

La gestión del capital-riesgo en España

Francisco Alcalá Olid

I. INTRODUCCIÓN

La evolución experimentada, a lo largo de los últimos decenios, por parte del sistema financiero en general se ha traducido en la aparición de nuevos intermediarios especializados en operaciones y/o mercados concretos que tradicionalmente, y aún hoy en muchos casos, pertenecían al campo de actividad del sistema bancario, que se ha constituido en el principal proveedor de flujos crediticios destinados a la financiación de lo que denominamos economía real y, consecuentemente, le ha permitido desempeñar un papel clave en la generación e impulso de actividades productivas y, por ende, de inversión y empleo.

Esta dependencia del sistema bancario en lo relativo a la obtención de financiación ajena es especialmente significativa en el caso de las empresas de reducida dimensión. Las pequeñas y medianas empresas (en adelante PYME), agentes claves para el crecimiento de la economía, se han encontrado en una situación de debilidad relativa frente a las de gran tamaño, como consecuencia de las mayores dificultades que habitualmente tienen para obtener recursos ajenos (ante la ausencia de fondos propios, especialmente en las etapas iniciales del desarrollo de su actividad) por una vía distinta del endeudamiento bancario, en el que, además, están en desventaja en relación con las condiciones que obtienen las grandes empresas.

Las características propias de las PYME determinan, consecuentemente, que los recursos los obtengan básicamente a través de la autofinanciación y del crédito bancario a corto plazo –puesto que el acceso a otras fuentes, como los mercados de valores, el sector exterior o el crédito a medio y largo plazo, es habitualmente complejo para buena parte de este tipo de empresas–, lo que se traduce en una estructura financiera alejada de la ideal.

En definitiva, la escasez de recursos permanentes se convierte en uno de los principales condicionantes de la estructura financiera de las PYME. En este contexto, las entidades de capital-riesgo (en lo sucesivo ECR) se constituyeron en sus orígenes como instituciones financieras que venían a subsanar esa deficiencia de capitales propios, asumiendo un mayor riesgo que el sistema bancario tradicional a través de la aportación de capitales de riesgo, y no de capitales de deuda; esto es, las ECR se implican más como inversor que otros intermediarios financieros, puesto que la rentabilidad que finalmente obtengan estará condicionada por la evolución de la empresa participada (la financiada por la entidad) y, consecuentemente, se preocupan de su marcha de una forma bastante diferenciada de aquellas otras instituciones que, en realidad, desempeñan exclusivamente el papel de prestamista.

El objetivo central de este trabajo consiste en analizar cuál es el procedimiento operativo de gestión de los intermediarios del capital-riesgo (1) en España. Para ello, tras esta breve introducción, realizaremos un estudio del denominado ciclo de financiación del capital-riesgo, esto es, cómo se establece el contacto entre el intermediario y la empresa participada y cómo se concluye la relación entre ambos agentes. En el tercer apartado, analizaremos las principales variables que determinan la inversión en capital-riesgo, aportando algunas de las principales diferencias operativas que se producen entre las ECR existentes en el sector para, finalmente, destacar las conclusiones más significativas que se derivan de lo anteriormente expuesto.

II. EL CICLO DE FINANCIACIÓN DEL CAPITAL-RIESGO

Las características propias de la financiación a través del capital-riesgo (provisión de recursos a medio

y largo plazo con carácter temporal a empresas no financieras vía diversos instrumentos financieros) se encuentran detrás de las causas que determinan una singular operativa en las actuaciones que constituyen el objeto social de estas entidades (2). Las características referidas que definen la actividad de capital-riesgo pueden sintetizarse de la siguiente forma (Alcalá Olid, 1995): a) se articula mediante la toma de participación en el capital social de la empresa demandante de recursos financieros, normalmente a través de la compra de acciones (3); b) el precio –en términos económicos– para la sociedad receptora de los recursos es casi nulo, pues se limita a dejar entrar en su accionariado a la ECR, bien mediante la venta de acciones ya existentes, bien –en la mayoría de las ocasiones– a través de la venta o cesión de derechos de suscripción correspondientes a acciones nuevas, emitidas con esta finalidad. La sociedad participada, no obstante, suele hacerse cargo de todos los costes que ocasiona la entrada de la entidad inversora en el capital de aquélla, como pueden ser los honorarios de los fedatarios públicos que deban intervenir, los asesores jurídicos, los gastos fiscales, etc.; c) habitualmente las empresas destinatarias de la inversión son PYME, por su mayor potencialidad de crecimiento (4) y capacidad de innovación, ya sea de producto, de proceso o de mercado; d) aunque en sus orígenes el capital-riesgo proveía de recursos financieros a empresas en estadios iniciales de su desarrollo, fases de semilla (*seed*) o arranque (*start-up*), en la actualidad la orientación de las aportaciones se dirige cada vez en mayor medida hacia empresas más consolidadas (5); e) la ECR asume unos riesgos superiores a los que normalmente está dispuesta a asumir cualquier entidad crediticia, puesto que no existe garantía para recuperar los fondos invertidos; f) la contrapartida básica de este tipo de inversiones es la obtención de plusvalías por la venta de la participación que posee la entidad de capital-riesgo.

En este punto es preciso señalar, siguiendo a la Asociación Europea de Capital-Riesgo –European Venture Capital & Private Equity Association (EVCA)– en su informe anual de 1991 (EVCA, 1992), que la principal diferencia entre el capital-riesgo y tomar dinero a préstamo consiste en que en el primer caso la recuperación de los recursos prestados no está garantizada; el inversor en *venture capital* asume el riesgo del fracaso en las mismas condiciones que el resto de accionistas. Los bancos y otras entidades financieras obtienen la remuneración de sus inversiones a través de la devolución del principal y del pago de unos intereses, o bien mediante las garantías que aportan los prestatarios. Por su parte, las ECR son partícipes de la actividad y son remuneradas sólo

en el caso de que la empresa participada obtenga beneficios, tal y como el resto de accionistas, es decir, mediante la obtención de plusvalías por venta de su participación o vía la percepción de dividendos. De igual modo, es necesario establecer una clara distinción entre esta actividad y la inversión mobiliaria (léase, por ejemplo, la compra de acciones en Bolsa). En este sentido, aunque ambas entrañan un determinado nivel de riesgo, esta última no lleva asociado un compromiso de mejorar la situación de la empresa ni tampoco de asesorarla en el campo de la gestión, lo que sí ocurre en el capital-riesgo.

Lo anteriormente expuesto justifica que el proceso de financiación de una empresa a través del capital-riesgo cuente con unas peculiaridades propias, que se integran en lo que denominamos el *ciclo de financiación* mediante capital-riesgo. Aun cuando los distintos autores especializados en el tema (Coutarelli, 1977; Silver, 1985; Centelles, 1983; Abad, 1993; Martí Pellón, 1999) no llegan a coincidir plenamente en el número de fases de que consta este procedimiento de actuación, así como tampoco en los requisitos necesarios por parte de la empresa solicitante de los recursos para obtener la inyección de fondos, las discrepancias existentes entre unos y otros son más bien de forma que de fondo, girando el contenido de sus propuestas en torno a las mismas ideas centrales.

El documento base sobre el que se va a apoyar buena parte de este proceso es lo que se denomina *business plan* (plan de negocio), al que algunos autores también se refieren como plan empresarial (Martí Pellón, 1997). En él se va a incluir toda la información económica y financiera relativa al proyecto, perspectivas de futuro, composición del accionariado, antigüedad en el mercado, integrantes del equipo directivo (6), etcétera.

Las fases de que consta el ciclo de financiación del capital-riesgo son las siguientes (7): contacto inicial, presentación de propuestas, estudio del proyecto de inversión, negociación de las condiciones de entrada, seguimiento de la inversión y, finalmente, salida o desinversión. A continuación, vamos a referirnos brevemente a cada una de ellas.

A) *Contacto inicial*. En esta etapa, la ECR efectúa una rápida evaluación general del interés y del posible encaje del proyecto con sus políticas y planteaamientos de inversión (Centelles, 1983).

En esta evaluación inicial, la ECR suele descartar en torno a las tres cuartas partes de los proyectos sometidos a análisis. En gran medida, la mayoría de los

rechazos se explican porque los proyectos no se adecuan a la política general de inversiones de la entidad, esto es, en razón del volumen de recursos demandados por la empresa a financiar, en función del estadio de desarrollo de la misma, por el sector de actividad económica en que se desenvuelve, por el ámbito territorial en que opera, etc. A ello es preciso unir otra serie de factores como la falta de consistencia del proyecto, la ausencia de confianza en el empresario promotor de éste, las malas perspectivas sobre la rentabilidad a medio plazo de la operación o las dificultades para la desinversión de la participación, entre otros. Todo ello nos remite a las singularidades de este tipo de actividad financiera: participación minoritaria en el capital social de la empresa que financia, duración limitada de la inversión y obtención de plusvalías como vía de remuneración para dicha inversión.

En suma, todos estos factores están relacionados con las denominadas por Silver (1985) leyes del capital-riesgo, que son las guías de actuación de esta actividad financiera y que se pueden sintetizar de la siguiente forma: a) no es conveniente que la entidad acepte más de dos riesgos por proyecto; b) el valor otorgado por la ECR al mismo estará en función de la dimensión del *problema o carencia del mercado* planteado, y c) es preciso invertir en empresas con un gran *problema*, puesto que, en caso contrario –esto es, si el mercado no tiene la necesidad o carencia que el promotor cree–, con independencia de la solución que se arbitre y de la calidad del equipo directivo, la evaluación final del proyecto será tan reducida que determinará su rechazo por parte de la entidad de capital-riesgo (8).

B) *Presentación de propuestas*. Esta fase supone un avance sobre la anterior. De hecho, sólo aquellos proyectos que hayan superado con éxito la etapa precedente podrán alcanzar ésta. En este momento, la ECR exige a la empresa que presente una propuesta formal por escrito de su solicitud de financiación debidamente justificada y documentada, y que puede ser elaborada por el interesado, por un asesor externo de éste e incluso en colaboración con la propia ECR de la que se solicitan los fondos, con la finalidad principal de adecuarse al modelo que ésta utiliza. Cada ECR suele aplicar su propio formulario para la presentación del *business plan*; así Coutarelli (1977), Centelles (1983) y Gladstone (1981) presentan distintos aspectos a considerar en la elaboración de la propuesta, pero que en el fondo requieren el mismo nivel de detalle de información suministrada. Por nuestra parte, y tras el análisis de los distintos formatos de presentación de propuestas de los citados autores junto con los que utilizan en España algunas de las ECR más rele-

vantes, hemos sintetizado en los siguientes puntos los elementos esenciales que han de recogerse en dicho formulario: datos de la empresa solicitante; resumen del proyecto; descripción de la actividad y situación del mercado en la actualidad, así como expectativas de futuro; equipo directivo; información económico-financiera auditada (con proyecciones a cinco años); financiación requerida y su aplicación; rentabilidad de la inversión y propuesta de salida, así como otra información que se considere relevante.

En definitiva, estas dos primeras fases del ciclo de financiación del capital-riesgo –contacto inicial y presentación de propuestas– podrían englobarse en lo que algunos autores denominan captación de proyectos.

C) *Estudio del proyecto de inversión*. En esta fase, la ECR procederá a realizar un exhaustivo análisis que le permita obtener una evaluación de la propuesta presentada. En este punto su política de inversiones va a ser determinante a la hora de dar uno u otro tipo de evaluación al proyecto objeto de análisis, si bien fijará unos criterios-clave (9) que han de cumplir, al menos en grado mínimo, los proyectos que se les presenten para que puedan ser aprobados.

Estos criterios, lógicamente, no tienen por qué tener todos y cada uno de ellos la misma importancia en la evaluación integral del proyecto. Es más, los criterios y las variables que se utilicen para medirlos no tienen por qué ser homogéneos para las distintas empresas del sector, ya que la propia política de inversiones va a ser la que determine, en gran medida, este aspecto. Los criterios utilizados para la evaluación pueden ser tanto de carácter cuantitativo –rentabilidad, cuota de mercado, etc.– como de índole cualitativa (calidad del equipo directivo, sector de actuación de la empresa que solicita los recursos, etc.). De la conjunción de todas estas variables surgirá la decisión de la ECR sobre la aceptación o el rechazo del proyecto solicitante.

En definitiva, en esta fase de lo que se trata es de analizar y evaluar los planes de las empresas que lleguen a la ECR –o bien que hayan sido buscados por ésta– mediante análisis financieros, de mercado, tecnológicos y de capacidad de gestión, esto es, llevar a cabo, en suma, una evaluación integral de la empresa objeto de la inversión.

D) *Negociación de las condiciones de entrada*. Esta fase versará sobre cómo se va a proceder a la inyección de recursos en la empresa que presenta el proyecto, una vez que ésta, obviamente, ha supe-

rado las etapas anteriores con éxito. Por tanto, se va a tomar la determinación de cuál es el instrumento que se utilizará para la participación. Normalmente, en nuestro país el modo más usual es la adquisición de acciones ordinarias; si bien algunas entidades públicas como el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), la Empresa Nacional de Innovación (ENISA) y las sociedades para el desarrollo industrial (SODI) (10) conceden una parte importante de recursos a través de créditos (11).

El objetivo fundamental de esta etapa es, por tanto, el diseño de la estructura de la inversión, esto es, los instrumentos financieros a utilizar, así como los parámetros de los mismos (inversión, número de acciones u obligaciones, tasa de convertibilidad, plazo, intereses, etc.). Todo ello habrá de ser adaptado a las posibilidades del plan, a los intereses de los socios antiguos y a los de la ECR (Centelles, 1985), pudiendo implicar este proceso un cambio de la participación y, en ocasiones, de los estatutos sociales. La ECR pretenderá que se reflejen por escrito, en un «contrato de entrada» (Centelles, 1983), las cláusulas que se estimen oportunas en cada caso, para que, si fuera necesario, se invaliden los acuerdos si la información que se ha suministrado no es correcta. En dicho contrato, se regulan aspectos relativos al control de la sociedad tales como: información a suministrar, puesto que ostentará la ECR en el Consejo de Administración de la participada, compromiso de no vender la mayoría de las acciones por parte del emprendedor, capacidad de intervención si no se llegan a cumplir los objetivos mínimos, compromiso de realizar auditorías anuales, etcétera.

En definitiva, la realización de la inversión se va a regular por un contrato entre el inversor y el emprendedor, esto es, la ECR y los accionistas de la sociedad a constituir o ya constituida. En el contrato de entrada habrán de especificarse, entre otros, dos aspectos que se consideran fundamentales: por un lado, el volumen de fondos que inyectará la ECR a la empresa (12), que serán considerados recursos propios y, por otro, el número de acciones que le corresponderá recibir (13).

E) *Seguimiento de la inversión.* Las ECR no son como el resto de inversores ordinarios; normalmente, realizan un seguimiento activo de sus inversiones debido al riesgo que supone la inversión en una empresa de reciente creación y con orientaciones innovadoras. Seguimiento éste que, en principio, puede plantearse de dos formas distintas:

— Manteniendo un control muy cercano sobre la empresa participada (*hands-on approach*).

— Limitándose a seguir superficialmente la marcha de la sociedad a través de sus documentos contables (*hands-off approach*).

Tendrán un comportamiento *hands-off* aquellas ECR cuya actividad sea exclusivamente la financiera por adolecer de personal adecuado para hacer un seguimiento más cercano, así como aquellas que diversifican en gran medida sus riesgos mediante la inversión en muchas sociedades, resultándole imposible dedicar su personal al seguimiento de todas las participadas. Este tipo de entidades sólo contactan con sus participadas de forma esporádica, una o dos veces al año. En esta situación, el empresario emprendedor del proyecto se siente más cómodo, ya que el socio capitalista no se inmiscuye en la gestión diaria de la sociedad mientras le presente buenos resultados. Pero, a su vez, esta coyuntura le confiere un inconveniente al empresario de la participada, como es que cuando se presentan malos resultados quizá desearía tener un contacto más cercano con la sociedad inversora.

Por otra parte, realizarán un seguimiento *hands-on* las ECR cuyas actividades habituales no se limiten a la mera inversión financiera y aquellas otras que, por el número de sociedades participadas, concentren más sus riesgos y, por tanto, no puedan permitirse el fracaso de demasiadas empresas de las que poseen en cartera.

Estas ECR que colaboran asiduamente con el emprendedor son de gran ayuda para empresarios cuya experiencia en el lanzamiento de nuevas empresas, nuevos productos, etc., no es excesiva y puede verse complementada con la experiencia del equipo que le haya sido asignado por el inversor a la participada, pues están especializados precisamente en estas carencias del empresario. Asimismo, pueden prestar servicios que, aunque no se recojan formalmente en el contrato de entrada, suelen ser de suma importancia, como es la recomendación a la empresa de la entidad financiera más apropiada con la que debe trabajar, así como poner en conocimiento de ésta última que, a pesar de ser una compañía de nueva creación, tiene todo el respaldo de la entidad de capital-riesgo.

De forma más concreta, las ECR tienen varias opciones a la hora de controlar la inversión y, en función del tipo de entidad que sea, ejercerá una u otra de las siguientes alternativas:

- No participar en la gestión, dejando libertad casi absoluta al emprendedor para dirigir el negocio (*hands-off*).

- Realizar funciones de asesoramiento a la dirección, pero sin tener ningún miembro en el Consejo de Administración.

- Asesorar y participar en el Consejo de Administración con voz pero sin voto.

- Asesorar y participar en el Consejo de Administración con voz y voto.

- Encargarse directamente de la gestión de la empresa.

En esta fase de seguimiento de la inversión, existe un aspecto que es considerado clave. Nos referimos a la rapidez en la detección de los problemas que puedan surgir. Gladstone (1981) es partidario de establecer señales de alarma, que denomina *red flags*, para controlar la aparición de problemas en la empresa participada que permitan corregir a tiempo las desviaciones que surjan, con el fin de evitar el fracaso de la empresa participada; entre ellas destaca: retrasos en los pagos, lo que puede servir como un indicador del funcionamiento de la tesorería de la empresa; pérdidas continuadas en los estados financieros que se remiten con periodicidad; retrasos en su envío a la ECR; deficiente elaboración de dichos estados financieros, lo que puede ser un indicador de fallos en la gestión; drásticos cambios en los balances de situación, especialmente en los inventarios y cuentas a pagar o a cobrar; problemas para que la ECR contacte con el empresario emprendedor, etcétera.

F) *Salida o desinversión*. Es la última fase del ciclo de financiación del capital-riesgo y se considera clave por parte de las ECR. Se ha de tener en cuenta que es precisamente en este momento cuando el inversor va a ver culminado su objetivo, cual es la realización de las plusvalías –si es que el proyecto ha sido un éxito– que desde el instante inicial de la toma de la participación perseguía con el proyecto al que aportó sus recursos financieros.

El tiempo medio que transcurre desde el comienzo del ciclo hasta su fin oscila entre cinco y diez años, si bien este período va a variar en función de la fase de desarrollo en que se encontraba la empresa cuando se instrumentó la participación, así como de la evolución de la empresa participada y de la relación entre ésta y el inversor.

Existen, a nuestro juicio, varias formas de finalizar el ciclo de financiación mediante capital-riesgo, esto es, distintas modalidades para proceder a la salida o desinversión: liquidación de la sociedad; venta a otras

empresas del sector; entrada de otros inversores; mediante un *management buy-out* (MBO), *management buy-in* (MBI) o *leveraged buy-out* (LBO); con un pacto contractual con la participada y, finalmente, la salida a Bolsa, principalmente a través del segundo mercado bursátil.

Por pura lógica, no todos los proyectos en los que finalmente se decide invertir son rentables. Cuando la ECR detecta que una de las sociedades que posee en su cartera está empezando a ir mal –es decir, comienza a tener pérdidas año tras año–, intentará, en primer lugar, solucionar dicha situación prestándole una mayor dedicación y esfuerzo junto con los emprendedores, pero si aun así la situación es irreversible, lo que se tratará de conseguir es, al menos, recuperar los fondos que se habían invertido. Ésta es la razón que justifica que, normalmente, al redactar el contrato de entrada, se establezca un pacto por el cual la ECR puede solicitar la disolución de la sociedad cuando ésta alcance un determinado nivel de pérdidas. Esta posibilidad se establece porque el instinto de conservación propio de todo empresario hacia su empresa le puede llevar a no darse cuenta de que ésta no es viable, intentando salvarla desesperadamente y consiguiendo única y exclusivamente perder lo poco que aún conserva.

Otra alternativa que se presenta para efectuar la desinversión es la venta a otras empresas del sector donde actúa la participada. En ocasiones, suele ocurrir que, una vez que la ECR estima que ha llegado el momento de la desinversión, se le presente alguna oferta de compra por parte de alguna compañía del sector interesada en la empresa participada. Tras la determinación del precio de adquisición, se procede a formalizar la operación y el inversor obtiene su rentabilidad por esta vía.

La entrada de otros inversores –tanto de carácter público como privado, e incluso otra ECR– es otra de las opciones que se presentan para efectuar la desinversión de la participación. El hecho de que una nueva ECR entre a participar en la empresa puede ser debido a que se ha superado la etapa de desarrollo que normalmente financiaba la ECR inicial, y ésta vende su participación a otra especializada en fases más avanzadas.

En el contrato de entrada no tiene por qué especificarse exactamente la forma en que se efectuará la desinversión ni el momento de ésta. Por ello, en un determinado instante, puede ocurrir que los dirigentes de la participada estimen conveniente hacer una oferta de compra de la participación que la ECR

posee, y estaríamos entonces ante una desinversión mediante apalancamiento (MBO/MBI/LBO).

En otras situaciones, inicialmente, se establece un pacto contractual –pacto de recompra– por el cual el empresario o la empresa se comprometen a adquirir la participación en un plazo determinado y con base en los baremos que se fijaron en el momento de la inversión. La recompra puede realizarse de una sola vez o de forma escalonada en varias etapas.

La última alternativa planteada consiste en la salida a Bolsa (14) por parte de la participada, especialmente a través de los segundos mercados de valores. Ésta es la opción preferida por todos los inversores en capital-riesgo. Pero para ello es necesario que exista un segundo mercado bursátil lo suficientemente ágil y dinámico para permitir la libre transmisión de los títulos, y que ello suponga un incentivo para el fomento del ahorro que sea canalizado hacia la financiación de la empresa. La experiencia de los segundos mercados de valores no ha tenido, hasta el momento, una relevancia significativa ni en España ni en Europa (15).

III. FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN DE LAS ECR EN ESPAÑA

En el apartado precedente, hemos analizado cuál es el proceso que las ECR siguen desde el preciso instante en que toman contacto con un proyecto de empresa –ya sea captado por iniciativa propia o a través de otras fuentes– hasta el momento en que dicha entidad se retira de la participada mediante la desinversión y obtención de las plusvalías buscadas al comienzo de la inversión.

Las cuatro primeras fases citadas –es decir, las que corresponden a la selección de un proyecto en el que invertir– tienen una duración que oscila entre los tres y los doce meses, dependiendo de la rapidez de las negociaciones y de la respuesta del empresario emprendedor a los requerimientos del inversor. Por su parte, la quinta fase está en función del nivel de desarrollo de la empresa en el momento de la adquisición de la participación y de la evolución de aquélla. Todo ello nos llevaría a desembocar en la fase final de salida o desinversión.

A nuestro juicio, la tercera fase es primordial, porque en ella se toma la decisión de invertir o no. Con esto no queremos restar la más mínima importancia al resto de etapas, ya que cada una de ellas tiene su valor fundamental, pero hay que insistir en que en aquélla la

decisión que se tome va a condicionar el resto del proceso.

Es aquí donde se plantea uno de los principales interrogantes para la gestión de la actividad: ¿Cómo se decide si se invierte o no? La singularidad de la inversión en *venture capital* –elevado riesgo (16), temporalidad, objetivos perseguidos, etcétera– confiere al capital-riesgo unas características propias que no se dan en otro tipo de inversiones –por ejemplo, la inversión mobiliaria ordinaria– y que condicionan el procedimiento seguido para la toma de decisiones.

En este contexto, en las décadas de los setenta y ochenta se emprendieron diversas iniciativas en Estados Unidos y Francia, fundamentalmente, entre las que cabe destacar las de Hoffman (1972), Wells (1974), Benoit (1975), Hoban (1976), Poindexter (1976), Pratt (1981), Tyebjee y Bruno (1984) y Zopounidis (1990), cuyo objetivo prioritario consistía en establecer una metodología que permitiera modelizar el proceso de inversión del sector del capital-riesgo. En estos estudios se intentó responder, de una forma más o menos estandarizada, a preguntas como: rentabilidad a obtener, sector de actuación de la empresa, aportación de capital por parte del empresario, evolución de los beneficios, fase de desarrollo de la PYME, calidad del equipo directivo, originalidad de la idea, etcétera.

De forma que, con un determinado número de variables, se pudiera obtener un baremo que permitiera clasificar los distintos proyectos con una evaluación concreta. Ésta proporcionaría un rango –dependiendo de cada ECR– en el que habrían de moverse los valores de las empresas que quisieran obtener los recursos. En otro caso, el proyecto sería rechazado.

Basándonos esencialmente en la metodología seguida por Tyebjee y Bruno (1984) y por Zopounidis (1990), hemos procedido a realizar un estudio empírico sobre el sector del capital-riesgo español (17).

El objetivo del análisis consiste en estudiar las características básicas de las empresas que han sido financiadas por las ECR españolas. Con ello, lo que pretendemos conocer es si existe alguna filosofía subyacente en el procedimiento de actuación de tales intermediarios que les conduce a marcar unos umbrales mínimos para aceptar un determinado *business plan*. Esto es, si existen unos valores mínimos, exigidos a unas variables concretas, que han de ser alcanzadas por la PYME para obtener los recursos demandados. Para este estudio, partimos de las dos hipótesis siguientes:

a) Existe una línea de actuación semejante en aquellas entidades que tienen el mismo objetivo final. Es decir, mientras que las de carácter privado tienen, por lo general, como fin último la obtención de plusvalías, las pertenecientes al sector público atienden a condicionantes relacionados con la promoción y el desarrollo económico. Por su parte, los parámetros utilizados por las ECR de mayor dimensión pueden diferenciarse de los que emplean las entidades más pequeñas, puesto que su margen de maniobra es sustancialmente distinto (18). En cada uno de estos grupos deberían existir unos rasgos comunes en lo relativo a la decisión de arriesgar o no sus recursos en un proyecto determinado, ya que la actividad que desempeñan todos, dentro de su grupo respectivo, es el capital-riesgo. Independientemente de lo anterior, puede suceder –y de hecho ocurre– que algunas entidades sean más exigentes para acometer un determinado proyecto de inversión.

b) La pertenencia de la PYME a un sector de actuación determinado no debe de ser, en términos generales (19), un obstáculo que impida la inversión del capital-riesgo.

Apoyándonos en estos dos presupuestos, nuestro propósito último iba dirigido a determinar:

a) El nivel exigido en cada una de las variables analizadas para que el proyecto presentado por una PYME sea aprobado por el sector del capital-riesgo español.

b) La existencia o no de diferencias significativas entre los valores exigidos a las distintas PYME en función de la ECR que presta su financiación.

c) El grado de exigencia de las distintas ECR encuestadas para aprobar un determinado proyecto.

Con esta finalidad se obtuvo información –que de forma sintética se ofrece en el cuadro núm.1– de aquellas empresas que habían sido participadas por el sector del capital-riesgo español, relativa a las veintidós variables siguientes: nivel de rentabilidad que se espera obtener de la inversión; fórmula esperada para la desinversión; sector de actuación de la empresa demandante de los recursos; aportación que efectúa el emprendedor del proyecto; beneficios de la empresa (históricos y/o esperados); cuota de mercado; tamaño de la inversión; gasto en I+D; ámbito geográfico de actuación; fase de desarrollo; tasa esperada de crecimiento de las ventas; modalidad de gestión de la PYME; volumen de exportación potencial; antigüedad de la empresa; diversificación de la produc-

**CUADRO NÚM. 1
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS
DE LOS PROYECTOS APROBADOS POR LAS
ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO
(En porcentaje)**

<i>MODALIDAD DE SALIDA</i>	
Liquidación	7,4
Venta a otras empresas sector	29,4
Entrada de otros inversores	38,2
Pacto contractual con participada	13,2
Salida a Bolsa	11,8
<i>SECTOR DE ACTUACIÓN DE LOS PROYECTOS</i>	
Comunicaciones	7,4
Informática	7,4
Otros electrónica	2,9
Biología/Ingeniería genética	4,4
Asistencia sanitaria/Medicina	1,5
Energía/Recursos naturales	1,5
Productos de consumo	13,2
Productos/Servicios industriales	11,8
Química/Plásticos	8,8
Automat. industrial/Robótica/Transportes	0,0
Servicios financieros	1,5
Otros servicios	11,8
Agricultura/Ganadería/Pesca	5,9
Construcción	4,4
Otros	17,5
<i>ÁMBITO GEOGRÁFICO DE ACTUACIÓN</i>	
Local/Provincial	10,3
Comunidad Autónoma	5,9
Nacional	38,2
Unión Europea	22,1
Ámbito mundial	23,5
<i>FASE DE DESARROLLO</i>	
Semilla (<i>seed</i>)	8,8
Inicio (<i>start-up</i>)	33,8
Expansión (<i>expansion</i>)	51,5
Sustitución (<i>replacement</i>)	5,9
<i>MODALIDAD DE LA GESTIÓN</i>	
Sin gestión	10,3
Asesoría y partic. Consejo con voz y voto	89,7
<i>ANTIGÜEDAD DE LA EMPRESA</i>	
Nueva creación	26,5
Menos de 2 años	2,9
Más de 2 y menos de 4	13,2
Más de 4 y menos de 7	25,0
Más de 7 años	32,4
<i>DIVERSIFICACIÓN DE LA PRODUCCIÓN</i>	
Una sola línea de producción	39,7
Dos o más líneas	60,3

**CUADRO NÚM. 1 (Continuación)
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS
DE LOS PROYECTOS APROBADOS POR LAS
ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO
(En porcentaje)**

<i>RENTABILIDAD ESPERADA (TIR)</i>	
Mayor del 15 e inferior al 20 por 100	20,6
Mayor del 20 e inferior al 25 por 100	17,6
Mayor del 25 e inferior al 30 por 100	25,0
Mayor del 30 por 100.	36,8
<i>APORTACIÓN DEL EMPRESARIO</i>	
No aporta nada	1,5
Menor del 25 por 100	23,5
Mayor del 25 y menor del 50 por 100.	33,8
Mayor del 50 y menor del 75 por 100.	36,8
Mayor del 75 por 100.	4,4
<i>MARGEN DE OPERACIONES</i>	
Negativo	4,4
Inferior al 5 por 100 de las ventas	4,4
Superior al 5 e inferior al 15 por 100	7,4
Superior al 15 e inferior al 30 por 100	39,7
Superior al 30 e inferior al 45 por 100	38,2
Superior al 45 por 100.	5,9
<i>ESTACIONALIDAD DE LA PRODUCCIÓN</i>	
Producción estacionalizada	44,1
Producción no estacionalizada.	55,9
<i>TASA DE CRECIMIENTO DE LAS VENTAS</i>	
Inferior al 25 por 100	41,2
Mayor del 25 y menor del 50 por 100.	41,2
Mayor del 50 y menor del 75 por 100.	11,7
Mayor del 75 y menor del 100 por 100.	4,4
Superior al 100 por 100.	1,5
<i>CUOTA DE EXPORTACIÓN</i>	
No exporta	57,4
Menos del 20 por 100 de las ventas.	13,2
Más del 20 y menos del 40 por 100	8,8
Más del 40 y menos del 60 por 100	7,4
Más del 60 y menos del 80 por 100	8,8
Más del 80 por 100	4,4
<i>PODER PROVEEDORES</i>	
Alto	8,8
Medio	53,0
Bajo	38,2
<i>PODER CLIENTES</i>	
Alto	32,4
Medio	48,5
Bajo	19,1
<i>PRODUCTOS SUSTITUTIVOS</i>	
Alta	5,9
Media	55,9
Baja.	38,2

ción; política de dividendos; estacionalidad de las ventas; barreras de entrada del sector; poder de negociación de los proveedores; poder de negociación de los clientes; existencia o no de productos sustitutos y nivel de competencia interna del sector.

El análisis de los resultados obtenidos tras la tabulación y procesamiento de los datos recogidos nos ha permitido dar respuesta a las tres cuestiones que planteábamos más arriba. En relación con la primera de ellas –nivel exigido en cada variable para la aceptación de un proyecto– exponemos a continuación los aspectos más significativos para cada una de las variables analizadas. En primer lugar, aparecen las siete variables clasificatorias que nos han permitido establecer las características básicas de las empresas que han sido participadas por las ECR y, seguidamente, el resto de las utilizadas para este estudio.

a) *Modalidad de salida.* Esta variable nos va a determinar cuál es el procedimiento previsto de salida en una operación de inversión. En este sentido las opciones más utilizadas son las relativas a la venta a otros inversores, lo que viene a decirnos que la inversión se suele llevar a cabo cuando existen grandes posibilidades de asegurar la desinversión sin comprometer a la participada. En muy pocas ocasiones se contempla la alternativa de salida a Bolsa, lógica consecuencia del escaso desarrollo de los segundos mercados de valores.

b) *Sector de actuación de los proyectos.* El objetivo perseguido es conocer si éste es un elemento clave en el proceso de decisión de inversión del capital-riesgo. Es decir, si existe algún o algunos sectores que concentren especialmente los proyectos aprobados por el sector. A la vista de los resultados, se puede señalar que no hay una preferencia muy acusada por ninguna de las actividades de la economía, si bien existen tres que aglutinan un mayor porcentaje de proyectos aprobados: productos de consumo, productos y servicios industriales y otros servicios.

c) *Ámbito geográfico de actuación.* Con ello se trataba de determinar si la mayor o menor amplitud del mercado de actuación suponía algún tipo de preferencia por parte de la ECR. La mayoría de los proyectos aprobados (54,4 por 100) actúan en el mercado interior (ya sea local/provincial, regional o nacional), aunque es apreciable el porcentaje alcanzado por aquellos que se desenvuelven en los mercados exteriores (tanto comunitarios como de terceros países). No obstante, con los datos obtenidos no podemos afirmar taxativamente, en principio, que

**CUADRO NÚM. 1 (Conclusión)
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS
DE LOS PROYECTOS APROBADOS POR LAS
ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO
(En porcentaje)**

<i>TAMAÑO DE LA INVERSIÓN</i>	
Superior al 20 por 100 de los recursos de la ECR	4,4
Más del 10 y menos del 20 por 100	8,8
Más del 5 y menos del 10 por 100	17,6
Menos del 5 por 100	69,2
<i>CUOTA DE MERCADO</i>	
Inferior al 5 por 100 ventas sector	45,6
Superior al 5 e inferior al 15 por 100	23,5
Superior al 15 e inferior al 35 por 100	10,3
Superior al 35 e inferior al 50 por 100	8,8
Superior al 50 por 100	11,8
<i>NIVEL DE INVERSIÓN EN I + D</i>	
Menos del 5 por 100 de las ventas	61,7
Más del 5 y menos del 8 por 100	16,2
Más del 8 y menos del 11 por 100	10,3
Más del 11 por 100	11,8
<i>BARRERAS DE ENTRADA</i>	
No hay barreras	1,5
Débiles	22,1
Medianas	45,6
Fuertes	30,8
<i>DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS</i>	
Menos del 5 por 100 de los beneficios	47,1
Más del 5 y menos del 10 por 100	23,5
Más del 10 y menos del 15 por 100	19,1
Más del 15 por 100	10,3
<i>COMPETENCIA INTERNA</i>	
Fuerte	11,8
Media	63,2
Escasa	25,0

Fuente: Elaboración propia.

las ECR se inclinan más hacia inversiones en empresas que desarrollen sus actividades en uno u otro mercado.

d) *Fase de desarrollo.* Los resultados ponen de manifiesto el claro predominio de las etapas de *expansion* y *start-up* (entre ambas acaparan más del 80 por 100 de las operaciones aprobadas). El hecho de que más del 50 por 100 de los proyectos correspondan a la fase de crecimiento o expansión constata el cambio de orientación que se ha producido, fundamentalmente desde 1992 y 1993, en el destino de la inversión en capital-riesgo, como ha señalado Martí Pellón (1994). Ello nos lleva a reflexionar sobre si el fundamento en el que se apoyaba esta actividad financiera en sus orígenes, esto es, promoción y fomento de em-

presas de reciente o nueva creación, se ha perdido. Sin embargo, los últimos datos aportados por el sector (véase Martí Pellón, 1999) revelan esa orientación hacia etapas más consolidadas del desarrollo de las empresas.

e) *Modalidad de la gestión.* Las ECR españolas, en la práctica totalidad de los casos, asesoran y participan en la gestión de la empresa financiada mediante representación en el Consejo de Administración de ésta con voz y voto.

f) *Antigüedad de la empresa.* La mayoría de las inversiones se destinan a compañías que ya llevan funcionando más de dos años en el mercado.

g) *Diversificación de la producción.* Predominan las empresas con más de una línea de producción. La lógica de este dato radica en que una mayor diversificación supone, normalmente, incurrir, ante un cambio de la coyuntura, en un nivel de riesgo algo menor que si sólo se tiene una línea de productos.

h) *Rentabilidad esperada (TIR).* Las ECR exigen una rentabilidad, en cierta medida, elevada (20) para aceptar la financiación de una operación (TIR superior al 20 por 100 en el 78 por 100 de los casos).

i) *Aportación del empresario.* Esta variable determina que el compromiso que adquiere el emprendedor es ciertamente relevante ya que, en más del 70 por 100 de las operaciones aprobadas, los fondos que éste pone a disposición del proyecto se encuentran situados entre el 25 y el 75 por 100 del montante total de la inversión.

j) *Margen de operaciones.* Las ECR han invertido en compañías con unos márgenes de operaciones superiores, en el 83 por 100 de los casos, al 15 por 100 de las ventas. No obstante, aunque de forma testimonial, se ha llevado a efecto la operación cuando la PYME había obtenido pérdidas.

k) *Cuota de mercado.* Los resultados obtenidos corroboran lo aducido por la teoría del capital-riesgo, ya que el 45 por 100 de las operaciones llevadas a cabo correspondían a compañías con menos de un 5 por 100 del volumen de ventas del sector, cifra ésta que se eleva hasta casi el 70 por 100 si nos referimos a cuotas inferiores al 15 por 100. Es decir, la mayor parte de las inversiones se efectúan en PYME.

l) *Tamaño de la inversión.* La mayor o menor diversificación del riesgo en que incurre la ECR puede ser medida a través del volumen de fondos que invierte

en un determinado proyecto. Los resultados ponen de manifiesto que más del 87 por 100 de las operaciones financiadas no superan el 10 por 100 de los recursos que tienen disponibles para inversión las entidades de capital-riesgo.

m) *Nivel de inversión en I+D.* Casi un 80 por 100 de los proyectos dedica a esta rúbrica menos del 8 por 100 de sus ventas. Este hecho coincide con dos aspectos esenciales: por un lado, el escaso gasto en I+D que efectúa la empresa española y, por otro, que la inversión del capital-riesgo no ha de destinarse necesariamente a proyectos de innovación tecnológica, sino de cualquier tipo.

n) *Tasa de crecimiento de las ventas.* En más del 82 por 100 de los casos estudiados dicha tasa es inferior al 50 por 100, lo que, a pesar de ser un ritmo de aumento considerable, no es desorbitado si tenemos en cuenta que las empresas objeto de inversión han de tener un elevado potencial de expansión.

o) *Cuota de exportación.* A pesar de ser un indicador de competitividad, no es muy relevante para tomar una decisión de inversión, ya que casi un 60 por 100 de los proyectos no destina volumen alguno de su producción a los mercados exteriores.

p) *Política de dividendos.* Las ECR buscan como objetivo último obtener una rentabilidad acorde con el riesgo en el que incurren mediante la desinversión de la participación; por dicha razón, es lógico que no se requiera destinar una cuantía muy elevada a dividendos para obtener los recursos que se solicitan. En concreto, más del 70 por 100 de los proyectos aprobados reparten entre sus accionistas menos del 10 por 100 de sus beneficios.

q) *Estacionalidad de la producción.* Este elemento es indiferente, ya que los resultados recogidos se reparten, prácticamente, de forma equilibrada entre las dos posibles opciones de respuesta, si bien con un ligero predominio de las producciones no estacionalizadas en relación con las estacionalizadas.

r) Finalmente, el análisis de *las variables que miden la rivalidad ampliada de la empresa* pone de manifiesto que las compañías en que invierte el capital-riesgo español son aquellas que: se desenvuelven en sectores con barreras de entrada medianas o fuertes, el poder negociador de proveedores es medio-bajo, el poder de los clientes es medio-alto, la posibilidad de que aparezcan productos y/o servicios sustitutivos es media-baja y la competencia interna del sector es media-baja.

La segunda cuestión planteada era si los valores mínimos exigidos en función de las variables antes estudiadas eran iguales o no para todas las ECR que operan en la actividad. Es decir, si existen o no diferencias significativas, entre las distintas ECR, en los requisitos exigidos al proyecto que demandaba financiación, o si, por el contrario, presentaban similitudes en función de estos parámetros. Para estudiar este aspecto, efectuaremos un análisis de la varianza para cada variable analizada (si bien sólo haremos referencia a aquéllas en que se producen las citadas diferencias), en el que la variable explicada es la puntuación obtenida por cada proyecto y la explicativa es la ECR que ha seleccionado el mismo. Habida cuenta de que los datos vienen reflejados en una escala ordinal, no se puede aplicar el tradicional análisis de varianza; esta razón justifica que se emplee el análisis de Kruskal-Wallis (21), que permite analizar la existencia o no de diferencias significativas cuando la variable explicada está medida con una escala de este tipo (22).

En concreto, tan solo en las seis variables siguientes se han observado diferencias significativas: rentabilidad esperada, aportación del empresario al proyecto, tamaño de la inversión en relación con los fondos gestionados por la ECR, tasa esperada de crecimiento de las ventas, política de dividendos y, finalmente, poder de negociación de los clientes (véase cuadro núm. 2).

En relación con la primera variable, los niveles de rentabilidad exigidos varían desde una ECR que aprueba proyectos con una TIR superior al 30 por 100, hasta otra que se «conforma» con una situada entre el 15 y el 20 por 100.

El compromiso que adquieren los promotores del proyecto, en lo que respecta a su aportación de recursos a éste, varía igualmente de forma significativa entre las distintas ECR analizadas. Se ha comprobado que aquéllas de menor dimensión y con una vocación más regional en su política de inversiones exigen un esfuerzo superior que las ECR de mayor dimensión.

En el ámbito de la concentración del riesgo –medido como porcentaje de los recursos gestionados que se destinan a una sola inversión– se ha observado una relación inversa entre dimensión de la ECR y volumen de fondos aportados a un proyecto.

El distinto nivel exigido por cada ECR en la tasa esperada de crecimiento de las ventas ha determinado igualmente la aparición de diferencias significativas.

CUADRO NÚM. 2
NIVEL DE EXIGENCIA DE CADA UNA
DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO ANALIZADAS
(En porcentajes)

Variables (*)	ENTIDADES					
	1	2	3	4	5	6
Rentabilidad esperada (TIR)	>25	>20	>30	>25	>15	>20
Aportación del empresario	>25	>50	>25	>50	>50	>50
Tamaño de la inversión	<5	<10	<5	<5	<10	<20
Tasa de crecimiento de las ventas	>25	<25	<25	<25	<25	>25
Distribución de dividendos	>5	>15	>10	<5	<5	<5
Poder de clientes	Alto	Medio	Medio	Medio	Medio	Medio
Ranking (**)	2	5	1	3	6	6

(*) Sólo se incluyen aquellas en que se han producido diferencias significativas.

(**) Posición que ocupa cada entidad en función de su nivel de exigencia.

Fuente: Elaboración propia.

En este caso una tasa del 25 por 100 es el umbral que distingue a unas ECR de otras. Mientras que cuatro de ellas no llegan a exigir dicho valor, en las otras es el punto de partida para aprobar una operación de inversión.

Por su parte, mientras que la mitad de las ECR analizadas aprueba proyectos cuya política de dividendos consiste en un reparto mínimo de los beneficios con el fin de continuar capitalizando la participada, en el resto se exige que se destine una cantidad superior al 5 por 100 de los beneficios como forma de ir rentabilizando la inversión efectuada.

Finalmente, el criterio del poder negociador de los clientes es irrelevante para la ECR de mayor dimensión –las operaciones aprobadas se producen en empresas cuyos clientes tienen un elevado poder–, mientras que en el resto el valor alcanzado por dicha variable para la aprobación de un proyecto es de nivel medio.

La tercera cuestión planteada al comienzo de este apartado estaba relacionada con el grado de exigencia de las distintas ECR encuestadas para aprobar un determinado proyecto. En este sentido, y a la vista del cuadro núm. 2, se puede señalar que las ECR de mayor dimensión (1 y 3) son más exigentes en variables como la rentabilidad del proyecto y el volumen de fondos que destinan a una sola inversión, mientras que aquellas ECR de ámbito geográfico y volumen de recursos más reducido (5 y 6) hacen más hincapié en aspectos tales como la aportación del empresario o el poder de negociación de los clientes. En la última fila del citado cuadro número 2 se puede apreciar el orden que ocupa cada entidad en función de lo estricto de su política de inversiones conforme al conjunto total de variables analizadas en el trabajo.

IV. CONCLUSIONES

El análisis desarrollado en las páginas precedentes nos lleva a sintetizar a continuación las conclusiones más relevantes que se derivan del mismo.

1. La financiación vía capital-riesgo, por sus propias características, conlleva que el período que transcurre desde la toma de contacto entre la ECR y el emprendedor/promotor del proyecto hasta su aprobación definitiva se sitúe en un intervalo que habitualmente va de tres a doce meses de duración. Este tiempo abarca cuatro de las seis fases de que consta el ciclo de financiación del capital-riesgo.

2. Una de las causas fundamentales que se encuentran detrás del elevado número de proyectos rechazados –en torno al 75 por 100 son rápidamente descartados– es su no adecuación a la política general de inversiones de la ECR.

3. El mayor riesgo en que incurren las ECR al financiar una inversión en ausencia de garantías tratan de paliarlo mediante un adecuado seguimiento de la misma, que irá encaminado a lograr la obtención de las plusvalías perseguidas tras la venta de la participación o, en el peor de los casos, a intentar recuperar los fondos aportados.

4. Uno de los principales obstáculos que están impidiendo un mayor desarrollo de esta actividad financiera se encuentra en las dificultades para concluir su relación con la participada, esto es, el proceso de desinversión o salida. La inexistencia de segundos mercados de valores lo suficientemente desarrollados provoca importantes problemas a las ECR en el momento de vender su participación.

5. El análisis del sector en España nos ha permiti-

tido observar cinco rasgos básicos de carácter cualitativo comunes a las participadas por estos intermediarios, a saber: experiencia superior a dos años en el mercado; en fase de *start-up* o *expansion*, si bien existe cada vez una tendencia más acusada hacia los estadios más avanzados del desarrollo de la empresa; con una producción diversificada; cuyo ámbito de actuación sea nacional (con independencia del sector) y, finalmente, que permitan la participación de la ECR en la gestión del proyecto mediante su entrada en el Consejo de Administración con voz y voto.

6. Igualmente, es preciso señalar que existe un grupo de variables en las que el grado de acuerdo sobre el nivel a exigir a la empresa que solicita los recursos goza de una considerable uniformidad entre las distintas entidades inversoras; nos referimos al margen de operaciones (superior al 15 por 100 de las ventas); la cuota de mercado (inferior al 15 por 100 de las ventas del sector); las barreras de entrada (medianas); el poder de negociación de proveedores (medio); la posibilidad de aparición de sustitutivos (nivel medio); y el nivel de competencia interna del sector (medio).

7. En el lado opuesto, hay un conjunto de criterios en los que los requisitos para cada uno de ellos varían en función de la entidad que financia el proyecto, lo que determina el nivel de exigencia de cada una de las ECR, como son: rentabilidad esperada, aportación del empresario, tamaño de la inversión en relación con el volumen de recursos que gestiona la ECR, tasa de crecimiento de las ventas del proyecto, distribución de dividendos y poder negociador de los clientes.

8. Cabe indicar que hay otro grupo de variables que, tras el análisis efectuado, podemos calificar como poco significativas para tomar una decisión de inversión en capital-riesgo, si bien en algunos casos pueden ser utilizadas para complementar el resto de criterios. Nos referimos a la cuota de exportación, nivel de inversión en I+D y estacionalidad de la producción.

9. Por último, es preciso hacer referencia a que los valores obtenidos por las diversas variables nos han permitido establecer unas pautas de actuación diferenciadas en función del tipo de ECR al que nos estemos refiriendo. Así, las de mayor dimensión prestan especial atención a unos parámetros que no son tan relevantes para las de menor tamaño, y con un horizonte geográfico limitado en buena parte de las ocasiones, como máximo, a su respectiva comunidad autónoma. Es más, en estas últimas ECR suele

subyacer, a pesar de su carácter privado, un objetivo final basado en la promoción y el desarrollo económico del ámbito en el que se desenvuelven.

Finalmente, es necesario señalar que aun cuando algunos de los problemas que el sector tenía desde su aparición en España –ausencia de una regulación específica, régimen fiscal de las plusvalías obtenidas, etcétera– van encontrando vías de solución en los últimos años, todavía el principal escollo que ha de superar esta actividad para su impulso definitivo viene dado por las dificultades que se producen en el momento de la desinversión de la participación, puesto que no existe un segundo mercado de valores lo suficientemente desarrollado. No obstante, a nuestro juicio, la posibilidad –regulada en la nueva normativa– de concesión de créditos participativos puede aliviar, aunque sólo en parte, como consecuencia de la limitación existente en la legislación vigente para la utilización de este tipo de instrumentos, la dimensión de este problema.

NOTAS

(1) Mantendremos a lo largo de este trabajo la denominación de *capital-riesgo* de acuerdo con lo establecido en la normativa vigente (Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras), si bien en los últimos años dicha acepción (*venture capital* en la terminología anglosajona) ha sido sustituida, tal y como se explica en MARTÍ PELLÓN (1997), por la de *capital inversión* (o *private equity*).

(2) La profundización en los aspectos legales del capital-riesgo no es objeto de este trabajo, y se analiza en otro artículo publicado en este mismo volumen.

(3) No obstante, existe una amplia gama de instrumentos financieros susceptibles de ser utilizados por las ECR para desarrollar su objeto social. Junto a las acciones ordinarias, se pueden citar las acciones preferentes, las obligaciones convertibles, las operaciones de *buy-out* y de *joint-venture* y los empréstitos y créditos o préstamos participativos. A estos últimos la legislación vigente les otorga una especial atención cuando define la actividad de capital-riesgo.

(4) Si bien la Ley 1/1999 no restringe el ámbito de actuación en función de la dimensión, tal y como hacían anteriormente otras disposiciones normativas.

(5) Para un análisis detallado de las fases de desarrollo de las empresas, puede consultarse MARTÍ PELLÓN (1999). El caso estadounidense, que difiere en alguna medida del ahí contemplado, se puede consultar en *Venture Capital Journal* (1989).

(6) La importancia de este factor ha llevado a SILVER (1985) a señalar que es preferible contar con un equipo de gestión de primera y un proyecto de segunda que al revés.

(7) Para una mayor profundización en el proceso de determinación de estas fases, véase ALCALÁ OLID (1995).

(8) Un ejemplo ilustrativo de la importancia de la dimensión del problema es el siguiente. A mediados de los setenta existía una gran gama de ordenadores cuyos potenciales usuarios eran exclusivamente grandes compañías, dados sus elevados tamaño y pre-

cio, lo que obligaba a muchas empresas a alquilarlos. En dicha época, dos emprendedores (Steven Jobs y Stephen Wozniak) crearon un proyecto (Apple Computer) cuyo *problema* era la necesidad de unos ordenadores más manejables, utilizables incluso en el hogar, y cuyo precio no desanimara a la masa de potenciales compradores del producto (BYGRAVE y TIMMONS, 1992).

La importancia de que el *problema* sea de suficiente entidad explica también la esencial temporalidad de la participación del capital-riesgo, ya que cuando la empresa esté consolidada y empiece a obtener beneficios aceptables, querrá decir que el *problema o la carencia del mercado* se ha resuelto y, por tanto, la sociedad participada dejará de ser atractiva para este tipo de intermediarios.

(9) El estudio de estos criterios se efectuará en el siguiente apartado.

(10) Aun cuando estas entidades no se pueden calificar en sentido estricto como ECR, sí que realizan actividades propias de capital-riesgo/inversión y, de hecho, se les considera como integrantes del sector en España, al incluirse como miembros de pleno derecho de la Asociación Española de Capital Inversión (ASCRI), véase ALCALÁ OLID (1995) y MARTÍ PELLÓN (1999).

(11) Es necesario indicar que la referencia expresa por parte de la normativa vigente a la posibilidad de conceder créditos participativos por parte de las ECR como instrumento de participación, viene a recoger una práctica que un número importante de las mismas ya había comenzado a desarrollar con anterioridad a la promulgación de la citada legislación.

(12) El volumen de fondos vendrá determinado por tres factores: el montante de recursos que solicite el emprendedor, el riesgo que esté dispuesta a asumir la ECR y el porcentaje de participación que desee mantener el promotor del proyecto.

(13) El precio por acción deberá estar en función del valor actual de la empresa y del estimado en el momento de la desinversión. Ahora bien, se plantea un problema importante, como es la ausencia de un mercado transparente para este tipo de empresas, ya que no se están valorando activos tangibles, sino ideas con grandes posibilidades en potencia. Para el cálculo de la rentabilidad de la inversión, la EVCA recomienda, en su informe anual de 1994 (EVCA, 1995), la utilización de tres tasas internas de rendimiento que mejoren el conocimiento sobre la rentabilidad de las distintas carteras, que son: rentabilidad bruta de cada inversión, de todas las inversiones y del accionista. Estas cuestiones se tornan más complejas cuanto menor es el estado de desarrollo en que se encuentra la empresa solicitante. Así, normalmente, la ECR exigirá un precio por acción más reducido o un mayor número de acciones cuanto más incipiente sea el estadio en que se encuentra la empresa que se va a financiar. Para profundizar en estas cuestiones puede consultarse, además del referido informe de la EVCA, MARTÍ PELLÓN (1999).

(14) Esta salida a Bolsa es lo que, en la terminología anglosajona, se conoce como *Initial Public Offering* (IPO).

(15) A diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, cuyo mercado no organizado (*over-the-counter*), conocido como NASDAQ, constituye una posibilidad real para efectuar las desinversiones de las ECR por esta vía. Las principales experiencias desarrolladas en Europa en los últimos años pueden consultarse en ALCALÁ OLID (1995) y MARTÍ PELLÓN (1999).

(16) A diferencia de lo que ocurre cuando la financiación se obtiene a través del endeudamiento bancario, por ejemplo, en que el deudor ha de aportar unas garantías que respalden la devolución del principal y los intereses, en el capital-riesgo la ausencia de tales garantías provoca, de forma automática, una elevación del riesgo asociado a cualquier operación de inversión.

(17) A modo de síntesis, es necesario indicar que el estudio tuvo dos fases. Una primera en la que se encuestó a la totalidad de

miembros de pleno derecho de ASCRI, recibiendo respuesta del 65 por 100 de ellos. De esta forma, se obtuvo información sobre la política de inversiones de cada entidad, así como de las variables utilizadas y el orden de importancia concedido a éstas para evaluar un proyecto susceptible de ser financiado. En una segunda etapa, se seleccionaron seis ECR, todas ellas de carácter privado, de las que cuatro eran de ámbito nacional y dos limitaban su actuación a la provincia y/o comunidad autónoma en que radicaba su domicilio social. En este caso, se elaboró un cuestionario estandarizado, de tipo estructurado, formado por 22 preguntas, todas ellas cerradas, de las que siete eran clasificatorias y el resto trataban de medir las características económicas, financieras y estratégicas de la empresa participada. El número total de encuestas válidas fue de sesenta y ocho, y recogían las variables antes referidas de la totalidad de proyectos aprobados y financiados por las ECR encuestadas. Para conocer en mayor detalle el planteamiento de este estudio, véase ALCALÁ OLID (1995).

(18) Valga, a título de ejemplo, señalar que el esfuerzo que supone la adquisición del 20 por 100 del capital social de una PYME es sensiblemente diferente para una ECR que gestiona 500 millones de pesetas que para otra que dispone de 10.000.

(19) Hemos de aclarar que existen ECR cuya política de inversiones no contempla la participación en determinadas actividades de la economía.

(20) No obstante, lo más importante no es el valor numérico de la TIR, sino el diferencial en puntos porcentuales con respecto a otras inversiones más seguras, como por ejemplo los títulos públicos, puesto que en los últimos años la reducción que están experimentando los tipos de interés está rebajando sensiblemente la rentabilidad esperada por las entidades de capital-riesgo.

(21) El procedimiento de Kruskal-Wallis se basa en la combinación de todas las observaciones en las muestras aleatorias para formar un solo conjunto de N observaciones; a partir de ahí, ordenadas de forma creciente, se asigna un rango a cada observación comenzando por 1 y terminando por N . Cuando el rango de todas las observaciones está completo, se determina la suma de los rangos para cada muestra. Sea R_j la suma de los rangos de la j -ésima muestra. En esencia, esta prueba determina si la disparidad entre las R_j , con respecto a los tamaños n_j de la muestra es suficiente para garantizar el rechazo de la hipótesis nula. Ésta se rechaza para valores grandes de la estadística de la prueba de Kruskal-Wallis. Para tamaños n_j relativamente grandes de las muestras, se puede aproximar, de forma adecuada, por una distribución chi-cuadrado con $k-1$ grados de libertad. Esta aproximación es satisfactoria excepto cuando $k = 3$ y ninguno de los tamaños de las muestras n_j sea mayor que cinco. En el caso que nos ocupa $k = 6$ (número de entidades de capital-riesgo).

(22) Para conocer con mayor detalle el planteamiento, desarrollo y resultado de este análisis, véase ALCALÁ OLID (1995).

BIBLIOGRAFÍA

- ABAD, A. (1993), "La experiencia del capital-riesgo en la Comunidad Autónoma del País Vasco", PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, número extra, págs. 167-184.
- ALCALÁ OLID, F. (1995), *El capital-riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*, Civitas, Madrid.
- BENOIT, J. L. (1975), *Venture capital investment behavior: the risk-capital investor in new company formation and expansion in France*, Unpublished doctoral dissertation, University of Texas, Austin.
- BESSIS, J. (1988), *Capital-risque et financement des entreprises*, Ed. Economica, París.

- BYGRAVE, W. D., y TIMMONS, J. A. (1992), *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- CENTELLES, E. (1983), "La actividad de capital-riesgo ("Venture capital"): características y posibilidades en España", *Economía Industrial*, nº 231, mayo-junio, págs. 131-143.
- (1985), "La intervención de las sociedades de capital-riesgo en la empresa", *Esic-Market*, nº 47, enero-marzo, págs. 169-182.
- COUTARELLI, S. (1977), *Venture capital in Europe*, Nueva York.
- EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, EVCA (1992), *Venture capital in Europe 1992. EVCA Yearbook*, Peat Marwick McLintock, Londres.
- (1995), *EVCA Yearbook 1995*, Ernst & Young, Bélgica.
- GLADSTONE, D. J. (1981), "Venture Capital Investment", *Pension World*, vol. 17, nº 11, págs. 82-84.
- HOBAN, J.P. (1976), *Characteristics of venture capital investments*, Unpublished doctoral dissertation, University of Utah.
- HOFFMAN, C. A. (1972), *The venture capital investment process: a particular aspect of regional economic development*, Unpublished doctoral dissertation, University of Texas, Austin.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1994), *La financiación de Pymes mediante capital-riesgo*, IMPIVA, Valencia.
- (1997), *El capital inversión en España, 1996*, Civitas, Madrid.
- (1999), *El capital inversión en España, 1998 (capital-riesgo y capital desarrollo)*, Civitas, Madrid.
- POINDEXTER, J. B. (1976), *The efficiency of financial markets: the venture capital case*, Unpublished doctoral dissertation, Nueva York University.
- PRATT, S. E. (1981), *Guide to Venture Capital Sources*, Capital Publishing Corp., Wellesley, Massachusetts.
- SACHS, L. (1978), *Estadística Aplicada*, Labor, Barcelona.
- SILVER, A. D. (1985), *Venture capital: The complete guide for investors*, Ronald Press, Nueva York.
- TYEBJEE, T. T., y BRUNO, A. V. (1984), "A model of venture capitalist investment activity", *Management Science*, vol. 30, nº 9, páginas 1051-1066.
- VENTURE CAPITAL JOURNAL (1989), "Venture capital disbursements decline 21% to \$3 billion in 1988", junio, págs. 10-19.
- WELLS, W. A. (1974), *Venture capital decision making*, Unpublished doctoral dissertation, Carnegie Mellon University.
- ZOPOUNIDIS, C. (1990), *La gestion du capital-risque*, Ed. Economica, Paris.