

VI. LAS BASES ECONÓMICO-FINANCIERAS
DEL ECOSISTEMA

En este capítulo se va a acometer un análisis económico-financiero de las empresas participantes en la encuesta en forma agregada. Tal como se comentó anteriormente, las empresas que respondieron a la encuesta fueron 100. Sin embargo, para este análisis únicamente se han considerado 90 empresas debido a las limitaciones de la fuente utilizada. Los datos analizados en esta parte del trabajo han sido obtenidos a partir de SABI Bureau van Dijk Database (Iberian Balance Sheet Analysis System), plataforma muy útil para obtener datos financieros. La principal fuente de datos que utiliza SABI son los registros mercantiles de España y Portugal, no obstante, aunque las empresas y entidades mercantiles están obligadas a presentar la información en dichas entidades públicas, existen algunas (por ejemplo, las asociaciones) que no están obligadas.

Dado que en la muestra inicial existían varias asociaciones o entidades sin ánimo de lucro, no fue posible conseguir la información económico-financiera de las mismas a partir de SABI dado que este tipo de entidades no tienen obligación de hacerlo. Por otro lado, cabe indicar que 12 de las empresas de la muestra se extinguieron durante el horizonte temporal analizado (2018-2022), mientras que 2 entraron en liquidación (Cuadro 6.1).

Cuadro 6.1. Características descriptivas de las compañías analizadas

Tamaño	
Micro	67
Pequeña	19
Mediana	4
Actividad	
Crédito	30
Inversión	25
Medios de pago	17
Servicios	13
Insurtech	5
Total general	90

El horizonte temporal analizado, que abarca desde 2018 hasta el año 2022, fue seleccionado teniendo en cuenta el año en el que se realizó la encuesta (2020). Se consideró interesante contextualizar la encuesta en relación con esos años cercanos que, además, incorporaban las implicaciones de la pandemia del COVID-19.

El análisis económico-financiero llevado a cabo se ha centrado en el análisis de las siguientes ratios económico-financieras: ratio de liquidez, ratio de endeudamiento, rentabilidad económica (ROA) y rentabilidad financiera (ROE). Entre los datos recogidos en SABI para el cálculo de las ratios indicadas nos hemos encontrado con un número significativo de valores faltantes. Estas ausencias de valores son justificables en algunos casos, puesto que son empresas que desaparecieron o se crearon durante el periodo de estudio y, lógicamente, sus ratios no computaron en los cálculos del sector.

Sin embargo, se detectaron bastantes ausencias que no tenían esa justificación, por lo que se procedió a imputar sus valores a partir de los valores conocidos, de forma que su ausencia no produjese alteraciones importantes en las ratios finales calculados. El método de imputación aplicado fue “*predictive mean matching*”, que realiza la imputación sustituyendo el dato ausente con un promedio de los valores de empresas de características más próximas.

Aunque, *a priori*, también se consideró el análisis de la eficiencia de las compañías mediante algunas ratios ya calculadas en la plataforma SABI (ingresos de explotación por empleado, costes de trabajadores/ingresos de explotación, beneficio por empleado, etc.), finalmente no fue posible por la gran cantidad de datos faltantes (muy superior a los casos indicados anteriormente). Si finalmente hubiéramos considerado esta variable de eficiencia en nuestro análisis, la muestra se habría reducido en mayor medida, aspecto que nos llevó a descartar el estudio de la misma en el presente informe.

El análisis de los resultados se realizará considerando la distribución de las diferentes variables seleccionadas, las medidas de posición y los estadísticos descriptivos de las mismas. Asimismo, dado que gran parte de las distribuciones analizadas presentan un comportamiento asimétrico por la presencia de valores extremos o *outliers*, se ha considerado apropiado estudiar los valores presentados por la media y la mediana. Sin duda, esta última proporciona una mejor medida de tendencia central cuando se da esta circunstancia.

1. UN SECTOR EMERGENTE CON TENDENCIA A LA LIQUIDEZ

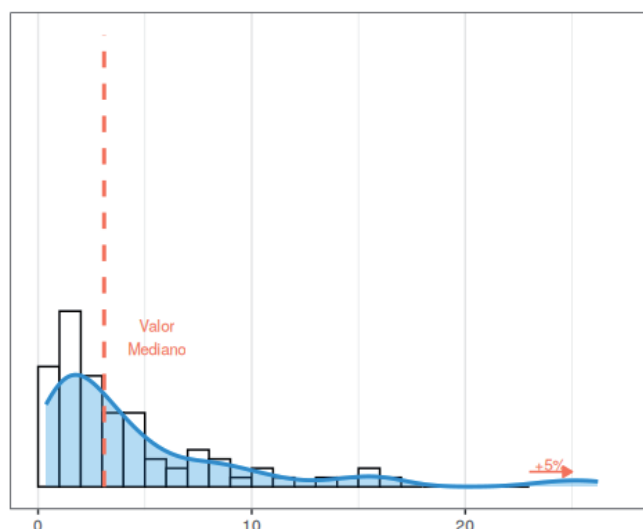
El análisis del equilibrio a corto plazo muestra la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas con vencimiento inferior a un año. Entre las ratios que se utilizan para acometer este análisis se ha procedido a elegir la ratio de liquidez general, también conocido como ratio de liquidez corriente, que mide la capacidad de una empresa para cumplir con sus obligaciones a corto plazo utilizando activos corrientes. Es recomendable que la ratio de liquidez (que se calcula dividiendo el activo corriente entre el pasivo corriente) tome un valor superior a 1, lo que significa que la empresa cuenta con sufi-

cientes recursos para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, indicativo de buena estabilidad financiera.

En un estudio más detallado convendría profundizar en la composición del activo corriente, el que cuál puede resultar de gran utilidad de cara a conocer si está representado mayoritariamente por existencias o, por tesorería, lo que sería indicativo de una composición mucho más líquida.

El Gráfico 6.1 muestra que la mediana de los valores presentados por la ratio de liquidez general para el horizonte temporal analizado toma un valor próximo a 3 (concretamente, 3,09) lo cual es indicativo de un grado de liquidez algo superior al recomendado por la literatura financiera. Es decir, el 50% de las compañías analizadas presentan un valor de liquidez general inferior a 3, mientras que el resto toman un valor superior a 3. En este segundo caso, es decir, las que toman un valor superior a 3 están muy poco concentradas pudiéndose observar que un grupo importante de las mismas se encuentran muy alejadas de la zona donde se encuentra la mediana.

Gráfico 6.1. **Distribución de los valores medios de la variable liquidez general**



Fuente: elaboración propia a partir de los valores de SABI.

El Cuadro 6.2 se muestran las medidas de posición presentadas por las compañías Fintech para la ratio de liquidez atendiendo al tamaño y al sector de actividad. En el primer caso, se observa que el valor de la mediana es superior para las empresas de menor tamaño (3,45), mientras que los valores presentados por las empresas pequeña y mediana son 1,93 y 1,18 respectivamente. Atendiendo a los valores recomendados por la literatura, una ratio de liquidez entre 1,5 y 2 se considera una buena cifra para las empresas de servicios, por lo que todo parece indicar que, salvo las empresas micro, el resto de las compañías de la muestra se ajustan a lo indicado por la ortodoxia financiera.

Cuadro 6.2. Medidas de posición para la variable ratio de liquidez general

Tamaño	Mínimo	p ₅	C ₁	Mediana	C ₃	p ₉₅	Máximo
Micro	0,38	0,57	1,18	3,45	8,90	31,89	710,42
Pequeña	0,73	0,74	1,13	1,93	3,78	15,94	15,94
Mediana	0,98	0,98	0,98	1,18	3,18	3,28	3,30
Actividad	Mínimo	p ₅	C ₁	Mediana	C ₃	p ₉₅	Máximo
Crédito	0,38	0,56	1,04	3,09	5,9	18,37	79,52
Inversión	0,66	0,75	2,43	4,42	12,07	25,91	710,42
Medios de pago	0,88	0,96	1,20	2,94	11,14	58,08	189,52
Servicios	0,47	0,50	0,98	2,29	3,3	18,09	26,67
Insurtech	0,79	0,86	1,41	2,87	4,44	29,03	37,11
Total general	0,38	0,66	1,18	3,09	7,7	26,48	710,42

Fuente: elaboración propia a partir de los valores de SABI.

Según el sector de actividad las empresas de inversión y crédito presentan ratios de liquidez excesivamente altos (valores de mediana de 4,42 y 3,09 respectivamente). *A priori*, ratios de liquidez tan altos se consideran excesivos, dado que se entiende que la empresa está acumulando un exceso de recursos líquidos que podrían ser invertidos en proyectos que generasen retornos. Sin embargo, lo ideal sería analizar los casos concretos, a fin de identificar su origen, ya sea debido a una estrategia específica de la empresa o a una acumulación de un exceso de efectivo.

El Cuadro 6.3 refleja que la muestra presenta una ratio de liquidez por encima de los valores recomendados para la práctica totalidad de los casos estudiados cuando se analizan los valores promedio. Asimismo, se puede observar que el dato de la media se encuentra bastante alejado de la mediana, al tratarse de una distribución asimétrica que contiene un número importante de valores atípicos. Por otro lado, se aprecia que las empresas analizadas presentan una mayor ratio según va disminuyendo el tamaño de las mismas, dado que los valores promedio de las empresas medianas, pequeñas y micro son 2,16, 3,37 y 15,23, respectivamente. También se observa que las compañías presentan un valor promedio más alto en el año 2020, mientras que en fechas más recientes alcanzan valores más bajos. Tal como se ha comentado anteriormente, no es recomendable que la ratio de liquidez general tome valores muy altos, dado que puede ser indicativo de un uso ineficiente de recursos. Atendiendo a esto, *a priori*, serían mejores valores los presentados en los años 2021 y 2022.

Atendiendo al tipo actividad desarrollada por la empresa, se observa que las compañías que forman parte del grupo de crédito, insurtech y servicios toman valores en torno a 4, presentando los mejores valores recomendados para la ratio de liquidez general,

si se comparan con los obtenidos por los otros grupos. Considerando las desviaciones típicas, se observa que los valores están bastante concentrados en torno a la media en el caso de los sectores crédito, inversión e insurtech. Sin embargo, para los sectores medios de pago y servicios, los valores presentando por las desviaciones típicas expresan mayor dispersión.

Cuadro 6.3. Estadísticos descriptivos de la variable ratio de liquidez general

Tamaño	Valores promedio por año					Horizonte temporal 2018-2022			
	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Micro	10,82	17,09	35,36	6,26	6,59	15,23	76,42	7,23	53,98
Pequeña	4,34	3,71	3,16	2,90	2,74	3,37	4,84	1,66	1,12
Mediana	2,26	1,65	1,76	2,99	2,14	2,16	1,54	0,29	-2,24
Actividad	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Crédito	6,71	3,31	3,05	4,12	3,64	4,17	7,40	4,15	17,41
Inversión	18,11	7,28	76,78	8,25	4,77	4,27	4,61	4,61	20,07
Medios de pago	3,36	48,91	11,30	4,95	7,89	23,04	22,19	3,29	9,71
Servicios	2,46	4,11	4,60	3,69	8,25	15,28	45,88	2,2	3,94
Insurtech	9,76	2,91	2,07	2,57	4,06	4,62	8,10	1,33	-0,14
Total general	8,95	13,46	26,58	5,35	5,48				

Fuente: elaboración propia a partir de los valores de SABI.

En definitiva, las compañías presentan unos valores excesivamente altos si se compara con lo recomendado en los estándares financieros. Sin embargo, la elevada dependencia de estas empresas de las rondas de financiación como principal mecanismo para captar capital externo, como tendremos ocasión de comprobar, podría justificar estos valores tan altos. Cerrar una ronda de financiación significa que la empresa ha conseguido dinero de inversores para financiar su crecimiento, lo que se traduce en un aumento significativo del efectivo disponible. Este hecho tiene un efecto claro sobre las ratios de liquidez que pasarían a tomar las cifras tan elevadas que hemos podido observar.

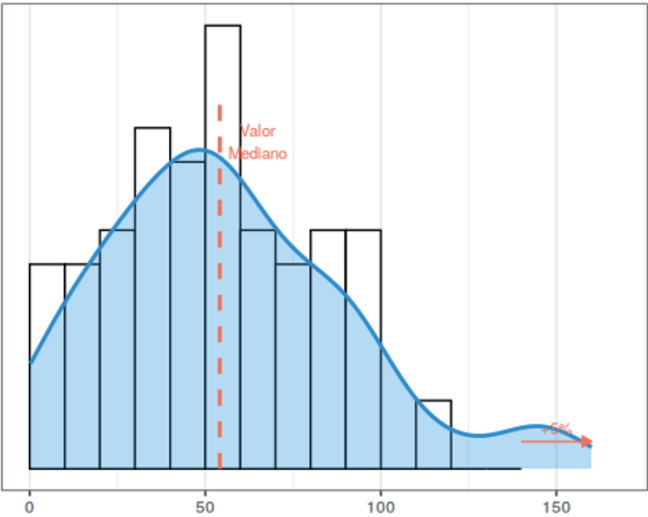
2. APALANCAMIENTO SECTORIAL

El análisis de endeudamiento muestra la relación entre la financiación ajena de la empresa y sus fondos propios. Expresa cuántos recursos ajenos utiliza la empresa por cada unidad de fondos propios y también su grado de apalancamiento. Los sectores

más orientados a servicios o con menores necesidades de inversión en activos, habitualmente presentan valores relativamente bajos de la ratio de endeudamiento, siendo generalmente aceptados valores entre el 30% y el 70%.

En el Gráfico 6.2 se observa el histograma de la distribución de los datos presentados por la variable endeudamiento. La imagen muestra una distribución asimétrica sesgada a la derecha, indicando la presencia de valores altos extremos. La mayor concentración de los datos se produce en los rangos bajos o intermedios y la mediana de la distribución se corresponde con un valor superior a 50. Al tratarse de una distribución sesgada utilizamos la mediana como indicador de la tendencia central.

Gráfico 6.2. **Distribución de los valores medios de la variable endeudamiento**



Fuente: elaboración propia a partir de los valores de SABI.

Observando los valores presentados por las empresas medianas vemos que los mismos están bastante concentrados cerca del máximo valor (98,37%) y se podría afirmar que la mayoría de las observaciones se encuentran próximos al mismo. No ocurre lo mismo con los valores presentados por el endeudamiento para el caso de las empresas pequeñas (Cuadro 6.4).

Por otro lado, se observa que los valores presentados por las compañías pequeñas tienen un rango mucho mayor (los datos presentan una gran variabilidad). Además, aunque la mediana está en 53,29%, el valor máximo es mucho más alto (861,67%), lo que sugiere que un número importante de datos se desvían mucho de los valores presentados por la mayoría. En el caso de las empresas micro se observa un valor de mediana similar a las pequeñas (en torno al 53%). La diferencia estriba en que en las compañías micro el valor máximo es muy superior, indicativo de que los datos son muy dispersos. En consecuencia, existe una presencia clara de *outliers* (distribución claramente sesgada).

Cuadro 6.4. Medidas de posición para la variable ratio endeudamiento (expresada en %)

Tamaño	Mínimo	p ₅	C ₁	Mediana	C ₃	p ₉₅	Máximo
Micro	0,25	4,99	30,56	53,16	82,10	147,96	3510,21
Pequeña	5,22	15,98	39,43	53,29	82,41	212,93	861,67
Mediana	22,02	27,06	47,21	83,24	98,37	98,37	98,37
Actividad	Mínimo	p ₅	C ₁	Mediana	C ₃	p ₉₅	Máximo
Crédito	0,25	3,89	46,5	65,23	88,02	203,09	861,67
Inversión	5,22	12,31	25,65	37,26	61,78	134,64	924,96
Medios de pago	13,57	21,28	54,66	62,51	88,37	154,93	195,57
Servicios	4,44	18,51	40,18	55,8	68,48	146,57	150,28
Insurtech	2,62	7,88	24,58	39,88	73,35	108,59	118,00
Total general	0,25	5,35	32,47	54,11	85,42	167,39	924,96

Fuente: elaboración propia a partir de los valores de SABI.

En términos de actividad, las categorías Medios de pago e Insurtech parecen estar más concentradas y con una menor dispersión, la categoría Inversión muestra una gran dispersión debido a los valores extremos que influyen fuertemente en los resultados presentados por las medidas de posición.

Según el valor presentado por la mediana para el conjunto de la muestra (54,11%), parece razonable afirmar que las empresas Fintech tienen más de la mitad de sus activos financiados por deuda, presentando una dependencia financiera significativa. Aunque es importante comparar el valor de esta ratio con los promedios del sector, *a priori*, el valor presentado sugiere un cierto nivel de riesgo, aunque no se trata de un dato alarmante. Si la empresa está generando suficiente flujo de caja y cuenta con una gestión adecuada, se podría considerar esa deuda como palanca para el crecimiento.

Las microempresas y las empresas medianas presentan valores de endeudamiento algo altos (73,37% y 62,71% respectivamente), debido a que su deuda es bastante superior al capital propio (Cuadro 6.5). El caso más llamativo es el de las empresas pequeñas: en este grupo están asumiendo en promedio un nivel de endeudamiento del 104,91%. Este valor indica que la empresa tiene más deuda que capital propio, lo que implica que las compañías están altamente apalancadas (es decir, que están utilizando un elevado nivel de deuda para financiar su actividad, en lugar de usar capital propio). En consecuencia, este nivel de apalancamiento financiero podría generar mayores rendimientos si la empresa usara los fondos de forma eficiente, pero, al mismo tiempo, estaría aumentando significativamente el riesgo financiero.

Cuadro 6.5. Estadísticos descriptivos de la variable endeudamiento (%)

Tamaño	Promedios anuales					Periodo 2018-2022			
	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Micro	95,05	91,25	53,58	62,00	64,97	73,37	115,24	5,35	30,57
Pequeña	85,14	89,41	88,45	166,01	95,56	104,91	198,44	3,55	11,84
Mediana	58,99	63,40	77,31	53,52	60,33	62,71	40,54	-0,37	-1,97
Actividad	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Crédito	88,36	138,83	89,04	90,09	99,79	101,22	172,30	4,17	17,77
Inversión	88,72	56,28	116,89	54,70	74,60	78,24	700,57	4,6	18,5
Medios de pago	109,52	70,97	82,08	46,85	50,71	72,03	67,89	1,26	1,27
Servicios	75,76	61,91	51,41	49,66	46,41	57,03	58,70	0,98	0,19
Insurtech	92,55	42,42	78,25	40,26	35,79	57,85	61,25	0,41	-1,59
Total general	91,09	84,70	89,56	62,60	71,79				

Fuente: elaboración propia a partir de los valores de SABI.

El análisis temporal sugiere que el nivel de endeudamiento presentado por el sector se encuentra en el intervalo comprendido entre el 60% y 90% aproximadamente. Asimismo, cabe destacar que los valores más bajos se corresponden con los últimos años estudiados, por lo que posiblemente estas compañías estén reduciendo progresivamente sus niveles de deuda en la medida en la que alcanzan un mayor grado de madurez en el mercado.

En términos de actividad, dentro del Fintech español solamente las empresas del sector crédito presentan un valor promedio superior al 100%, mientras que en el otro extremo se encuentran las empresas que forman parte del sector insurtech y servicios, las cuáles arrojan valores en torno al 57%.

El hecho de que, en general, las empresas que conforman el sector Fintech presenten altos niveles de endeudamiento, puede obedecer a la naturaleza de su modelo de negocio y a necesidad de establecer un crecimiento rápido. Sin embargo, este apalancamiento también conlleva riesgos financieros, por lo que es recomendable que las empresas Fintech gestionen cuidadosamente su nivel de deuda para mantener su estabilidad a largo plazo.

En síntesis, son llamativos los altos ratios endeudamiento y apalancamiento financiero que presentan las compañías analizadas. Esto puede ser debido a que muchas rondas de financiación están basadas en endeudamiento (en vez de en “equity”) a partir de préstamos convertibles. Pese a que lo habitual es que este tipo de productos financieros

híbridos estén diseñados para convertirse en acciones en el futuro y, por tanto, no se asimilan a una operación financiera en sentido estricto, hay que subrayar que acabarán teniendo un impacto muy alto en el pasivo de la empresa. En consecuencia, el impacto en el balance se reflejará en un incremento simultáneo del activo (debido al crecimiento del efectivo o equivalentes de efectivo), y en el pasivo (aunque se trata de financiación que, inicialmente, no contempla devolución).

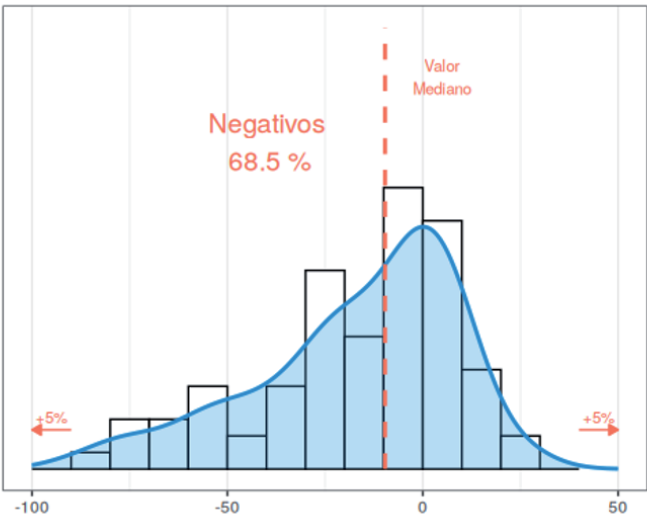
3. LOS PROBLEMAS DE RENTABILIDAD EN UN ECOSISTEMA JOVEN

En este apartado se estudia la rentabilidad de las compañías de la muestra Fintech de nuestro informe, aspecto clave para evaluar la salud financiera de una empresa. Específicamente, se llevará a cabo el análisis del ROA (Rentabilidad sobre los Activos) y del ROE (Rentabilidad sobre el Patrimonio).

Rentabilidad Económica/Rentabilidad sobre Activos (ROA)

La ratio de rentabilidad económica (ROA) se calcula como el EBIT (*Earnings before interests and taxes*) dividido por el activo total. En el cálculo de la rentabilidad económica no influye la fuente de financiación de la empresa, por tanto, no se diferencia entre recursos propios o ajenos. Con esta ratio se puede conocer si la empresa está utilizando sus recursos de manera eficiente para generar beneficios, asimismo es muy útil para comparar empresas dentro de la misma industria sin considerar la estructura financiera.

Gráfico 6.3. Distribución de los valores medios de la ratio de rentabilidad económica (ROA)



Fuente: elaboración propia a partir de SABI.

En el Gráfico 6.3 se puede observar que el 50% de los valores del ROA se encuentran por debajo de $-9,66$, mientras que el otro 50% se encuentra por encima de este valor. El primer cuartil está por debajo de la mediana, lo que sugiere que hay una cierta concentración de datos en valores negativos bajos. En consecuencia, la distribución presenta una cola a la izquierda con datos sesgados hacia valores negativos bajos, mientras que la parte superior de los datos (es decir, por encima de la mediana) está más concentrada o menos dispersa.

A partir de este análisis se puede observar que la mayoría de las empresas analizadas están teniendo dificultades para generar rentabilidad con sus activos. Específicamente, solo un 31,5% muestran valores positivos, lo que indica que solo una minoría está logrando la eficiencia en el uso de sus activos.

En general, y a partir de las medianas negativas, se observa que en la mayoría de los casos los valores predominantes tienden a ser negativos (Cuadro 6.6). En el caso de las microempresas se observa menos variabilidad y mejores valores en comparación con las empresas pequeñas y medianas. En el caso de los valores presentados por la variable mediana para todos los grupos se puede observar que la mayoría de las compañías presentan valores negativos, aunque el cuartil 3 y el percentil 95 sugieren que hay algunos valores positivos.

Cuadro 6.6. **Medidas de posición para la variable ROA (expresada en %)**

Tamaño	Mínimo	P ₅	C ₁	Mediana	C ₃	P ₉₅	Máximo
Micro	-2,63	-2,63	-2,63	-2,35	7,15	9,74	10,39
Pequeña	-149,50	-106,60	-27,28	-9,07	7,19	72,34	92,27
Mediana	-1.272,00	-83,66	-44,03	-14,63	0,10	18,85	36,03
Actividad	Mínimo	P ₅	C ₁	Mediana	C ₃	P ₉₅	Máximo
Crédito	-149,50	-58,55	-28,67	-20,37	-0,75	25,44	92,27
Inversión	-1.272,00	-108,44	-41,90	-12,78	3,01	24,89	71,29
Medios de pago	-89,06	-78,32	-36,21	-17,30	-2,21	3,27	6,59
Servicios	-194,69	-99,44	-12,78	-2,58	8,39	17,20	36,37
Insurtech	-78,25	-59,18	-1,50	0,84	6,36	28,99	36,03
Total general	-1.272,00	-98,23	-36,21	-9,66	3,29	27,77	92,27

Fuente: elaboración propia a partir de SABI.

Según el sector de actividad, se observa que las empresas de inversión y crédito son las presentan mayor dispersión y valores extremos negativos. Las compañías del sector insurtech son las únicas que presentan una mediana positiva (aunque prácticamente nula), sugiriendo así que es el grupo más rentable.

En términos descriptivos, el Cuadro 6.7 evidencia que, atendiendo al tamaño, el grupo de empresas medianas es el que presentan un valor promedio más alto. Las empresas pequeñas presentan un promedio negativo (-10,06), aunque en menor magnitud que las empresas micro, que presentan el peor desempeño en términos de ROA. Asimismo, la desviación típica y la *curtosis* de las compañías micro responden a valores muy altos (212,93 y 56,57), signo de una gran inestabilidad financiera como consecuencia de pérdidas significativas.

Cuadro 6.7. Estadísticos descriptivos de la variable ROA (expresada en %)

Tamaño	Valores promedio por año					Horizonte temporal 2018-2022			
	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Micro	-54,93	-37,97	-91,07	-12,35	-11,46	-41,56	212,93	-7,39	56,57
Pequeña	-38,05	-10,51	-2,98	4,65	-3,40	-10,06	23,39	-0,63	1,19
Mediana	5,33	6,34	3,71	6,23	-5,90	3,14	3,50	0,36	-2,12
Actividad	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Crédito	-35,01	-12,65	-16,26	-17,09	-4,56	-17,11	48,35	-0,51	3,55
Inversión	-64,76	-67,22	-195,86	-4,62	-13,48	-69,19	272,08	-4,44	19,03
Medios de pago	-30,52	-44,02	-20,52	-2,20	-17,22	-22,90	60,48	-0,9	-0,47
Servicios	-74,88	13,74	-4,10	-5,75	-1,74	-14,54	93,52	-2,3	5,04
Insurtech	-64,76	-67,22	-195,86	-4,62	-13,48	-6,08	45,24	-0,91	-0,59
Total general	-48,24	-29,94	-66,92	-7,65	-9,31				

Fuente: elaboración propia a partir de SABI.

Asimismo, se observa que el promedio del ROA es negativo para todos los sectores analizados. Las compañías que forman parte del sector inversión son las más volátiles y con un peor desempeño. Por otro lado, el sector Insurtech muestra mayor estabilidad, aunque sigue presentando valores negativos. Atendiendo a los datos presentados se observa que 2020 fue el peor año, posiblemente por la pandemia y su impacto en el mercado. Los años 2021 y 2022 muestran una leve recuperación.

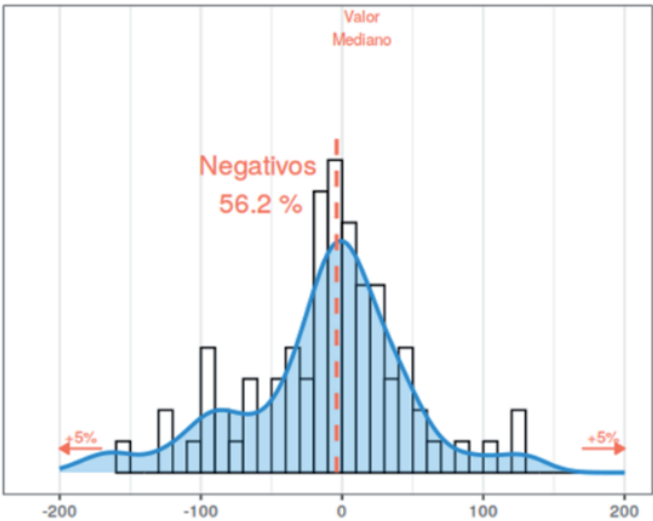
Rentabilidad Financiera/Rentabilidad sobre Recursos Propios (ROE)

El ROE se calcula mediante el cociente entre el Beneficio Neto y los Recursos Propios e indica el coste de oportunidad de los fondos que los accionistas mantienen invertidos en la empresa y la posibilidad de comparar con inversiones alternativas. El valor del ROE proporciona una información interesante acerca de lo eficiente que

es la empresa de cara a generar beneficios a partir de sus activos totales. Si su valor es alto podríamos afirmar que la compañía está utilizando eficientemente sus activos para generar beneficios, es decir, que está generando una buena rentabilidad para sus accionistas en relación con el capital que han invertido. Sin embargo, cabe señalar que un valor de ROE excesivamente alto tampoco es algo necesariamente positivo, dado que la compañía podría estar asumiendo algunos riesgos (por ejemplo, generar beneficios a costa de un apalancamiento alto) que podrían afectar a la supervivencia a largo plazo.

El Gráfico 6.4 pone de relieve que la mayoría de los valores presentando por el ROE en las compañías analizadas son negativos o bajos. La mediana, marcada por una línea discontinua, se encuentra justo debajo del 0, lo cual sugiere que al menos el 50% (concretamente, un 56,2%) de los valores presentados por el ROE son negativos o cercanos a cero. Asimismo, se aprecia una distribución con colas a ambos lados. Existen valores extremos tanto positivos como negativos, aunque están más concentrados en el rango entre -100 y +100. Por último, también se observa que la parte izquierda de la distribución es más pronunciada, lo que sugiere que los valores de ROE negativos son más frecuentes que los positivos.

Gráfico 6.4. **Distribución de los valores medios de la ratio de rentabilidad económica (ROE)**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de SABI.

Atendiendo a las medidas de posición se observa que conforme aumenta el tamaño de las empresas empeora el ROE; de hecho, según la mediana, las empresas medianas tienen el peor desempeño (Cuadro 6.8). En el caso de las microempresas se observa una alta dispersión con casos extremos, pese a que la mediana presenta el mejor valor de los tres grupos.

Cuadro 6.8. Medidas de posición para la variable ROE (expresada en %)

Tamaño	Mínimo	p ₅	C ₁	Mediana	C ₃	p ₉₅	Máximo
Micro	-2.677,08	-294,02	-40,57	-3,89	22,59	559,65	1.508,67
Pequeña	-121,85	-105,93	46,06	-11,64	25,47	89,61	129,86
Mediana	-94,86	-94,86	-94,86	-49,34	9,78	38,74	45,98
Actividad	Mínimo	p ₅	C ₁	Mediana	C ₃	p ₉₅	Máximo
Crédito	-1.402,88	-205,90	-66,00	-16,90	24,80	453,70	1.508,67
Inversión	-157,75	-115,06	-35,76	-3,89	29,26	34,56	407,90
Medios de pago	-2.677,08	-791,32	-94,86	-6,69	-1,78	22,64	38,99
Servicios	-2.677,08	-749,95	-31,11	-5,75	36,02	109,10	129,12
Insurtech	-0,09	0,61	4,12	9,34	39,19	456,40	592,26
Total general	-2.677,08	-205,90	-42,10	-3,89	25,00	199,40	1.508,67

Fuente: elaboración propia a partir de SABI.

Sectorialmente las empresas Insurtech son las que presentan los mejores valores (el único con una mediana positiva), seguido por las de Inversión. Los sectores Crédito y Medios de Pago muestran mayor volatilidad con una importante presencia de valores negativos. No obstante, aunque en el sector Crédito predominan las rentabilidades negativas, algunas compañías obtienen valores de ROE muy altos.

Cuadro 6.9. Estadísticos descriptivos de la variable ROE (expresada en %)

Tamaño	Valores promedio por año					Horizonte temporal 2018–2022			
	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Micro	-153,17	22,43	64,93	-12,79	-3,21	-16,36	626,10	-3,40	27,79
Pequeña	-63,52	-47,23	23,96	6,95	25,51	-10,86	121,82	0,18	-0,41
Mediana	-36,26	24,52	50,43	-135,34	-13,91	-22,11	134,25	0,21	-2,06
Actividad	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio	Desv. Típica	Asimetría	Curtosis
Crédito	-72,48	-38,06	134,87	-8,44	16,84	6,55	592,80	0,43	7,76
Inversión	3,81	17,34	74,15	59,97	-0,48	30,96	240,01	2,37	5,29
Medios de pago	-573,74	51,18	-55,13	-106,31	-37,15	-144,23	511,48	-3,33	9,88
Servicios	21,40	24,46	15,32	-64,46	36,29	6,60	187,31	-3,32	9,86
Insurtech	37,44	20,16	15,09	8,34	-2,67	15,67	36,88	1,34	-0,11
Total general	-127,32	7,32	42,32	2,87	-14,45				

Fuente: elaboración propia a partir de SABI.

La rentabilidad financiera del Fintech español presenta resultados poco alentadores en general. El valor promedio del sector se encuentra en torno al -17% , lo que nos indica que, por cada euro invertido por los accionistas, la empresa estaría perdiendo 17, en consecuencia, está destruyendo valor para sus propietarios.

En cuanto a la tendencia de los resultados del ROE para el horizonte temporal estudiado se observa que el primer ejercicio (año 2018) es el que presenta los peores resultados ($-127,32\%$), aunque el ejercicio 2022 también presenta un ROE negativo, los valores se encuentran muy por encima de los presentados en 2018. El ejercicio 2020 es el que presenta los mejores valores ($42,32\%$), por lo que todo parece indicar que la crisis generada por el COVID-19 pudo suponer una interesante oportunidad para este grupo de compañías.

Las empresas medianas presentan los peores resultados, dado que arrojan un valor de ROE promedio de un $-22,11\%$ para todo el periodo. Asimismo, en el ejercicio 2020 el conjunto del sector Fintech obtuvo buenos resultados, con ROE de $64,93\%$, $23,96\%$ y $50,43\%$ para las compañías que forman parte del grupo de las micro, pequeñas y medianas empresas respectivamente. Asimismo, el valor de la desviación típica en el caso de las empresas micro, pone de manifiesto una alta dispersión entre los valores de ROE de las empresas de ese tamaño.

Atendiendo a los distintos sectores en los que opera el sector Fintech se puede observar una clara diferencia entre ellos. Mientras el sector medios de pago ofrece unos resultados de ROE muy negativos (un valor medio de $-144,23\%$ para el horizonte temporal estudiado), el resto de grupos arrojan unos resultados de ROE positivos. Específicamente, el sector que aglutina a las Fintech cuya actividad principal es la inversión ofrece unos resultados medios de $30,96\%$. Asimismo, el sector de crédito y el sector medios de pago presentan datos de desviaciones típicas muy altos, informando de nuevo de la fuerte dispersión de dichos grupos.

Concluyendo, durante estos primeros periodos es habitual que las empresas no sean rentables dado que necesitan acometer importantes inversiones para poder operar mientras que el retorno de las mismas no se percibe en el corto plazo. Este hecho queda confirmado con los resultados obtenidos en nuestro análisis en el que se muestra que los valores de ROA y ROE son prácticamente negativos para la mayor parte de los casos. Este resultado puede explicarse por la composición de la muestra analizada, con empresas en sus primeras etapas que afrontan elevados niveles de inversión inicial y escasa generación de ingresos. Atendiendo a lo indicado, se puede afirmar que resulta crucial considerar la etapa en la que se encuentra la compañía, así como el modelo de negocio de la misma a la hora de evaluar los indicadores de rentabilidad.

4. PARTICULARIDADES ECONÓMICO-FINANCIERAS DEL ECOSISTEMA

El análisis esbozado en los epígrafes anteriores sugiere que es preciso contextualizar e interpretar los resultados obtenidos considerando las características particulares de las empresas que conforman nuestra muestra.

El Cuadro 6.10, muestra la vida o duración media de las compañías analizadas en el presente trabajo, aspecto que consideramos clave para el análisis de la situación económica-financiera de las mismas. En torno al 60% de las empresas que conforman la muestra tienen menos de 8 años. Atendiendo a este resultado, así como al hecho de que estudiamos empresas Fintech, se deduce que en la mayor parte de los casos se trata de *startups*, empresas jóvenes y/o empresas emergentes que se encuentran en sus primeros años de actividad. En consecuencia, sus resultados pueden venir explicados por varios factores relacionados con fases iniciales de desarrollo. Asimismo, las empresas que tienen una mayor antigüedad se corresponden, muy probablemente, con empresas que reorientaron su modelo de negocio tras la irrupción de las Fintech en la primera década del siglo. Cabe esperar que, en ambos casos, se trate de compañías que se encuentran en sus etapas iniciales, ya sea por el comienzo de su actividad, o bien por reorientación de su negocio, circunstancias que obligan a acometer fuertes inversiones.

Cuadro 6.10. Años de actividad de las empresas de la muestra

Edad (años)	Número de empresas	Número de empresas (%)
1-2	3	3,33
3-4	10	11,11
5-6	20	22,22
7-8	19	21,11
9-10	14	15,56
11-12	10	11,11
13-14	2	2,22
15-16	3	3,33
17-18	1	1,11
19-20	2	2,22
+21	6	6,67
Total	90	

Fuente: elaboración propia.

Hemos advertido que considerar valores teóricos o deseables, tradicionalmente considerados como saludables para una compañía, puede resultar poco explicativo si no se

interpretan en un contexto que matice o justifique algunas desviaciones, lo que sin duda puede llevar a conclusiones erróneas.

En relación a la extrema liquidez detectada en estas compañías, es necesario especificar que la foto del balance atendiendo a la liquidez va a estar muy ligada al momento de la compañía en el que se ha levantado la ronda de financiación. El tiempo durante el cual una *startup* utiliza el capital conseguido en una ronda de financiación varía según su etapa y estrategia, pero en general, van de 12 a 24 meses. Si se analizan las ratios de liquidez durante este intervalo de tiempo se podrá observar que los valores de las mismas irán disminuyendo en la medida en la que se va utilizando el dinero recibido en la ronda de financiación. Asimismo, el hecho que la muestra analizada esté conformada por empresas con diferentes recorridos en el mercado, explica que se muestre una gran dispersión en los valores de la ratio de liquidez para el conjunto de las compañías. Argumentos parecidos pueden apoyar las elevadas tasas de apalancamiento del Fintech, la necesidad de acometer inversiones de calado y las necesidades de financiación consiguientes en empresas con trayectorias relativamente cortas, sin duda condicionan determinados comportamientos financieros.

Otro aspecto que es necesario subrayar es que nuestros resultados evidencian ciertos elementos diferenciadores respecto a las Fintech que se concentran en torno a los centros financieros europeos. En efecto, según los resultados del ECB citados en el capítulo 1, se detecta en el sector vinculado a los centros financieros europeos una mayor financiación dependiente del mercado de valores y una propensión a evitar la deuda en sus primeras etapas. Resulta plausible atribuir estas disimilitudes a la extrema fragmentación y el predominio de las microempresas en el Fintech español.

Cabe destacar que durante muchos años el foco con este tipo de compañías no estaba en la rentabilidad o en los beneficios, sino en el crecimiento de los ingresos y la validación del modelo de negocio. Sin embargo, actualmente, los *venture capital* exigen a las *startups* tanto rentabilidad como crecimiento. En muchos casos, este equilibrio entre crecimiento y rentabilidad en empresas tecnológicas se mide con una métrica financiera llamada *Rule of Forty* (Regla del 40). Dicha Regla indica que la suma entre la tasa de crecimiento de ingresos y el margen de EBITDA debe ser igual o superior al 40%. Es necesario indicar que la tasa de crecimiento de ingresos de estas compañías se mide a través de los ingresos recurrentes, dado que son los que reflejan de forma más precisa los ingresos predecibles y constantes en el tiempo.

Consecuentemente, focalizar nuestro análisis únicamente en los resultados es un enfoque claramente sesgado para este tipo de compañías, dado que el crecimiento es una variable fundamental a considerar al tratarse de empresas emergentes. Sin embargo, la medición del crecimiento mediante la evolución de los ingresos recurrentes no resulta fácil de analizar debido a que éstos figuran en la contabilidad analítica y no están disponibles en las cuentas anuales.

Atendiendo a las características peculiares que presentan este tipo de empresas, los bancos están creando divisiones especializadas en *startups* y empresas emergentes. Es-

tas divisiones buscan captar, apoyar y fidelizar a estas empresas desde etapas tempranas. Pensemos que, si se financiaran a estas empresas en base a un análisis tradicional de riesgos, no sería factible concederles financiación, principalmente, en estas primeras etapas. Asimismo, las ratios financieras tradicionales no reflejan bien la realidad de estas empresas en etapas tempranas, si bien las métricas para su evaluación deben estar basadas en el crecimiento. Las *startups* en sus primeros años suelen tener pérdidas, crecimientos relativos y modelos de negocio aún en validación.

