una denegación que las mujeres. Además el incremento marginal en la probabilidad cuando el sexo es masculino es del 12%. Este resultado es sorprendente, dado que los estudios de género han señalado que las mujeres tienen un acceso más difícil a la financiación empresarial. Como señala Jayawarna et al. (2012), las mujeres se encuentran con diferencias significativas en la forma de obtención de recursos financieros tradicionales en comparación con empresarios masculinos dado que los estudios de género han señalado que las mujeres tienen un acceso más difícil a la financiación empresarial. Pero teniendo en cuenta que todas las empresas analizadas tienen su sede social en España, este resultados confirma que en el caso de España, la probabilidad de denegación de financiación a una mujer es menor que en el caso de un hombre. Por otra parte, la otra variable explicativa relacionada con el emprendedor, su edad, no es significativa, esto es, la probabilidad de sufrir una denegación de financiación no se ve afectada por la edad del emprendedor.

Respecto a las características de la empresa, el sector al cual pertenece es una variable significativa. Concretamente, el coeficiente asociado a la variable SECTOR3 que está asociada a las empresas del sector industrial tiene un coeficiente significativo y positivo. Esto nos señala que las empresas del sector industrial tienen una probabilidad superior de recibir una denegación del crédito respecto a las empresas de los sectores Tecnológico, Servicios e Internet. El cambio en la probabilidad de que la solicitud de financiación sea denegada se incrementa en 0,13 puntos cuando se trata de una empresa del sector industrial, tratándose de un incremento sustancial respecto al resto de los sectores.

La variable quién le ayudó al comienzo en el proceso de búsqueda y selección de la financiación también afecta a la probabilidad de que sea denegada una solicitud de

³⁷ El valor de la probabilidad media de que un emprendedor reciba una denegación de financiación que se calcula con los valores estimados del modelo sustituyendo los valores medios de las variables explicativas.

financiación. De las seis modalidades (no excluyentes) consideradas en este estudio, únicamente el coeficiente de la modalidad AYUDA1, que recoge el caso en el cual los socios lo hacen de forma directa, es significativa. Dado que su signo es positivo, nos indica que cuando son directamente los socios los encargados de la búsqueda y selección de la financiación la probabilidad de que sea denegada la solicitud se incrementa. Además, dicho incremento de 18,5% en la probabilidad de denegar la solicitud de financiación es sumamente elevado. Este resultado es muy relevante, dado que nos indica que los socios no son los que mejor gestionan la tramitación de las solicitudes ni la selección de la fuente financiera más adecuada, frente a alternativas que implican el asesoramiento por especialistas. En estos casos en que los emprendedores son asesorados, según el modelo, la probabilidad de que sea denegada la solicitud de financiación se reduce considerablemente siendo más fácil la obtención de financiación para la empresa.

Por el contrario, el porcentaje que representan los fondos propios en la financiación de la empresa en el momento de arranque o puesta en marcha del negocio si afecta a la probabilidad de que la solicitud de financiación sea denegada. Concretamente, el coeficiente asociado a la variable dummy FPROPIOS1, que toma valor uno cuando un 70% o más de la financiación inicial son fondos propios y cero en caso contrario, es significativamente negativo. Por tanto, aquellos emprendedores cuyos fondos propios tienen un peso importante en la financiación del arranque del negocio tienen menor probabilidad de que su solicitud de financiación sea denegada. Este resultado nos indica que, como era de esperar, cuanto mayor es la apuesta del emprendedor en su negocio más fácilmente encontrará financiación ajena para el mismo,

Aquellos emprendedores que indican en la pregunta 27 del cuestionario que el principal problema al que se enfrenta su negocio hoy es la “financiación/incapacidad de obtención de crédito” respecto a las otras alternativas (véase cuestionario) tienen una mayor probabilidad de que su solicitud de financiación sea denegada. Además, el incremento marginal de la probabilidad de 0,182 es muy elevado. La interpretación que se hace de este resultado es que aquellos emprendedores que ya han tenido problemas previos de financiación de sus proyectos empresariales son los que más probabilidad tienen de volver a sufrirlos,

La variable beneficio después de impuestos también es significativa. Concretamente, el coeficiente asociado a la variable dummy BDI1, que toma valor uno cuando el beneficio del año anterior fue negativo y cero cuando dicho beneficio fue positivo o nulo, es

significativamente positivo. Esto indica que aquellas empresas que experimentaron beneficios negativos son las que tienen mayor probabilidad de que su solicitud de financiación sea rechazada. El incremento marginal en la probabilidad de que la solicitud se deniegue es 13,1%, indicando un impacto elevado.

El tamaño de la empresa, medido en términos de la inversión inicial, no es significativo. Además dicho resultado es robusto cuando se mide el tamaño en función del número de empleados de la empresa. Este resultado nos indica que la probabilidad de que se deniegue la financiación al emprendedor no depende del tamaño de su empresa.

Tampoco tiene ningún efecto sobre la probabilidad de que la solicitud de financiación sea rechazada el que la empresa haya recibido una subvención en la puesta en marcha del negocio, como indica que el coeficiente estimado sea no significativo. Lo mismo ocurre con la evolución de las ventas del ejercicio 2014 respecto del anterior, ya que el coeficiente asociado a la variable dummy VENTAS1, que toma valor uno cuando las ventas de 2014 fueron menores que las del 2013 y cero cuando fueron mayores o iguales, es significativamente igual a cero.

Resumiendo, los emprendedores varones con empresas en el sector industrial que gestionan directamente sus solicitudes de financiación y seleccionan las fuentes financieras cuyos fondos propios representan menos del 70% de la inversión inicial, cuyos beneficios fueron negativos y han sufrido problemas financieros con anterioridad son lo que tienen una probabilidad superior de que su solicitud de financiación sea rechazada.

b.- Resultados de obtenidos en el análisis de la probabilidad de que un emprendedor haya financiado su negocio de acuerdo con el cronograma establecido

Los resultados de la estimación del modelo logit binomial con los datos de la encuesta se exponen en la Tabla 4.37. De nuevo se incluyen los coeficientes estimados y los efectos marginales medios para cada variable, ambos acompañados de sus respectivos p-valor. Así mismo, se denotan con un asterisco las variables que tienen un efecto significativo sobre la probabilidad de que un emprendedor utilice las diferentes fuentes financieras de acuerdo con el cronograma.

**Tabla 4.37. Resultados de la estimación del modelo binomial.
Probabilidad de que el emprendedor cumpla el cronograma de uso de las fuentes de financiación**

Variable	Coeficiente	p-valor	Efecto marginal	p-valor
Constante	-3.512*	0.07		
SEXO1	1.767*	0.05	0.168*	0.06
EDAD	-0.047	0.16	-0.004	0.18
SECTOR1	1.566*	0.02	0.146*	0.06
FJURID1	-1.989*	0.01	-0.110*	0.09
EMPLEADOS	-0.481	0.12	-0.037	0.17
EDAD_EMP	2.859*	0.01	0.291*	0.03
AYUDA1	1.288	0.18	0.117	0.13
AYUDA2	0.470	0.29	0.036	0.31
AYUDA3	0.378	0.11	0.029	0.15
AYUDA4	-0.442*	0.07	-0.034*	0.10
AYUDA6	-0.089	0.64	-0.007	0.65
FPROPIOS1	3.296*	0.00	0.341*	0.00
PROBLEMAS1	1.091	0.13	0.097	0.28
VENTAS1	1.998*	0.03	0.193*	0.02
BDI1	-1.521*	0.03	-0.092*	0.10
TIEMPO_B	0.000	1.00	0.000	1.00
R2-McFadden	0.429			
Log likelihood	-44.0			
N	176			

Nota: Un asterisco indica que el parámetro es significativo al 90%

En primer lugar indicar que la probabilidad media que predice el modelo de que un emprendedor utilice las fuentes financieras de acuerdo con la hipótesis de trabajo, esto es, tal y como se muestran en el cronograma (ver Tabla 4.37) es de 3.5%. Esta reducida probabilidad de que la utilización de las fuentes financieras se realice acorde con el

cronograma indica que realmente la hipótesis de trabajo no ocurre habitualmente. Por tanto, podríamos decir que, aunque financieramente sea lo más recomendable, la realidad no sigue dicho patrón.

A la vista de los coeficientes estimados en el modelo logit, se observa que la variable sexo es significativa y positiva. Este resultado nos indica que los emprendedores varones tienen una probabilidad más elevada que las mujeres de seguir el cronograma de uso de las fuentes financieras. Es interesante notar que el incremento marginal en la probabilidad cuando el sexo es masculino respecto del sexo femenino es de 0,17 puntos. Por tanto, podríamos decir que es bastante más probable que los varones emprendedores sigan el patrón de uso de financiación que constituye la hipótesis de este trabajo que las mujeres. Por otra parte, la edad del emprendedor no afecta a la probabilidad de seguir el patrón de financiación descrito.

Son muchas las características de la empresa que afectan a la probabilidad de que el emprendedor use las fuentes de financiación cronológicamente tal y como se establece en este trabajo: el sector, la forma jurídica de la empresa, la edad de la empresa, quién ayudo a seleccionar y solicitar la financiación, el peso de los fondos propios en la financiación inicial del proyecto, la evolución de las ventas y el signo de los beneficios del último ejercicio fiscal.

Respecto al sector, las empresas que pertenecen a los sectores Tecnológico e Internet son las que tienen mayor probabilidad de seguir la pauta temporal indicada, lo cual indicaría que según la hipótesis de trabajo hacen un uso más adecuado de las fuentes financieras. Además, el incremento marginal de la probabilidad asociada a esta variable dummy (SECTOR1 que en este modelo se corresponde con los sectores tecnológico y internet) es muy elevado.

La forma jurídica de la empresa también determina la probabilidad de que se usen las fuentes financieras de forma cronológicamente adecuada. Concretamente, el coeficiente asociado a la variable FJURID1, que toma valor uno cuando la empresa es una sociedad limitada y cero cuando adopta otra forma jurídica, es significativo y negativo. Este resultado nos indica que las sociedades limitadas (que son las que representan un mayor porcentaje de la muestra con un 68,1 %) tienen una menor probabilidad de seguir el patrón cronológico de uso de las fuentes financieras que el resto de formas jurídicas.

La definición de la variable dependiente en cada empresa mediante el análisis de si dicha empresa utiliza el patrón de uso de las fuentes financieras descrito en el cronograma se realizó teniendo en cuenta la edad de la empresa. Obviamente la muestra contiene empresas

jóvenes que todavía no han alcanzado las etapas más maduras y, en consecuencia, no han sido evaluadas en dichas fases. Esto podría implicar que los resultados estén determinados por la edad de las empresas, de modo que solo las más jóvenes, que solo han sido evaluadas en las primeras etapas, son las que cumplen la hipótesis de trabajo. Para abordar esta cuestión se incluyó en el modelo la edad de la empresa (EDAD_EMP). Como puede observarse en la Tabla 4.37, el coeficiente asociado a dicha variable es significativo y positivo. Esto nos indica que las empresas más longevas son aquellas que tienen una mayor probabilidad de seguir el patrón de financiación que constituye la hipótesis de trabajo. En consecuencia, esto invalida el argumento de que las empresas que menos criterios deben cumplir son las que cumplen la hipótesis de trabajo, que por definición es global. Es relevante notar que la probabilidad marginal media se incrementa en 0,29 por cada salto de edad considerado, que es un impacto muy importante.

La variable relativa a quién le ayuda en la selección y la gestión de las fuentes financieras también afecta a la probabilidad de que la empresa use cronológicamente las fuentes financieras según la hipótesis de trabajo. De las diferentes alternativas que se consideran, únicamente el coeficiente asociado a la variable AYUDA4 es significativo, siendo negativo. Esto nos indica que aquellos emprendedores que son ayudados por alguna organización empresarial pública son los que tienen una menor probabilidad de usar cronológicamente las fuentes financieras del modo descrito. Por tanto, parece que las organizaciones empresariales públicas se guían por distintos baremos que los que han llevado a proponer la hipótesis de trabajo relativa a la forma más adecuada de usar las fuentes financieras. No obstante, el impacto sobre la probabilidad marginal es muy reducido (-0,03).

Respecto al peso de los fondos propios sobre el volumen de financiación en el arranque del negocio, el coeficiente asociado a la variable dummy FPROPIOS1, que toma valor uno cuando los fondos propios representan el 70% o más del volumen de financiación inicial y cero en caso contrario, es significativamente positivo. Este coeficiente positivo nos indica que las empresas cuyos fondos propios tienen un peso sustancial sobre la financiación inicial son las que con mayor probabilidad siguen el patrón de uso de las fuentes financieras que constituye la hipótesis de trabajo. Nótese que la probabilidad para una empresa cuyos fondos propios tienen un peso elevado en la financiación de arranque es un 31,4% mayor que la probabilidad de las empresas cuyos fondos propios representan menos del 70% de la financiación inicial.

La evolución de las ventas también es relevante en la determinación de la probabilidad de que la empresa siga el guión cronológico que constituye la hipótesis de trabajo. El coeficiente asociado a la variable dummy VENTAS1, que toma valor uno cuando las ventas de 2014 fueron menores que las del 2013 y cero cuando fueron mayores o iguales, es significativamente positivo. Este resultado señala que las empresas con una evolución desfavorable de sus ventas en 2014 tienen una probabilidad mayor de seguir este patrón de financiación que aquellas empresas cuyas ventas han aumentado o se han mantenido constantes respecto al año anterior. Así, las empresas con mala evolución de sus ventas tienen una probabilidad 19,3% mayor que aquellas cuyas ventas han evolucionado favorablemente.

También es relevante el resultado económico del último ejercicio en la determinación de la probabilidad de que la financiación se estructure cronológicamente según se ha establecido en el cronograma. Sin embargo, en este caso el resultado apunta en sentido contrario a las ventas. Así, el coeficiente asociado a la variable dummy BDI1, que toma valor uno cuando el beneficio del año anterior fue negativo y cero cuando dicho beneficio fue positivo o nulo, es significativamente negativo. Así, las empresas que experimentaron beneficios positivos o nulos son las que tienen mayor probabilidad de seguir el patrón de financiación. Dicha probabilidad se incrementa en un 9,2% para las empresas con beneficios positivos o nulos respecto a aquellas con beneficios negativos.

Finalmente, el tiempo que el emprendedor tarda en que su negocio reporte beneficios positivos no afecta a la probabilidad de que la financiación se ajuste cronológicamente a la hipótesis de trabajo.

Resumiendo, aunque en la muestra analizada en este trabajo la probabilidad media de que los emprendedores utilicen las fuentes financieras de forma cronológicamente estructurada durante las cuatro etapas consideradas desde la constitución del negocio hasta los 42 meses es muy reducida, dicha probabilidad se incrementa sustancialmente cuando los emprendedores son varones, con empresas en el sector tecnológico e internet, con una forma jurídica distinta a la sociedad limitada, con una trayectoria larga, que gestionan y seleccionan las fuentes financieras sin mediación de una organización empresarial pública, cuyos fondos propios representan más del 70% de la inversión inicial, con una evolución desfavorable de las ventas en el último año y cuyos beneficios fueron positivos o nulos.

ANEXO 1: CUESTIONARIO UTILIZADO
ANÁLISIS DEL ESPÍRITU EMPRENDEDOR

Este cuestionario tiene como fin el estudio de los cambios que experimenta la financiación de sociedades (no personas físicas o autónomos), es decir, aquellas sociedades que realizan actividades empresariales ejercidas a través de una forma jurídica mercantil (sociedad limitada, anónima, sociedad civil, cooperativa, etc.) a lo largo de sus primeros 42 meses de vida,



Características sociológicas de los emprendedores

1. ¿Qué forma jurídica tiene el proyecto empresarial que representa?
 - a. Sociedad Limitada
 - b. Sociedad Anónima
 - c. Sociedad Civil/Comunidad de bienes
 - d. Cooperativa
 - e. Ejercicio la actividad empresarial como persona física (autónomo)
 - f. Otra
2. ¿Cuál es su sexo?
 - a. Mujer
 - b. Hombre
3. ¿Cuál es su edad?
4. ¿Cuál es su nacionalidad?
 - a. Española
 - b. Extranjera
5. ¿Cuál es su situación laboral actualmente?
 - a. Autónomo
 - b. Empleado a tiempo parcial en otra empresa
 - c. Empleado a tiempo completo en otra empresa
 - d. Buscando empleo activamente
 - e. Desempleado
 - f. Socio de una empresa en funcionamiento
6. ¿Cuál es el nivel educativo más alto alcanzado?
 - a. Primaria
 - b. Secundaria
 - c. Bachillerato
 - d. Licenciatura o grado
 - e. Máster o estudios de posgrado
 - f. Doctorado
7. ¿Cuál es su estado civil?
 - a. Soltero/a
 - b. Casado/a
 - c. Separado/a o divorciado/a
 - d. Viudo/a

8. ¿Tiene algún familiar emprendedor?
 - a. Si
 - b. No
9. ¿Cuántas horas trabaja a la semana en la empresa?
 - a. Menos de 20
 - b. De 20 a 35 horas
 - c. De 36 a 45 horas
 - d. De 46 a 55 horas
 - e. De 56 a 65 horas
 - f. Más de 66 horas
10. ¿Cuál fue la razón principal que le impulsó a iniciar o a convertirse en empresario?
 - a. Tener una fuente principal de ingresos
 - b. Tener unos ingresos extras
 - c. Ser mi propio jefe
 - d. Tener más libertad para conciliar la vida familiar
 - e. Asumir mayores responsabilidades
 - f. Para crear un proyecto nuevo
 - g. Las malas condiciones del mercado laboral
 - h. Con la crisis me quedé sin trabajo,
 - i. Otras

Características de la empresa

11. ¿En qué provincia está la sede social de la empresa?
12. ¿Cuántos socios tiene la empresa?
 - a. 1
 - b. 2
 - c. 3
 - d. 4
 - e. 5 o más
13. ¿Cuántos socios fundadores de la empresa son mujeres?
 - a. 1
 - b. 2
 - c. 3
 - d. 4
 - e. 5 o más
14. ¿Cuánto tiempo lleva constituida la empresa?
 - a. Menos de 6 meses
 - b. De 6 a 12 meses
 - c. De 12 a 24 meses
 - d. De 24 a 42 meses
 - e. De 3,5 a 4 años
 - f. De 4 a 5 años
 - g. De 5 a 6 años
 - h. De 6 a 7 años
 - i. De 7 a 8 años
 - j. De 8 a 9 años
 - k. De 9 a 10 años

- l. Más de 10 años
15. ¿Cuánto tiempo lleva dirigiendo dicha empresa?
 - a. Menos de 6 meses
 - b. De 6 a 12 meses
 - c. De 12 a 24 meses
 - d. De 24 a 42 meses
 - e. De 3,5 a 4 años
 - f. De 4 a 5 años
 - g. De 5 a 6 años
 - h. De 6 a 7 años
 - i. De 7 a 8 años
 - j. De 8 a 9 años
 - k. De 9 a 10 años
 - l. Más de 10 años
16. ¿Cuántos años de experiencia tiene el propietario como gestor o propietario de un negocio (incluyendo este último)?
17. ¿Cuántos años de experiencia tenía en la industria en la que compite, antes de abrir su empresa?
18. ¿Cuántas empresas, sin contar la actual, ha fundado?
 - a. 1
 - b. 2
 - c. 3
 - d. 4
 - e. 5
 - f. 6
 - g. 7
 - h. 8
 - i. 9
 - j. 10
 - k. Más de 10 empresas
19. ¿Quién es responsable de la gestión del día a día del negocio?
 - a. El propietario
 - b. Un empleado contratado
 - c. Todos los socios fundadores
20. El negocio que dirige fue:
 - a. Fundado por usted
 - b. Era un negocio ya existente y lo adquirió en mayoría de capital
 - c. Era un negocio ya existente y tomó una participación (sin mayoría en el capital)
 - d. Era un negocio familiar y fue heredado por usted
21. ¿Cuál es el sector empresarial donde se puede enmarcar la actividad de la empresa?
 - a. Tecnológico
 - b. Servicios
 - c. Industrial
 - d. Internet
22. Entendiendo una Empresa de Base Tecnológica (EBT) como aquella que ha desarrollado una tecnología propia y susceptible de patentarse o protegerse, ¿Es su empresa una EBT?
 - a. Sí

- b. No
23. Si la respuesta a la pregunta anterior es SI, ¿En cuál de estos grupos enmarcaría a la empresa?
- a. Biotecnología y Agroalimentación
 - b. Energía y Medio Ambiente
 - c. Tecnologías de la información y la comunicación
 - d. Materiales, aeroespacial e ingeniería
24. ¿Cuántos empleados tiene, incluidos los propietarios?
- a. Menos de 5
 - b. De 6 a 10
 - c. De 11 a 20
 - d. De 21 a 50
 - e. Más de 50
25. ¿Qué porcentaje de mujeres están empleadas en la empresa?
26. ¿Dónde se encuentra principalmente su mercado?
- a. En la misma ciudad donde se encuentra la empresa
 - b. Dentro de la comunidad autónoma donde se encuentra
 - c. En todo el territorio nacional
 - d. En Europa
 - e. En todo el mundo
27. ¿Cuál es el problema más importante que enfrenta su negocio hoy?
- a. Impuestos
 - b. Nivel de ventas insuficientes
 - c. Financiación/Incapacidad de obtención de crédito
 - d. Los términos en la concesión de créditos
 - e. Coste de la mano de obra
 - f. Rigideces en el mercado laboral
 - g. Regulación gubernamental
 - h. Problemas con pago de clientes
 - i. Competencias con empresas más grandes
28. ¿A lo largo de la vida de la empresa ha tenido algún problema de escasez de capital?
- a. Nunca
 - b. En pocas veces
 - c. De vez en cuando
 - d. A menudo
 - e. Siempre
29. ¿Tiene ahora escasez de capital?
- a. Si
 - b. No
30. ¿Cómo financio principalmente el arranque o puesta en marcha del negocio? (Indique el porcentaje de cada una de estas fuentes de financiación, cuadrando al 100%)?

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E IMPACTO SOBRE EL
EMPRENDIMIENTO

	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Fondos propios de los Socios Fundadores al 50% o por encima del 50% del Plan de inversión inicial necesario										
Fondos propios de los Socios Fundadores por debajo del 50% del Plan de inversión inicial necesario										
Aportaciones de Amigos y Familiares										
Subvenciones de las Administraciones (local, autonómica o estatal)										
Premios de Concursos de Emprendedores a los que ha acudido										
Financiación de Instituciones Públicas como: ENISA, AvalMadrid, CDTI,...										
Financiación de Inversores Privados (Business Angels)										
Préstamos o Deuda de un Institución Bancaria Privada										
Crowdfunding										
Microcrédito de Caixabank										
Venture Capital/Private Equity										
Préstamos ICO Emprendedores										
Otros										

31. En el proceso de búsqueda y selección de la financiación del arranque de la sociedad ¿Quién le ha ayudado?

	Si	No
Lo hicimos los socios de forma directa		
Contamos con la ayuda de una consultora o empresa especializada en tramitación de financiaciones para emprendedores		
Nos ayudaron amigos o familiares		
Nos ayudó alguna Organización Empresarial Pública (Cámara de Comercio, Asociación de Jóvenes Empresarios, etc.)		
Nos ayudó alguna Organización Empresarial Privada		
Otros		

32. ¿Cuánto fue el volumen (en euros) de la inversión de puesta en marcha del negocio?

33. De ese importe

a. ¿Cuánto fue el porcentaje de Recursos Propios?

b. ¿Y cuánto fue el porcentaje de Recursos Ajenos?

34. ¿Has recibido alguna vez una subvención?

a. Si

b. No

35. ¿Tiene en mente planes de expansión?

a. Si

b. No

36. ¿Le han denegado alguna vez alguna solicitud de financiación?

a. Si

b. No

37. Si la respuesta a la pregunta anterior es SI ¿Cuáles han sido las causas por las que la entidad le ha denegado la financiación?

	Si	No
La empresa no tenía todavía ingresos		
La empresa no tenía beneficio bruto de explotación (EBITDA) positivo		
La empresa no tenía beneficio neto de explotación (EBIT) positivo		
No tenía beneficio contable positivo		
El proyecto no tiene garantías (colateral) suficientes		
El posible inversor consideró que el proyecto no tenía la viabilidad adecuada		
Otra		

38. Durante los últimos tres años, ¿hubo momentos en los que la empresa necesitara financiación externa, pero no la solicitó porque pensaba que la solicitud sería rechazada?

- a. Si
- b. No

39. En primer lugar, considerando la primera fase de la empresa (la puesta en marcha o arranque durante los meses de 0 a 6) y hablando específicamente de financiación, ¿qué proporción utilizó de instrumentos de financiación en esta primera fase (cuadrando a 100%)?

	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Recursos Propios de los Socios Fundadores										
Recursos del entorno de amigos y familiares en forma de préstamos										
Préstamos de ENISA										
Aval de Sociedad de Garantía Recíproca para transformar en financiación										
Préstamos del CDTI										
Premios y Concursos de Emprendedores a los se ha acudido										
Subvenciones e las Administraciones (local, autonómica o estatal)										
Préstamos de Entidad Bancaria Privada										
Préstamos de la línea ICO Emprendedores										
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)										
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)										
Crowdfunding										
Microcrédito de Caixabank										
Otros										

40. Considerando la segunda fase de funcionamiento de la empresa (el período comprendido entre los meses 6 y 12 desde la puesta en marcha de la empresa) y hablando específicamente de financiación, ¿qué proporción utilizó de instrumentos de financiación en esta segunda fase (cuadrando a 100%)?

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E IMPACTO SOBRE EL
EMPRENDIMIENTO

	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Recursos Propios de los Socios Fundadores										
Recursos del entorno de amigos y familiares en forma de préstamos										
Préstamos de ENISA										
Aval de Sociedad de Garantía Recíproca para transformar en financiación										
Préstamos del CDTI										
Premios y Concursos de Emprendedores a los se ha acudido										
Subvenciones e las Administraciones (local, autonómica o estatal)										
Préstamos de Entidad Bancaria Privada										
Préstamos de la línea ICO Emprendedores										
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)										
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)										
Crowdfunding										
Microcrédito de Caixabank										
Otros										

41. Considerando la tercera fase de funcionamiento de la empresa (el período comprendido entre los 12 y 24 desde la puesta en marcha de la empresa) y hablando específicamente de financiación, ¿qué proporción utilizó de instrumentos de financiación en esta tercera fase (cuadrando a 100%)?

	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Recursos Propios de los Socios Fundadores										
Recursos del entorno de amigos y familiares en forma de préstamos										
Préstamos de ENISA										
Aval de Sociedad de Garantía Recíproca para transformar en financiación										
Préstamos del CDTI										
Premios y Concursos de Emprendedores a los se ha acudido										
Subvenciones e las Administraciones (local, autonómica o estatal)										
Préstamos de Entidad Bancaria Privada										
Préstamos de la línea ICO Emprendedores										
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)										
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)										
Crowdfunding										
Microcrédito de Caixabank										
Otros										

42. Considerando la cuarta fase de funcionamiento de la empresa (el período comprendido entre los 24 y los 42 meses desde la puesta en marcha de la empresa) y hablando específicamente de financiación, ¿qué proporción utilizó de instrumentos de financiación en esta cuarta fase (cuadrando a 100%)?

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E IMPACTO SOBRE EL
EMPRENDIMIENTO

	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Recursos Propios de los Socios Fundadores										
Recursos del entorno de amigos y familiares en forma de préstamos										
Préstamos de ENISA										
Aval de Sociedad de Garantía Recíproca para transformar en financiación										
Préstamos del CDTI										
Premios y Concursos de Emprendedores a los se ha acudido										
Subvenciones e las Administraciones (local, autonómica o estatal)										
Préstamos de Entidad Bancaria Privada										
Préstamos de la línea ICO Emprendedores										
Aportaciones en el capital de inversores privados (Business Angels)										
Aportaciones en el capital de instituciones de capital riesgo (Venture Capital y Private Equity)										
Crowdfunding										
Microcrédito de Caixabank										
Otros										

43. ¿Durante el año pasado necesitó obtener capital adicional de los actuales propietarios, de socios nuevos o existentes o de los accionistas existentes?
- a. Si
 - b. No
44. Si la respuesta a la pregunta anterior ha sido SI, ¿Cuál fue el uso principal que se le dio a este capital adicional?
- a. Pago de salarios
 - b. Compra de vehículos de motor
 - c. Compra de otros equipos o maquinaria
 - d. Mejoras en propiedades arrendadas
 - e. Compra de terrenos y edificios
 - f. Mobiliario y accesorios
 - g. Aumento del stock
 - h. Refinanciación de la deuda
 - i. Expansión del negocio
 - j. Desarrollo de nuevos productos y/o servicios
 - k. Otros
45. ¿Actualmente tiene alguna solicitud de préstamos o líneas de créditos nuevos o renovados?
- a. Si
 - b. No
46. ¿Cómo fueron las ventas del ejercicio 2014 comparadas con las ventas del 2013?
- a. Menores
 - b. Mayores
 - c. Iguales
 - d. No procede porque la empresa sólo lleva funcionando un año
47. En el momento actual de la empresa, ¿podría asignar el porcentaje de cada fuente de financiación de su pasivo?

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN E IMPACTO SOBRE EL
EMPREDIMIENTO

a. Recursos Propios

	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Fondos Propios de los Socios Fundadores										
Fondos propios de amigos y familiares										
Fondos Propios de Inversores Privados (Business Angels)										
Fondos Propios de Capital Riesgo (Venture Capital)										
Fondos Propios de Crowdfunding										
Fondos Propios de otras instituciones (Universidades, etc.)										
Subvenciones										

b. Recursos ajenos

	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Proveedores de negocio										
Financiación Pública (ENISA, CDTI Sociedad de Garantía Recíproca, etc.)										
Financiación bancaria tradicional										

48. ¿Tiene en el capital de la empresa algún inversor externo, sea Business Angel, Venture Capital o Crowdfunding?

	Si	No
Business Angel		
Venture Capital		
Crowdfunding		

49. Si ha obtenido financiación de un Business Angel, la entrada del Business Angel:

- a. ¿Le ha ayudado a crecer?
 - i. Si
 - ii. No
- b. ¿Su relación global es satisfactoria?
 - i. Si
 - ii. No
- c. ¿Cuánto aportó en euros e primer Business Angel que entró en la empresa?
- d. ¿Qué porcentaje implicaba dicha aportación en la financiación total de la empresa?

50. ¿Algún Business Angel ha tenido ya alguna desinversión (exit) de la empresa?

- a. Si
- b. No

51. ¿Cuál ha sido el multiplicador de salida?

52. En el caso de desinversión ¿Cuántos años ha estado en el capital de la empresa?

53. ¿Está considerando acudir a la financiación de crowdfunding para fases ulteriores de la financiación de la empresa?

- a. Si
- b. No

54. ¿Hasta qué momento de funcionamiento no ha sido capaz de obtener beneficio de explotación-Operating Income (EBIT) positivo?
- Entre los primeros 6 meses de funcionamiento
 - Entre los 6 y 12 meses
 - Entre los 12 y 24 meses
 - Entre los 24 y 42 meses
 - Entre los 3,5 a 4 años
 - Entre los 4 a 5 años
 - Entre los 5 a 6 años
 - Entre los 6 y 7 años
 - Entre los 7 y 8 años
 - Entre los 8 y 9 años
 - Entre los 9 y 10 años
 - A partir de los 10 años de funcionamiento
 - Todavía no he sido capaz
55. El beneficio después de impuestos del año pasado fue:
- Positivo
 - Negativo
 - Cero
56. Pensando en el futuro, el próximo hito de desarrollo de su empresa (entorno posible de los dos próximos años) y su probable necesidad de financiación, ¿a cuáles de las siguientes instituciones está pensando o ya ha solicitado financiación para abordar este nuevo hito?

	Si	No
Aportaciones adicionales (ampliación de capital) de los actuales socios		
Amigos y familiares nuevos (no están en el accionariado actual)		
Banco Privado tradicional (BBVA, Santander, Caixabank, etc.)		
Sociedad de Garantía Recíproca (Avalmadrid, Iberaval, etc.)		
Instituciones Públicas (ENISA, CDTI, etc.)		
Inversores privados o Business Angels		
Sociedad de Capital Riesgo (Venture Capital)		
Crowdfunding/crowdlending		
Emisiones de Mercado de Capitales (MARF y MAB)		
Otros		

57. Si la empresa a la pregunta anterior ha sido "Otros", por favor especifique de qué tipo de institución se trata

GRACIAS POR SU COLABORACIÓN

Se GARANTIZA LA TOTAL CONFIDENCIALIDAD DE LOS DATOS APORTADOS, Encuesta sujeta a las normas del Código Internacional de Prácticas Legales y Código de conducta relativos a la actividad de Marketing e Investigación Social, ICC de ESOMAR (European Society for Opinion and Marketing Research Association), por lo que el ANONIMATO está garantizado, Los datos son confidenciales y se utilizarán sólo para fines estadísticos,

CAPÍTULO 5

CONCLUSIONES

A lo largo de esta Tesis se han desarrollado varios temas de interés: por un lado se ha presentado la situación del sistema financiero español después del proceso de reestructuración bancaria sufrida durante los años de la crisis y por otro lado se ha caracterizado la financiación de los proyectos emprendedores en España a partir de un análisis empírico.

En la primera parte de la Tesis, correspondiente al capítulo dos, se ha presentado un profundo análisis del proceso de reestructuración sufrido por el sistema financiero español en los años coincidentes con la Crisis Global Financiera.

Entre los principales problemas que sufrían las Cajas de Ahorro, especialmente puestas de manifiesto en los años de crisis, podemos señalar un fortísimo incremento del crédito a clientes y en especial del crédito inmobiliario a promotores e hipotecario a particulares, una fuerte expansión de oficinas y recursos, en algunos casos alejados de las zonas y territorios donde la Caja tiene un fuerte valor de la franquicia, los propios problemas derivados de la crisis financiera y económica que había producido fortísimos incrementos de la morosidad e impagos de los diferentes agentes económicos y una fortísima reducción del beneficio antes de impuestos debido principalmente a las altas dotaciones por morosidad.

Ante esta situación de necesidad de reestructuración del sector financiero en general, y en particular en el proceso sufrido por las Cajas de Ahorro, el legislador a través del Banco de España ha puesto en marcha una amplia e importante acción legislativa entre las que destacan: la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, la Circular 3/2010 de 29 de junio del Banco de España sobre modificación del sistema de dotaciones por morosidad y el Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 de julio de Órganos de Gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros.

El tercer capítulo se ha centrado en la exposición del fenómeno de emprendimiento, realizando para ello, una revisión de la literatura reciente que aborda este fenómeno desde diferentes puntos de vista: características y competencias especiales que presentan los emprendedores, diferencias entre hombres y mujeres a la hora de iniciar un proyecto empresarial, relación el emprendimiento y los diferentes marcos jurídicos y legales existentes en los diferentes países, fomento del emprendimiento a través de la educación o la relación entre el emprendimiento y la financiación.

En línea con esto último, en este capítulo también se ha establecido la hipótesis de trabajo sobre el efecto de las fuentes de financiación de las que disponen los emprendedores, que se contrastan con los resultados obtenidos en el capítulo 4. Según la hipótesis establecida en esta Tesis, las fuentes financieras que usan los emprendedores no son los mismos durante los primeros 42 meses de la empresa. Concretamente, en las cuatro etapas consideradas (de 0 a 6 meses, de 6 a 12 meses, de 12 a 24 meses y de 24 a 48 meses) se usan diferentes fuentes financieras. De hecho, la inclusión de las fuentes financieras, en caso de utilizarse, se realiza en una etapa concreta siendo utilizada durante todo el periodo posterior.

Uno de los efectos de la crisis financiera mundial y del proceso de reestructuración de financiera de España ha sido la drástica contracción del crédito.

Por ello, otro objetivo de esta Tesis es analizar que características de la empresa y del emprendedor hacen que sus solicitudes de financiación sean aprobadas o denegadas. Dicho análisis se realiza desde el punto de vista de la probabilidad, analizando qué características incluyen en la probabilidad de recibir una denegación de la solicitud de financiación.

Por ello, en el capítulo 4 se analizan qué características tienen los emprendedores (y sus empresas) que utilizan del modo descrito las fuentes financieras.

El problema se aborda, igual que en el análisis anterior, desde el punto de vista de la probabilidad de seguir el patrón cronológico de uso de las fuentes financieras. A partir de un modelo de variable binaria se estima la influencia de dichas características en la probabilidad

En el capítulo cuatro, donde se presenta un profundo análisis estadístico

BIBLIOGRAFÍA

- Ajzen I. (1991). Theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50, 1, pp. 179-211.
- Alonso M.J., Galve C., Salas V., Sanchez J. (2008). Dinámica emprendedora en España. Documento de trabajo 133/2008. Fundación Alternativas.
- Alshumaimri A., Aldridge T. and Audretsch D. B. (2012). Scientist entrepreneurship in Saudi Arabia. *The Journal of Technology Transfer*, 37, 5, pp. 648-657.
- Ariño G. (2010). Una salida para las cajas. (www.expansión.com publicado el 31-5-2010).
- Ashraf M. A. (2014). Preference Behavior of the Rural Poor Observed in Microfinance Borrowing: Case for Bangladesh. *European Journal of Business and Management*, 6, 28, pp. 38-50.
- Ayadi R., Schmidt R., y Carbo Valverde S. (2009): Diversidad en el Sector Bancario Europeo. La actividad y el papel de las Cajas de Ahorros. Ed. Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS)
- Bardasi E., Sabarwal S. and Terrell K. (2011). How do female entrepreneurs perform? Evidence from three developing regions. *Small Business Economics*, 37, 4, pp. 417-441.
- Bartus T. (2005). Estimation of marginal effects using `margins`. *Stata Journal*, 5, 3, pp. 309-329.
- Beck T. (2013). Bank Financing for SMEs—Lessons from the Literature. *National Institute Economic Review*, 225, 1, R23-R38.
- Bilić I., Prka A. and Vidović G. (2011). How does education influence entrepreneurship orientation? Case study of Croatia. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 16, 1, pp. 115-128.
- Blank S. (2012). *The Startup Owner's Manual*. K&S Ranch House

- Blank S. (2013). *The Four Steps to the Epiphany*. K&S Ranch House.
- Blank S. (2014). *Holding a Cat by the Tail*. K&S Ranch House.
- Carbo Valverde, S., 2009, “El Coste de un Sector Bancario “sin Cajas”. FUNCAS (Fundación de las Cajas de Ahorros)
- Centro PwC/IE del Sector Financiero (2010). “Un nuevo modelo para las Cajas de Ahorros”. PriceWaterhouseCoopers e Instituto de Empresa.
- Chell, Elizabeth, Haworth, Jean, Brearley, Sally. (1991). *The entrepreneurial personality: Concepts, cases and categories*.
- Chliova M., Brinckmann J. and Rosenbusch N. (2015). Is microcredit a blessing for the poor? A meta-analysis examining development outcomes and contextual considerations. *Journal of Business Venturing*, 30, 3, pp. 467-487.
- Collins J. (2001). *Empresas que sobresalen*. Gestión 2000.
- Comisión de las Comunidades Europeas: "Fomento del Espíritu Empresarial en Europa: Prioridad para el futuro", COM 222/1998.*
- Cuñat, V Y Garicano, L. (2010), “Did Good Cajas Extend Bad Loans?, Governance, Human Capital and Loan Portfolios”. London School of Economics and Political Science and CEPR.
- DeMartino R. and Barbato R. (2003). Differences between women and men MBA entrepreneurs: exploring family flexibility and wealth creation as career motivators. *Journal of business venturing*, 18, 6, pp. 815-832.
- Demirgüç-Kunt A., Klapper L.F. and Panos G.A. (2011). Entrepreneurship in post-conflict transition. Economics of Transition*, 19, 1, pp. 27–78
- Elston J. A. and Audretsch, D. B. (2010). Risk attitudes, wealth and sources of entrepreneurial start-up capital. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 76(1), pp. 82-89.
- Elston J. A., & Audretsch, D. B. (2011). Financing the entrepreneurial decision: An empirical approach using experimental data on risk attitudes. *Small Business Economics*, 36(2), pp. 209-222.

- Engle R., Dimitriadi N, Gavidia J., Schlaegel C., Delanoe S., Alvarado I, He X., Buame S. and Wolff B. (2010) "Entrepreneurial intent. Entrepreneurial intent: A twelve-country evaluation of Ajzen's model of planned behavior ", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 16 (1), pp. 35 - 57
- Fossen F. M. (2011). The private equity premium puzzle revisited--new evidence on the role of heterogeneous risk attitudes. *Economica*, 78(312), pp. 656-675.
- García Coto D.J y Alonso A. (2014). Los Retos de la Financiación del Sector Empresarial. Fundación de Estudios Financieros. Estudio dirigido por Jaime Requeijo, pp. 233-243.
- Garwe D. K. and Fatoki O. (2012). The impact of gender on SME characteristics and access to debt finance in South Africa. *Development Southern Africa*, 29, 3, pp. 448-461.
- Ghosh C. and Guha S. (2014). Do micro enterprises choose microfinance institutions to meet their financial needs? evidence from mumbai slums. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 19, 3, pp. 1-17.
- Gibb A. and Davies L. (1992). Methodological problems in the development of a growth model of business enterprise. *Journal of Entrepreneurship*, 1, pp. 3-36.
- Global Entrepreneurship Monitor (2014). Informe GEM España
- Gonzalez-Paramo J.M. (2009). La Dinámica de las Tensiones Financieras: Causas y Consecuencias. Papeles de Economía Española nº 122, Crisis y Regulación Financiera. Fundación de las Cajas de Ahorros
- Hanks S. and Chandler G. (1994). Patterns of functional specialization in emerging high-tech firms. *Journal of Small Business Management*, 32, pp. 23-36.
- Hemer J. (2011). A Snapshot on Crowdfunding. *Working papers firms and region*, R2/2011
- Hoyos J. y Blanco A.(2014). Financiación del proceso emprendedor. Pirámide.

- Hussain J., Millman C. and Matlay H. (2006). SME financing in the UK and in China: A comparative perspective. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13, pp. 584–599.
- Jaworski, J. (2012). Demand For Financial Information In Small Business Management. Empirical Study. " *e-Finanse*", 8, 3, pp. 10-25.
- Jayawarna D., Woodhams, C. and Jones O. (2012). Gender and alternative start-up business funding. *Competition and Change*, 16(4), pp. 303-322
- Kerr, W., & Nanda, R. (2009). *Financing constraints and entrepreneurship*. WP n° 15498. National Bureau of Economic Research.
- Kirby D. A. (2004). Entrepreneurship education: Can business schools meet the challenge? *Education & Training*, 46,(8), pp. 510-519.
- Korosteleva J. and Mickiewicz T. (2011). Start-up financing in the age of globalization. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47, 3, pp. 23-49.
- Krasniqi B. A. (2010). Are small firms really credit constrained? empirical evidence from kosova. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 6(4), pp. 459-479.
- Lamothe Fernandez, P. (2009). “Las consecuencias de la crisis en el sector financiero español. Especial referencia a las Cajas de Ahorros”. Boletín de Estudios Económicos n° 198. Universidad de Deusto.
- Lessem R. (1989). Global management principles. *Prentice Hall*.
- Lopez R. (2009). “La Emisión de Cuotas Participativas”. *Papeles de Economía Española*, n° 122, Crisis y Regulación Financiera. Fundación de las Cajas de Ahorros, pp. 223-225.
- Lüthje C. and Franke N. (2003). The 'making' of an entrepreneur: testing a model of entrepreneurial intent among engineering students at MIT. *R&D Management*, 33, 2, pp. 135-147.
- Magri S. (2009). The financing of small entrepreneurs in Italy. *Annals of Finance*, 5, 3-4, pp. 397-419.

- Manzanera A. (2010). Finanzas para emprendedores. Deusto.
- Maravall F. Glavan S. y Analistas Financieros Internacionales. (2009). Eficiencia y concentración del sistema bancario español, *Estudios de la Fundación FUNCAS*, serie Análisis, 41, pp.104-114.
- Martin Cabiedes L. (2015). ¿Tienes una startup? todas las claves para conseguir financiación. *Gestión 2000*.
- McFadden D. (1974). The measurement of urban travel demand. *Journal of public economics*, 3(4), pp. 303-328.
- Mendez Alvarez-Cedron, J.M. y Pereira Rodriguez, J.J. (2009). “La Reforma del Régimen Jurídico de los Recursos Propios de las Entidades de Crédito, su Impacto en las Cajas de Ahorros”. *Papeles de Economía Española* nº 122, Crisis y Regulación Financiera. Fundación de las Cajas de Ahorros, pp. 206-222.
- Miller D. and Friesen P. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30, pp. 1161–1183.
- Moroy Hueto F. (1993). “Consumos de Capital en las Operaciones de Clientela. Nueva Normativa”, Aula de Banca de la ESTE (Universidad de Deusto-San Sebastián), edición 1993. *Ed. Maestre-Ediban*, pp. 148-193.
- Mullins J. (2014). The Customer-Funded Business. *John Wiley and Sons*.
- Oosterbeek H., van Praag M. and Ijsselstein A. (2010). The impact of entrepreneurship education on entrepreneurship skills and motivation. *European Economic Review*, 54, pp. 442-454.
- Peterman N. and Kennedy J. (2003). Enterprise Education: influencing students' perceptions of entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 28, 2, pp. 129-144.
- Rasmussen E. and Sorheim R. (2006). Action-based entrepreneurship education. *Technovation*, 26, pp. 185-194.
- Riding A., Orser B. and Chamberli T. (2012). *Venture Capital*, Vol. 14, nº 2–3, pp. 199–214.

- Ries E. (2012). *El Método Lean Startup*. Deusto.
- Salas, V. y Saurina J. (2003). Deregulation, market power and risk behavior in Spanish Banks. *European Economic Review*, 47,6, pp. 1061-1075.
- Sarriá J.H. y Ramos-Juste J. (2013) MARF: Oportunidades para PYMES y perspectiva para inversores. Departamento de Investigación WP-2013-1013-GR del IEB (Instituto de Estudios Bursátiles).
- Sena V., Scott J. and Roper S. (2012). Gender, borrowing patterns and self-employment: Some evidence for England. *Small Business Economics*, 38(4), pp. 467-480.
- Shane S. (2012). The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures. *The Quarterly Journal of Finance*, 2, 2.
- Skoufias E., Leite, P. and Narita R. (2013). Expanding Microfinance in Brazil: Credit Utilisation and Performance of Small Firms. *The Journal of Development Studies*, 49, 9, pp. 1256-1269.
- Soley Sans J, Y Rahnema A, (2008). *Basilea II – Una nueva forma de relación Banca-Empresa*. Ed. *McGraw Hill*.
- Stucki T. (2013). Success of start-up firms: the role of financial constraints. *Industrial and Corporate Change*, 23, 1, pp. 25–64.
- Timmons J. A. (1989). *The entrepreneurial mind*. Andover: BrickHouse Publishing.
- Uzzi B. and J.J. Gillespie. (1999). Interfirm relationships and the firm's financial capital structure: The case of the middle market. *Research in the Sociology of Organizations*, 16, pp. 107-126.
- Wang C.K. and Wong P. (2004). Entrepreneurial interest of university students in Singapore. *Technovation*, 24, pp. 163-172.
- Xiao L. (2011). Financing high-tech SMEs in China: A three-stage model of business development. *Entrepreneurship and Regional Development*, 23, 3-4, pp 217-234.
- Xiao L. and North D. (2012). Institutional transition and the financing of high-tech SMEs in China: A longitudinal perspective. *Venture Capital*, 14, 4, pp. 269-287.

Zorita E. (2015). Plan de Negocio. ESIC