

# Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España

José Martí Pellón

## I. INTRODUCCIÓN

No resulta fácil encontrar una definición para el término capital-riesgo que sea de generalizada aceptación y que represente la actividad financiera que los inversores profesionales desarrollan. El concepto original de capital-riesgo procede de la traducción de *venture capital*. En su acepción original, se identifica como la participación temporal y minoritaria de un inversor profesional en el capital de empresas pequeñas y medianas (PYME), en proceso de arranque o de expansión, aportando también credibilidad y experiencia (Dominguez, 1974).

Sin embargo, la actividad desarrollada por los operadores europeos se ha concretado en cualquier tipo de participación, temporal o permanente, minoritaria o mayoritaria, en empresas que no cotizan en los mercados oficiales de valores. Aunque en foros no especializados se sigue utilizando la acepción original, poco a poco se está extendiendo una nueva denominación, *private equity*, que describe mejor la actividad que realmente se desarrolla. En España, el término que parece imponerse es *capital inversión*, para eliminar también las connotaciones negativas que en nuestro diccionario tiene la palabra riesgo (1).

A los efectos de este artículo, se considera que el capital-riesgo es una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a empresas no cotizadas en los mercados de valores, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado. Los recursos son asignados por un inversor profesional, que suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente terceros y ofreciendo su experiencia ante situaciones difíciles. La contrapartida por el riesgo asumido y el largo período

de maduración necesario suele producirse, en caso de éxito, en forma de plusvalías.

El objetivo del artículo es estudiar las claves de la implantación del capital-riesgo en España como instrumento para proveer recursos financieros a empresas que no pueden acudir a los mercados de valores, identificando los factores que podrían incidir en su utilización de forma generalizada para proyectos empresariales con cualquier grado de desarrollo.

Con este fin, en el segundo apartado se ofrece una visión histórica de la evolución del capital-riesgo en España desde los años setenta hasta mediados de los años noventa. En el tercero, se identifican los elementos que debe reunir el entorno para facilitar el ajuste entre la oferta de fondos por parte de los inversores y la demanda de recursos por parte de las empresas. En el cuarto apartado se ofrecen las principales claves de la actividad desarrollada en los últimos años por los operadores radicados en España. Finalmente, el quinto apartado plantea las premisas sobre la evolución futura de esta actividad financiera en nuestro país, como parte de un auténtico mercado interior europeo.

## II. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL CAPITAL-RIESGO EN ESPAÑA

La evolución del capital-riesgo desde su introducción en España puede representarse a través de las siguientes etapas (Martí Pellón, 1999a):

- Iniciativa pública (1972-1986)
- Entrada de inversores extranjeros (1986-1991)
- Redefinición de la actividad (1992-1996)

## 1. Iniciativa pública (1972-1986)

La participación temporal y minoritaria en el capital de empresas fue utilizada por el sector público estatal en Galicia en 1972, por primera vez, como herramienta para la promoción empresarial en zonas económicamente desfavorecidas, con la creación de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA).

A mediados de los años setenta se formaron sociedades similares, también participadas mayoritariamente por el desaparecido Instituto Nacional de Industria, en Andalucía (SODIAN), Canarias (SODICAN) y Extremadura (SODIEX). A principios de los ochenta, se terminó este proceso con la constitución de SODICAMAN, SODICAL y SODIAR.

Esto no significó que no se crearan más sociedades similares, sino que la iniciativa empezó a ser tomada directamente por las comunidades autónomas, e incluso por algunas corporaciones locales.

Por el contrario, en el ámbito privado sólo se pueden identificar un total de cuatro de las veintidós sociedades inversoras constituidas en el mismo período de tiempo. La primera fue SEFINNOVA, aparecida en 1975 y liquidada en 1988, que fue seguida por la Sociedad de Promoción y Desarrollo TALDE, ubicada en el País Vasco.

En relación con la actividad realizada, un alto porcentaje de las inversiones se realizó en empresas en proceso de constitución o arranque, con el objetivo de revitalizar el tejido empresarial de la comunidad autónoma correspondiente. Las inversiones se componían de aportaciones en capital complementadas por préstamos simples. La mayor parte de aquéllas llevaban aparejados *pactos de recompra* que imposibilitaban que el resultado obtenido dependiese del éxito de la empresa, ya que el precio de recompra solía establecerse aplicando una tasa de rentabilidad mínima anual no superior al tipo de interés del mercado. En la práctica, la inversión en acciones con pacto de recompra venía a ser como una especie de préstamo con varios años de carencia.

Pese a que no existe información sistematizada sobre los resultados de las entidades inversoras en este período, en el que entre el 90 y el 98 por 100 del volumen invertido anualmente correspondió a entidades públicas, los procesos de saneamiento desarrollados desde 1984 en varias de ellas no permiten un excesivo optimismo sobre los resultados financieros obtenidos en su gestión. No obstante, la participación en

un gran número de proyectos empresariales sí que tuvo, salvo contadas excepciones, un impacto positivo sobre el tejido empresarial de su zona de influencia.

Las principales limitaciones para el desarrollo de la actividad de capital-riesgo en esta primera etapa fueron:

- La escasa difusión del concepto entre los empresarios.
- La ausencia de un marco legal y fiscal específico (2).
- La dificultad para desinvertir las participaciones.
- La falta de profesionales con experiencia suficiente en este campo, agravada por la presión de los responsables políticos para la realización de inversiones de dudosa viabilidad.

## 2. Entrada de inversores extranjeros (1987-1991)

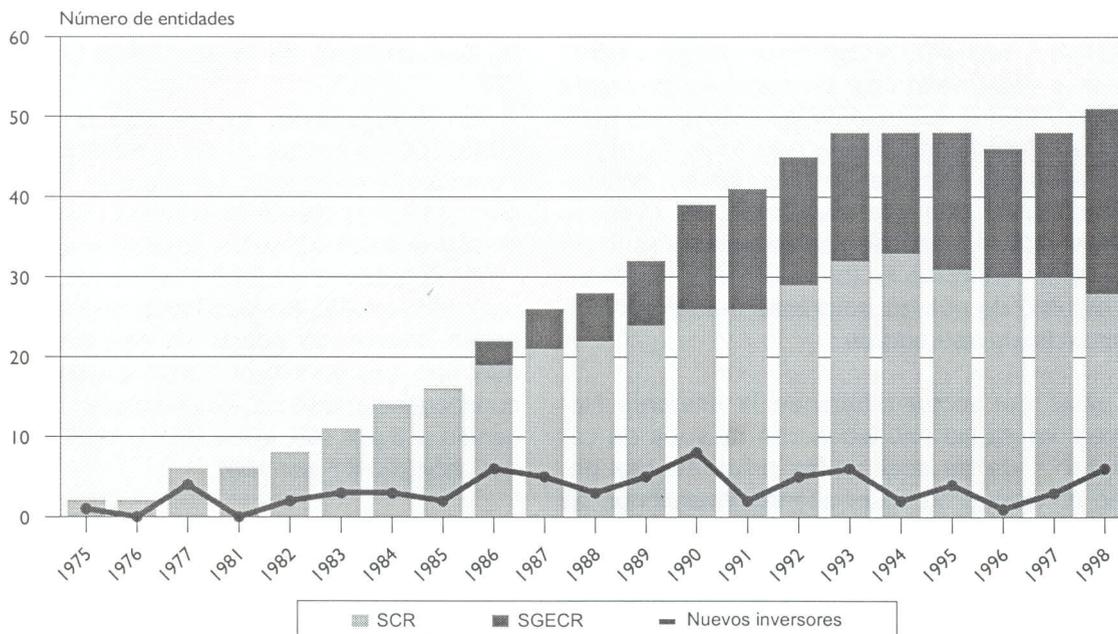
La incorporación de España a la Unión Europea fue el momento elegido por los operadores internacionales de capital-riesgo para introducirse en nuestro país. En la mayor parte de los casos, el instrumento utilizado fue la sociedad gestora de entidades de capital-riesgo (SGECR). A diferencia de las sociedades de capital-riesgo (SCR), las SGECR no invierten sus propios recursos, sino que promueven la constitución de diversos fondos cuya gestión es cedida a estas entidades (3).

Estas entidades, que representaban un 31 por 100 del número de inversores existentes en 1991, administraban un 65 por 100 de los recursos totales cuando, en 1986, inició su actividad la primera de ellas (gráficos 1 y 2).

Su participación permitió el fuerte crecimiento de los capitales en gestión. En esta etapa, el incremento medio anual de los recursos totales de las entidades de capital-riesgo (ECR) ascendió al 31 por 100, alcanzándose una media anual de 20.932 millones de pesetas. Como resultado, las entidades con mayoría de capital privado, nacional o extranjero, pasaron de aglutinar el 14,5 por 100 de los recursos en 1986 a tener a su cargo el 66,8 por 100 en 1991.

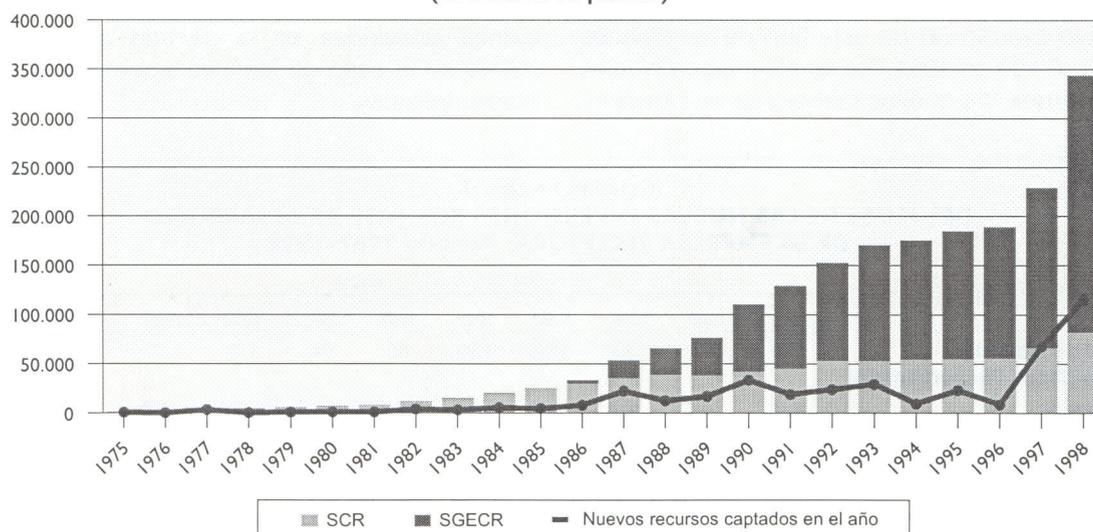
Aunque continuaron surgiendo algunas sociedades promovidas por el sector público, su aparición fue

GRÁFICO I  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE ENTIDADES:  
Período 1975-1998



Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO 2  
CAPITALES GESTIONADOS POR LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO:  
Período 1975-1998  
(En millones de pesetas)



Fuente: Elaboración propia.

mucho más esporádica. Tanto los inversores públicos como los privados se incorporaron a la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), hoy conocida como Asociación Española de Capital Inversión, que se había constituido en 1986.

El notable incremento de los recursos que se produjo en esta etapa determinó un aumento constante en el número y en el volumen de las inversiones realizadas, que se mantuvo hasta el año 1990. En dicho año se registró una disminución en el número de operaciones contabilizadas y la mayor cifra de inversión total del período. A partir de ese momento, se inició un proceso de reducción en los volúmenes invertidos y en el número de nuevas empresas incorporadas a las carteras de los operadores.

Las cifras del sector difuminan la diferente filosofía inversora de las entidades con mayoría de capital público y de las sociedades privadas. Las primeras se concentraron en pequeñas inversiones en empresas en creación, o de reducido tamaño, en áreas geográficas limitadas. Las segundas, en gran medida de origen foráneo, realizaron un menor número de inversiones, aunque de una dimensión muy superior, en empresas en crecimiento o ya consolidadas.

Como resultado, a lo largo del período fue cambiando la orientación inversora del sector en su conjunto. Como muestra el cuadro núm. 1, aunque la concentración de las inversiones en empresas en etapas iniciales (semilla y arranque) era cercana al 80 por 100 al final de la primera fase, el inicio de las actividades de las sociedades gestoras de fondos implicó un progresivo cambio (4) de este tipo de inversiones hasta el 61 por 100 en 1991. No se alcanzaron niveles más bajos porque los nuevos inversores se caracteri-

zaron por realizar pocas operaciones, pero de un volumen muy superior a la media invertida por los operadores entonces existentes, en su mayoría con predominio de capital público.

### 3. Redefinición de la actividad (1992-1996)

En este período, se ralentizó el ritmo de crecimiento de los capitales netos gestionados (5) por los operadores radicados en España. Pese a que siguieron incorporándose nuevos inversores, los recursos anuales captados en ningún momento superaron el máximo de 33.541 millones de pesetas alcanzado en 1990. Por otra parte, un total de trece entidades dejaron de operar en este período, mientras que sólo tres lo habían hecho en el anterior. Como consecuencia, aunque el crecimiento medio anual ascendió al 8 por 100, entre 1994 y 1996 igualó o estuvo por debajo del 5 por 100.

Entre las causas que determinaron esta situación, pueden destacarse:

— Los altos precios pagados por la participación en empresas en el período 1987-1990, por la coincidencia del primer ciclo inversor de los operadores privados con los momentos posteriores a la incorporación de España a la Unión Europea (6).

— La abundancia de recursos pendientes de inversión, en relación con la escasez de inversiones que se ajustaran al perfil buscado.

— Las dificultades para desinvertir las participaciones adquiridas en la década anterior, especialmente en el caso de las inversiones en empresas en etapas iniciales.

CUADRO NÚM. 1  
DESGLOSE DE LAS NUEVAS INVERSIONES POR FASE DE DESARROLLO  
DE LA EMPRESA RECEPTORA: Período 1987-1998

	AÑOS											
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Número total de empresas . . . . .	121	133	159	114	136	99	96	116	107	91	155	158
<b>Desglose por fases (en porcentaje)</b>												
Semilla ( <i>Seed</i> ) . . . . .	n.d.	4,5	6,3	3,6	13,2	3,0	12,5	6,9	0,9	7,7	9,0	3,2
Arranque ( <i>Start up</i> ) . . . . .	71,1	60,2	61,6	50,9	47,8	37,4	42,7	39,7	47,7	38,5	29,0	32,9
Expansión . . . . .	28,9	33,8	30,8	41,2	35,3	63,5	39,6	43,1	39,3	45,1	50,3	44,3
Sustitución ( <i>Replacement</i> ) . . . . .	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,6	3,8
LBO/MBO/MBI . . . . .	n.d.	1,5	0,6	0,9	2,2	4,0	1,0	7,8	9,3	4,4	11,0	14,6
Reorientación ( <i>Turnaround</i> ) . . . . .	n.d.	n.d.	0,6	4,4	0,7	2,0	4,2	2,6	1,9	4,4	0,0	1,3
SUMA . . . . .	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

La entrada de operadores internacionales determinó una acumulación de una parte significativa de los recursos totales en pocas entidades. A finales de este período, las cinco entidades de mayor dimensión concentraban casi la mitad de los fondos del sector. También se consolidó la figura de las SGEGR como principal vehículo de actuación. En 1996, estas entidades representaban el 34,8 por 100 del número de entidades y tenían a su cargo el 70,5 por 100 de los recursos totales del sector.

En relación con la actividad desarrollada, al principio de esta etapa se produjo una reducción en los volúmenes invertidos, acompañada por una progresiva disminución en el número de transacciones contabilizadas. El número de empresas receptoras de las inversiones experimentó un continuado descenso desde 226 en 1991 hasta 146 en 1996.

Detrás de esta contracción se encuentran las dificultades antes señaladas, que además determinaron cambios en el enfoque de las inversiones. Los inversores públicos optaron por orientarse hacia operaciones en empresas existentes o por paralizar su actividad inversora. Las entidades privadas, que ya participaban en proyectos de arranque en muy contadas ocasiones, se concentraron aún más en empresas consolidadas de gran dimensión, pretendiendo adquirir en muchos casos participaciones no minoritarias.

Como consecuencia, se produjo una menor atención a empresas en fases iniciales, ya iniciada en la etapa anterior. En 1996 se alcanzaron los porcentajes de participación en este tipo de empresas, en el entorno del 5 por 100 del volumen total de inversión, que fueron habituales en el conjunto de los países euro-

peos desde finales de la década de los ochenta. Por el contrario, una parte significativa de las inversiones empezó a orientarse hacia empresas consolidadas, destacando las operaciones de compra con apalancamiento, tipo *leveraged buy-out* (LBO), *management buy-out* (MBO) o *management buy-in* (MBI).

Además del cambio de orientación por fase de desarrollo y tamaño de la empresa receptora, se registró un notable incremento en los volúmenes medios invertidos por operación (7) y empresa. A modo de referencia, el peso de las inversiones inferiores a 50 millones de pesetas descendió de forma paulatina desde el 69,9 por 100 en 1991 hasta el 49,1 por 100 en 1995.

### III. ELEMENTOS FUNDAMENTALES PARA LA EXISTENCIA DE CAPITAL-RIESGO

El entorno necesario para la adecuada regulación entre oferta y demanda de recursos de capital-riesgo debería incluir las siguientes condiciones:

- Un amplio mercado interior.
- Un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión y/o historia.
- Una regulación específica neutral y un tratamiento fiscal no confiscatorio para las plusvalías a largo plazo.
- Un saludable ritmo de natalidad de empresas.

La ausencia de estas condiciones puede ser la causa de distorsiones en el mercado como las obser-

CUADRO NÚM. 2  
DESGLOSE POR FASES DE LA INVERSIÓN TOTAL SUSCRITA:  
Período 1991-1998

	AÑOS							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Inversión total del año</b> (cifras en millones de pesetas) . . . . .	20.258	17.008	16.725	18.549	26.481	31.023	43.549	60.747
<b>Inversión total por fases</b> (en porcentaje)								
Semilla ( <i>Seed</i> ) . . . . .	3,1	1,5	1,6	0,4	0,0	1,1	0,9	1,3
Arranque ( <i>Start up</i> ) . . . . .	20,7	21,8	12,4	8,7	10,8	5,1	7,2	11,7
Expansión . . . . .	71,4	67,1	83,4	73,3	71,2	86,0	64,6	39,2
Sustitución ( <i>Replacement</i> ) . . . . .	1,7	0,0	0,0	0,0	3,0	0,0	2,3	5,3
Compra apalancada (LBO/MBO/MBI) . . . . .	3,1	8,8	1,2	15,0	14,6	6,1	25,0	42,3
Reorientación ( <i>Turnaround</i> ) . . . . .	0,1	0,7	1,3	2,7	0,4	1,8	0,0	0,3
<b>SUMA . . . . .</b>	<b>100</b>							

Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

vadas desde la década anterior en la mayor parte de los países del continente europeo. Desde mediados de los años ochenta, la actividad de los operadores se ha venido concentrando crecientemente en grandes operaciones en empresas consolidadas (European Venture Capital Association, 1993-1999; 1987-1992), abandonando casi totalmente la intervención en empresas en proceso de puesta en marcha y relegando a un segundo plano la participación en empresas existentes en crecimiento.

Esta circunstancia fue la causante de la sustitución del término original de capital-riesgo, *venture capital*, casi específicamente orientado a la participación en empresas en proceso de arranque o en crecimiento, por un término más amplio que abarcara cualquier inversión en una empresa no cotizada en los mercados oficiales de valores: *private equity*.

Nuestro país no fue ajeno a este proceso, aunque se incorporó con algún retraso, según lo expuesto en el apartado anterior, por la existencia de un número importante de inversores públicos.

La causa última del alejamiento de las operaciones de arranque tiene que ver con las peores rentabilidades relativas obtenidas en ellas en el primer ciclo inversor de los operadores europeos (Martí Pellón, 1999b). El uso del capital-riesgo se generalizó en Europa a mediados de la década de los años setenta. La estrategia de estos primeros inversores fue una copia de la experiencia americana –de Estados Unidos vinieron gran número de especialistas– que se tradujo en la constitución de carteras compensadas entre operaciones en empresas inmaduras, empresas en crecimiento y, en menor medida, empresas consolidadas.

Al cerrarse el ciclo inversor de los fondos de capital-riesgo, que tiene una duración de unos diez años, los gestores pudieron constatar las dificultades para desinvertir en las empresas participadas. Sólo las empresas consolidadas tenían una dimensión suficiente como para poder considerar su introducción en los mercados de valores oficiales. Las restantes tuvieron que venderse a los antiguos propietarios o a terceros relacionados con éstos y, en el mejor de los casos, colocarse en los segundos mercados bursátiles o venderse a un inversor estratégico.

En contra de lo que establece la lógica financiera, las inversiones más arriesgadas y con mayores plazos de recuperación, que además requieren una mayor atención de los gestores, generaron rentabilidades sistemáticamente inferiores a las obtenidas en operaciones en empresas consolidadas (8).

La explicación a este hecho no se encuentra en una inadecuada selección de las empresas, sino en los menores ritmos de crecimiento y la dificultad para realizar las participaciones al finalizar el período de vida de un fondo de capital-riesgo. En otras palabras, casi todas las operaciones de este tipo terminaban siendo malas para el inversor de capital-riesgo.

Además del mayor porcentaje de proyectos fallidos, habitual en empresas en etapas iniciales, las buenas operaciones acababan resultando malas por el insuficiente grado de consolidación alcanzado en el momento de la desinversión de la participada. Generalmente, el lento proceso de crecimiento no permitía que la empresa resultase suficientemente atractiva al final del período de vida del fondo de capital-riesgo que había invertido en ella, dificultando la venta y/o la obtención de un precio que incorporase el valor creado hasta la fecha.

Esta situación es preocupante por dos motivos. En primer término, se limita la atención del capital-riesgo a la financiación de la innovación y al arranque de empresas (Martí Pellón, 1999b; Murray y Marriot, 1998). Ambas actuaciones tienen una indudable importancia para la mejora de la competitividad del tejido empresarial.

En segundo término, la dificultad para rentabilizar inversiones en fase de arranque reduce las posibilidades de ajuste entre oferta y demanda. En Estados Unidos, un exceso de recursos disponibles para inversión determina una presión al alza sobre los precios de las empresas más consolidadas. La consiguiente reducción de la rentabilidad esperada en estas operaciones incentiva a los inversores a buscar participaciones en empresas más inmaduras, más abundantes en número, afrontando mayores riesgos. A cambio, las rentabilidades medias esperadas en ellas son sustancialmente más elevadas.

La dimensión del mercado interior facilita un rápido crecimiento para las empresas competitivas, independientemente de su tamaño inicial. Para ello, también son precisos abundantes recursos financieros, que pueden recabarse en un mercado de valores conocido como NASDAQ (National Association of Securities Automated Quotation), que, en su segmento más bajo, admite la colocación de títulos de empresas que ni siquiera han llegado a alcanzar beneficios. De este modo, el potencial de crecimiento puede aprovecharse, al disponerse de financiación casi ilimitada para financiarlo.

Paralelamente, la existencia de un mercado de

estas características ofrece liquidez al inversor de capital-riesgo, que puede realizar su participación a precios de mercado incluso si la empresa no finalizó su proceso de consolidación. Así, las mayores rentabilidades esperadas pueden finalmente materializarse, respondiendo a las expectativas de los operadores. Con ello, éstos no tiene inconveniente en desplazarse hacia abajo en la pirámide del tamaño de las empresas, facilitando la autorregulación entre oferta y demanda de recursos.

De este modo, la oferta y la demanda de recursos pueden alcanzar situaciones de equilibrio, atendiendo satisfactoriamente inversiones en empresas con muy diferentes grados de desarrollo. Una entrada masiva de recursos terminará traducándose en una mayor atención a empresas en etapas iniciales (9). En este contexto, es posible entender el papel jugado por el capital-riesgo en la aparición de nuevos sectores, como la microinformática o la biotecnología (Bygrave y Timmons, 1992).

Sin embargo, la ausencia de las referidas condiciones impide que la válvula que alivie la presión sobre los precios de las acciones de las empresas más consolidadas, que determinarán la rentabilidad futura de las operaciones, sea la entrada en proyectos empresariales más inmaduros, porque los inversores no conseguirían rentabilizar su participación en ellos.

En consecuencia, las carencias del entorno limitan la participación en empresas pequeñas o en proceso de puesta en marcha, y pueden desestabilizar el mercado en momentos de fuerte afluencia de recursos a esta actividad. Al no considerarse la participación en empresas en etapas iniciales, por los argumentos antes expuestos, la abundancia de recursos determinará un aumento desproporcionado de los precios de las acciones de las empresas más consolidadas o la no inversión de volúmenes comprometidos en fondos.

En el primer caso, se produciría un proceso de subasta en las escasas participaciones interesantes para los operadores. En el segundo, una parte significativa de los capitales comprometidos por inversores institucionales en fondos de capital-riesgo, por los que estarían pagando comisiones de gestión de un 2 a un 3 por 100 anual, no sería invertida ante la falta de oportunidades interesantes. Ambas situaciones son poco deseables, y concluirían con la insatisfacción de los inversores que aportaron sus recursos a los fondos de capital-riesgo.

Cabe preguntarse cómo es esto así cuando en

Europa existe un teórico mercado único, mayor que el de Estados Unidos, que admite la libre circulación de capitales y mercancías. En la práctica, la existencia de monedas diferentes y barreras administrativas y, sobre todo, culturales, han limitado el ámbito real de este concepto. Esto significa que el arranque de una empresa con éxito en un país no implica su extensión inmediata a los demás. En cada uno de ellos se afrontaría el riesgo inicial y el lento despegue de la empresa.

Por otra parte, los mercados de valores de los países europeos no estaban preparados para admitir emisiones de empresas poco maduras. Aunque desde principios de los años ochenta se empezaron a crear los llamados *segundos mercados bursátiles*, su implantación puede considerarse como un fracaso. Al tener la consideración de mercados de transición hacia el mercado oficial, nunca llegaron a consolidarse. Las empresas que evolucionaban con éxito promocionaban al primer mercado, mientras que el resto iba quedándose en el segundo, con una liquidez muy limitada para sus títulos.

A medio plazo, el advenimiento del euro como moneda única permite anticipar un cambio sustancial en el marco de referencia para el desarrollo de la actividad inversora profesional en el capital de empresas no cotizadas en los mercados de valores. En primer término, creará la base para el desarrollo de un verdadero mercado interior europeo. De este modo, en la medida en que el tiempo vaya reduciendo las barreras administrativas y culturales, se cumplirá la primera de las condiciones antes mencionadas.

Igualmente, la aparición de un auténtico mercado europeo único tendrá consecuencias sobre el tamaño óptimo de las empresas. Las empresas europeas, cotizadas y no cotizadas, deberán ajustar su dimensión para poder competir en el nuevo entorno. Las empresas cotizadas llevan años inmersas en procesos de concentración, gracias a la posibilidad de apelar a los mercados de valores para financiarlos.

Las PYME, que también se verán afectadas por este cambio en el entorno, casi no han iniciado el proceso de ajuste por falta de recursos o de empuje para afrontar la nueva situación. El capital-riesgo puede jugar un papel muy importante facilitando tanto los recursos como el asesoramiento necesarios para permitir el crecimiento, interno o externo, de las empresas.

De este modo, las necesidades de crecimiento de las PYME incrementarán la demanda de fondos de capital-riesgo y permitirán la potenciación de los mer-

cados de valores para empresas en desarrollo, al anticiparse la existencia de una abundante oferta y demanda de títulos de este tipo de empresas.

En este sentido, los fracasados segundos mercados bursátiles han sido sustituidos por nuevas iniciativas que pretenden desarrollar un papel similar al que juega el NASDAQ en Estados Unidos:

- EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation).

Está situado en Bruselas. Inició su andadura el 27 de noviembre de 1996 con el respaldo del NASDAQ. Una parte importante de las empresas cotizadas procede del NASDAQ.

- Mercados EURO.NM.

Se trata de una red integrada por el Nouveau Marché (París, 1996), el Neuer Markt (Frankfort, 1997), el NMAX (Amsterdam, 1997), Euro.Nm Belgium (Bruselas, 1997) y el Nuovo Mercato (Milán, 1998) (10). Se trata de mercados creados al amparo de las bolsas oficiales que, desde el 1 de enero de 1999, funcionan de forma integrada cotizando en euros. Estos mercados admiten la cotización dual en cualquier otro mercado.

- Alternative Investment Market (AIM).

Está situado en Londres. Inició su andadura en

junio de 1995 en sustitución del Unlisted Securities Market (USM), que había sido creado en 1980.

Transcurridos casi tres años desde el inicio de todos ellos, es posible identificar una diferencia en el funcionamiento de las opciones existentes. En el EASDAQ, la dimensión de las empresas introducidas es muy elevada y la evolución de su cotización no es espectacular, salvo contadas excepciones. Una parte significativa de ellas procede del NASDAQ, con la intención de acceder a una mayor franja horaria de cotización, permitiendo también su conocimiento por parte de inversores y potenciales clientes del continente europeo.

Como se recoge en el cuadro núm. 3, el EASDAQ parece haber optado, al menos en un primer momento, por limitar el acceso a empresas con una trayectoria contrastada. De este modo, sus promotores parecen querer evitar que una inversión fallida dañe el proceso de lanzamiento del mercado. Sin embargo, esta circunstancia puede provocar una evolución no espectacular de las empresas introducidas en este mercado, reduciendo su interés para los inversores como alternativa a los mercados oficiales. De hecho, el ritmo de incorporación de nuevas entidades ha sido sustancialmente inferior a lo planificado originalmente. Después de casi tres años, ni se han alcanzado las cincuenta empresas marcadas como objetivo para el primer año.

Pese al elevado número de compañías que han pasado por el AIM, una gran parte procedía del extinto mer-

CUADRO NÚM. 3  
REFERENCIAS BÁSICAS DE LOS NUEVOS MERCADOS  
(Datos a 1-10-1999)

MERCADO	AIM	EASDAQ	EURO.NM
<b>Inicio</b>	19/6/1995	27/11/1996	20/3/1996
<b>Empresas introducidas</b>	Más de 260	49	291
<b>Requisitos de acceso</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activos &gt; 3,5 M. euros</li> <li>• Rec. propios &gt; 2 M. euros</li> <li>• Más de 100 actas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activos - No hay un mínimo</li> <li>• Rec. Propios &gt; 1,5 M. euros</li> </ul>
<b>Oferta inicial mínima</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 100.000 acciones</li> <li>• 20 por 100 del capital social</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 100.000 acciones</li> <li>• 20 por 100 del capital social</li> <li>• Valor de la emisión &gt; 5 M. euros</li> <li>• Incremento del capital &gt; 50 por 100 del volumen emitido</li> </ul>
<b>Requisitos contables</b>	Normas IAS Normas US GAAP	Normas IAS Normas US GAAP	Normas IAS Normas US GAAP

Fuente: [www.easdaq.be](http://www.easdaq.be), [www.euronm.com](http://www.euronm.com).

cado USM, que le precedió en el tiempo. Por otra parte, está considerado por los inversores como un mercado de emisión más que como un mercado secundario.

Los mercados EURO.NM existentes han podido contar con la masa crítica de un gran número de compañías que ofrecían sus títulos a través de mercados *over-the-counter* (OTC). Sobre todo en los casos del Neuer Markt y del Nouveau Marché se ha tenido el acierto de incorporar a las empresas con mayor proyección del mercado OTC existente, algunas de tamaño bastante reducido, apreciándose una evolución muy positiva en los momentos posteriores a la oferta pública de los títulos. Como resultado, los inversores y otras compañías similares tomaron la decisión de probar suerte en esta iniciativa.

Esta orientación diferenciada reduce la confrontación inicial entre las alternativas expuestas. Sin embargo, es posible que esta situación no pueda prolongarse por mucho tiempo. No existe masa crítica para sostener un funcionamiento eficiente de tantos mercados con objetivos similares. Si bien los mercados EURO.NM funcionan de forma integrada, siguen existiendo el EASDAQ y el AIM para cubrir los mismos objetivos: la negociación de títulos de empresas no cotizadas en los mercados oficiales. Si se desea alcanzar un mercado con la profundidad que tiene el NASDAQ, incorporando desde empresas prácticamente recién nacidas hasta gigantes como Microsoft, se hace necesario un proceso de integración.

Si este proceso no tuviese lugar, la consolidación de un mercado llegaría con la marginación de las restantes iniciativas; o incluso no llegaría nunca.

#### **IV. ACTIVIDAD DESARROLLADA EN 1997 Y 1998 EN ESPAÑA**

Los operadores radicados en España desarrollaron su labor en el pasado (11) sin que se cumplieran las condiciones referidas en el apartado anterior. Como consecuencia se produjo el abandono de las inversiones en empresas en etapas iniciales y, en algunos casos, la retirada del inversor de esta actividad financiera.

Sin embargo, en los últimos dos años se están produciendo o anticipando cambios que animan la actividad. Entre ellos, deben destacarse:

- La implantación de la moneda única, que será un primer paso para contar con un auténtico mercado interior europeo.

- La aparición de los nuevos mercados de valores en Europa.

- La aprobación de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (12).

- La mejora del tratamiento fiscal de las plusvalías a largo plazo (13).

- La mayor sensibilidad hacia la PYME en las autoridades económicas, aunque no siempre se ve reflejada en medidas coordinadas por las distintas administraciones que resulten realmente operativas.

Con base en las expectativas generadas por estos cambios, y animadas por el ciclo económico, las entidades de capital-riesgo y capital desarrollo radicadas en España fueron responsables de la atracción de 115.638 millones de pesetas en 1998, superando en un 70,8 por 100 la cifra registrada un año antes, que también había constituido un máximo histórico (gráfico 2).

De este modo, los capitales totales que gestionan casi duplicaron su volumen en sólo dos años. Partiendo de los 188.911 millones de pesetas existentes a finales de 1996, se alcanzaron 343.981 millones de pesetas a finales de 1998 (14).

La importante entrada de fondos en el año 1998, y la eliminación de algunos fondos liquidados en el cómputo total de los capitales bajo gestión, determinaron algunos cambios en el peso relativo en el sector de los diferentes inversores nacionales y extranjeros. Como se recoge en el gráfico 3, los inversores extranjeros aumentaron su importancia relativa del 37,4 al 40,2 por 100 de los recursos entre 1997 y 1998. En su mayoría, se trata de entidades financieras y fondos de pensiones.

En segundo término, los inversores públicos redujeron significativamente su peso del 26 al 17,5 por 100. El abandono de la actividad de algunos operadores públicos de ámbito estatal y el moderado importe de las nuevas aportaciones procedentes de las Comunidades Autónomas causaron la mayor caída de la importancia relativa de estos inversores en los últimos diez años. Esto no significa que no siga siendo necesario su concurso, en actuaciones selectivas, para atender a los segmentos no cubiertos por los inversores privados, como las inversiones en etapas iniciales y en empresas con mayores componentes tecnológicos.

También debe ponerse de manifiesto que la administración de casi un 10 por 100 de los 60.431 mi-

llones de pesetas comprometidos por inversores públicos fue cedida a sociedades gestoras privadas para acometer inversiones de un perfil definido y en un entorno geográfico limitado.

Los grandes ausentes siguen siendo los fondos de pensiones y otros inversores institucionales radicados en España. Los fondos de pensiones constituyen la principal fuente de recursos en Estados Unidos. Dedicando una media de entre el 1 y el 2 por 100 de su patrimonio a esta actividad, estas entidades son responsables del 50 al 67 por 100 de los recursos captados anualmente en su país para esta actividad financiera.

Como consecuencia de la atracción de capitales registrada en los dos últimos años, los operadores radicados en España continuaron aumentando su actividad inversora (Gráfico 4). Durante el año 1998 se invirtieron 60.747 millones de pesetas, frente a los 43.549 millones de pesetas contabilizados en el año anterior. De este modo, el incremento experimentado en cada uno de los dos últimos años ascendió a un 40 por 100, ofreciendo continuidad a un aumento ininterrumpido del volumen invertido en los últimos cinco años.

Como el número de nuevas inversiones fue similar al registrado en 1997, el aumento del volumen com-

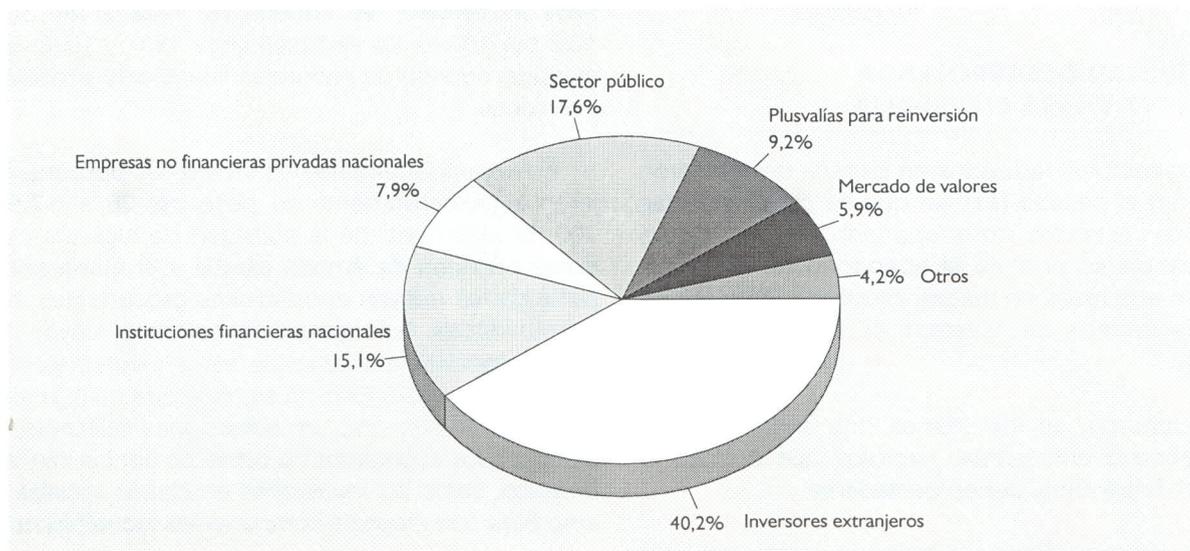
prometido se tradujo en un notable incremento de los valores medios registrados por operación. Cada nueva empresa participada recibió un promedio de 352 millones de pesetas de un mismo operador de capital-riesgo, frente a los 238 millones de pesetas registrados en 1997.

El hecho más relevante de la actividad desarrollada en 1998 fue la identificación del patrón inversor de los operadores radicados en España con la experiencia observada en el conjunto de los países europeos. Después de un proceso de acercamiento, iniciado a principios de los años noventa, el desglose de las inversiones por fase de desarrollo registrado en el año 1998 fue muy similar al representativo del conjunto de los países incorporados en el informe anual de la EVCA.

Las inversiones en MBO/MBI, que hasta el año 1997 nunca habían alcanzado más del 15 por 100 del volumen invertido, se convirtieron en las principales destinatarias de los recursos de capital-riesgo, acumulando el 42,3 por 100 del total en 1998. Por número de operaciones, la participación de los MBO/MBI se incrementó hasta el 13,5 por 100.

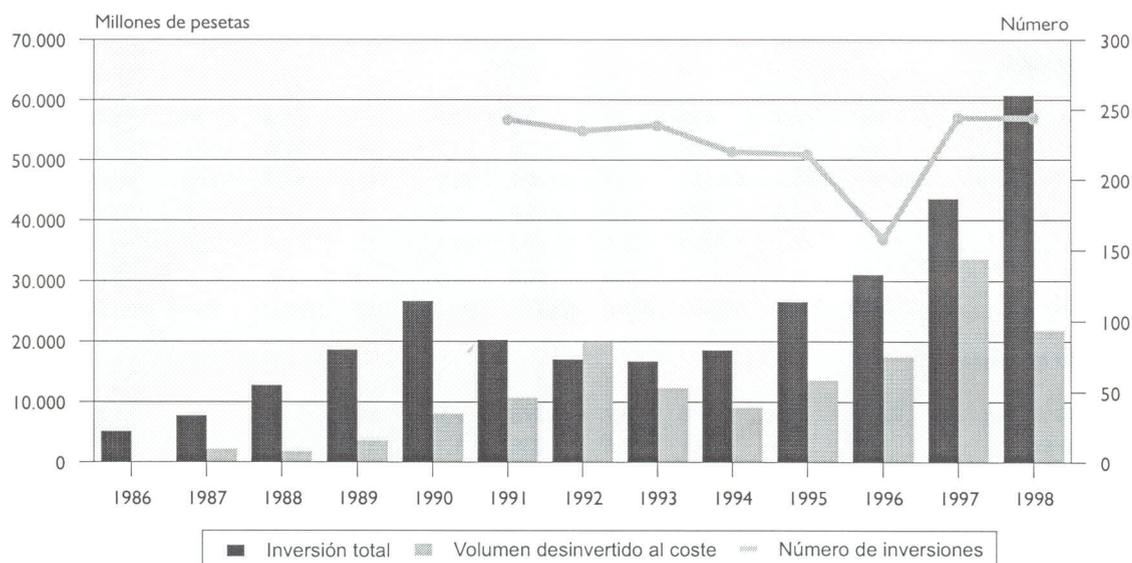
El aumento en el volumen invertido por operación tuvo como consecuencia la orientación hacia empresas de mayor dimensión. Las empresas con más de

GRÁFICO 3  
PROCEDENCIA DE LOS RECURSOS DE LAS SOCIEDADES  
Y FONDOS DE CAPITAL-RIESGO  
(A 31 de diciembre de 1998)



Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

GRÁFICO 4  
INVERSIONES Y DESINVERSIONES ANUALES



Fuente: Elaboración propia.

doscientos trabajadores aglutinaron el 50 por 100 del total comprometido en 1998, frente al 44,9 por 100 registrado un año antes. Por el contrario, las empresas con menos de veinte trabajadores recibieron 4.914 millones de pesetas, que representaron el 8,1 por 100 del total, cuando en 1997 su participación ascendió al 16,1 por 100.

Por sectores, las inversiones englobadas en la categoría *productos de consumo* acumularon el 40,5 por 100 del total, seguidas por las inversiones en *informática y comunicaciones*, que recibieron más del 11 por 100 cada uno, poniendo de manifiesto una creciente de atención hacia las empresas con mayores contenidos tecnológicos.

En el apartado de las desinversiones, a precio de coste, las cifras contabilizadas en 1997 y 1998 ascendieron a 33.577 y 21.791 millones de pesetas, respectivamente. Estos valores superaron cualquier valor registrado anteriormente mostrando la coincidencia con una evolución favorable de la situación económica y del mercado bursátil (15). Pese a ello, estas cifras se encuentran a gran distancia de los valores de inversión mencionados en párrafos anteriores.

El mecanismo de desinversión más utilizado fue el de las ventas a terceros, que representaron el 37,5 por 100 del total en 1998, seguido por las colocaciones de títulos en el mercado de valores, con el 28,1 por 100. Sin embargo, en número de operaciones, estas últimas

sólo significaron el 3,3 por 100 del total, reflejando que los mercados de valores españoles sólo están preparados para aceptar los títulos de las empresas más consolidadas, que comenzaron a atraer la atención de los operadores radicados en España a principios de la década de los años noventa.

Las salidas por recompra de los accionistas originarios limitaron su participación en 1998 hasta el 17,6 por 100, después de experimentar una disminución del 62,6 por 100 en relación con el año anterior. No debe olvidarse que hasta el año 1996 constituían la principal vía de desinversión, manteniendo todavía el 30,6 por 100 en 1997.

En relación con los tamaños de las desinversiones, las realizadas a través del mercado de valores alcanzaron un promedio de 765 millones de pesetas, frente a los 241 y los 51 registrados, respectivamente, en las ventas a terceros o en las operaciones de recompra. En todas ellas el período medio de mantenimiento fue de unos cinco años.

El volumen desinvertido mediante el reconocimiento de minusvalías disminuyó en un 16,4 por 100, aunque aumentó en número desde las 29 registradas en 1997 hasta 55 operaciones en 1998. El período medio de mantenimiento de estas participaciones, hasta el momento de reconocimiento de la minusvalía, ascendió a diez años, frente a siete en los dos años anteriores.

**CUADRO NÚM. 4  
DESGLOSE DE LAS INVERSIONES**

	CANTIDADES INVERTIDAS (M. PESETAS)						NÚMERO DE OPERACIONES REALIZADAS					
	1996	%	1997	%	1998	%	1996	%	1997	%	1998	%
<b>Por fase de desarrollo</b>												
Semilla . . . . .	327	1,1	412	0,9	772	1,3	7	4,4	14	5,7	5	2,0
Arranque . . . . .	1.570	5,1	3.129	7,2	7.118	11,7	35	22,2	51	20,9	52	21,3
Expansión . . . . .	26.681	86,0	28.117	64,6	23.791	39,2	106	67,1	152	62,3	144	59,0
Sustitución . . . . .	0	0,0	998	2,3	3.198	5,3	0	0,0	1	0,4	8	3,3
LBO/MBO/MBI . . . . .	1.895	6,1	10.893	25,0	25.679	42,3	6	3,8	26	10,7	33	13,5
Reorientación . . . . .	550	1,8	0	0,0	189	0,3	4	2,5	0	0,0	2	0,8
<b>Inversión del año . . . . .</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>
<b>Por tamaño de la empresa</b>												
0 a 9 trabajadores . . . . .	2.748	8,9	5.968	13,7	4.276	7,0	50	31,6	85	34,8	63	25,8
10 a 19 trabajadores . . . . .	770	2,5	1.141	2,6	638	1,1	17	10,8	25	10,2	20	8,2
20 a 99 trabajadores . . . . .	8.892	28,7	7.900	18,1	17.161	28,3	58	36,7	82	33,6	84	34,4
100 a 199 trabajadores . . . . .	2.458	7,9	9.016	20,7	8.302	13,7	9	5,7	22	9,0	26	10,7
200 a 499 trabajadores . . . . .	4.833	15,6	13.395	30,8	19.262	31,7	11	7,0	20	8,2	35	14,3
500 ó más trabajadores . . . . .	11.322	36,5	6.130	14,1	11.108	18,3	13	8,2	10	4,1	16	6,6
<b>Inversión del año . . . . .</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>
<b>Por tamaño de la inversión</b>												
0 a 9 millones . . . . .	114	0,4	154	0,4	80	0,1	27	17,1	41	16,8	21	8,6
10 a 49 millones . . . . .	1.366	4,4	1.693	3,9	1.529	2,5	53	33,5	67	27,5	62	25,4
50 a 99 millones . . . . .	1.621	5,2	2.662	6,1	3.034	5,0	23	14,6	41	16,8	42	17,2
100 a 199 millones . . . . .	2.678	8,6	3.921	9,0	5.801	9,5	19	12,0	33	13,5	44	18,0
200 a 499 millones . . . . .	6.823	22,0	10.787	24,8	11.649	19,2	21	13,3	37	15,2	39	16,0
≥ 500 millones . . . . .	18.422	59,4	24.332	55,9	38.655	63,6	15	9,5	25	10,2	36	14,8
<b>Inversión del año . . . . .</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>
<b>Por sectores</b>												
Informática . . . . .	81	0,3	3.129	7,2	6.918	11,4	3	1,9	9	3,7	16	6,6
Otros electrónica . . . . .	270	0,9	813	1,9	815	1,3	3	1,9	6	2,5	6	2,5
Productos/Serv. Industr. . . . .	4.511	14,5	9.373	21,5	5.762	9,5	36	22,8	41	16,8	42	17,2
Productos de consumo . . . . .	1.161	3,7	6.179	14,2	24.624	40,5	17	10,8	34	13,9	60	24,6
Agricultura/Ganadería/Pesca . . . . .	3.793	12,2	2.189	5,0	1.530	2,5	15	9,5	14	5,7	10	4,1
Energía/Recursos naturales . . . . .	591	1,9	1.723	4,0	762	1,3	6	3,8	14	5,7	14	5,7
Química/Plásticos . . . . .	1.893	6,1	4.634	10,6	2.704	4,5	17	10,8	28	11,5	12	4,9
Construcción . . . . .	1.887	6,1	1.230	2,8	349	0,6	5	3,2	13	5,3	7	2,9
Atención sanitaria/Medicina . . . . .	291	0,9	824	1,9	1.387	2,3	3	1,9	10	4,1	4	1,6
Hostelería/Ocio . . . . .	3.334	10,7	360	0,8	1.196	2,0	9	5,7	6	2,5	9	3,7
Comunicaciones . . . . .	1.485	4,8	1.782	4,1	6.862	11,3	10	6,3	16	6,6	13	5,3
Biotec./Ingeniería Genética . . . . .	7	0,0	1.016	2,3	44	0,1	1	0,6	7	2,9	2	0,8
Aut. Ind./Robótica . . . . .	55	0,2	84	0,2	257	0,4	2	1,3	2	0,8	3	1,2
Servicios financieros . . . . .	493	1,6	212	0,5	103	0,2	4	2,5	6	2,5	1	0,5
Otros servicios . . . . .	10.799	34,8	8.587	19,7	1.991	3,3	23	14,6	26	10,7	26	10,7
Otros . . . . .	375	1,2	144	0,3	2.279	3,8	4	2,5	7	2,9	12	4,9
Transporte . . . . .	0	0,0	1.270	2,9	1.916	3,2	0	0,0	5	2,0	2	0,8
Otros producción . . . . .	0	0,0	0	0,0	1.248	2,1	0	0,0	0	0,0	5	2,0
<b>Inversión del año . . . . .</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>

Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

## V. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS FUTURAS

El progresivo ajuste del entorno a las condiciones expuestas es la principal incertidumbre que afronta la financiación mediante capital-riesgo, constituyendo el origen de las principales amenazas que podrían presentarse en el futuro.

En primer término, la comparación de los gráficos 2 y 4 pone de manifiesto el desfase registrado entre los recursos captados y los invertidos en los dos últimos años. Una situación de sobreabundancia de fondos, en relación con el número de oportunidades de inversión, podría conducir a un proceso de inflación de precios o a la devolución de fondos a los aportantes sin haber sido invertidos en el período acordado para ello.

Dado el carácter cíclico de los procesos de captación de fondos, esta situación es normal en intervalos cortos de tiempo, pero no sería admisible de forma sostenida. De hecho, si se pasa revista al período 1986-1998, en siete años los recursos captados superaron el importe invertido y en seis años ocurrió a la inversa.

Sin contar los recursos que pudieran aportar los fondos paneuropeos, los fondos disponibles para inversión ascendían a 157.000 millones de pesetas (16) a finales de 1998. A este importe habría que añadirle también los nuevos fondos que están siendo captados a lo largo del año 1999. Si se desea evitar una excesiva presión sobre los precios de las empresas, la

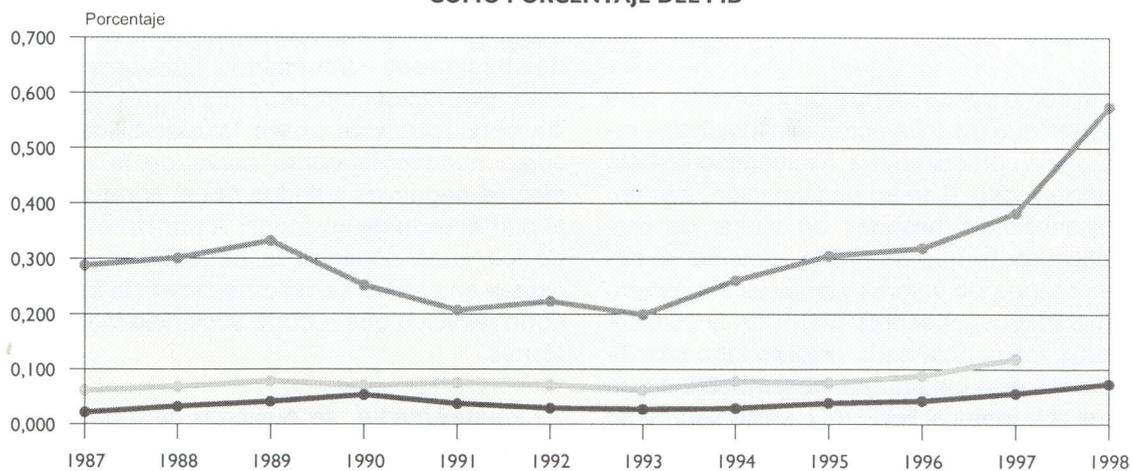
cifra de inversiones para este año debería superar suficientemente los niveles del año 1998. Esta circunstancia debería repetirse en los años siguientes para dar salida a los abundantes fondos que estarán disponibles.

En este sentido, el importante salto experimentado por las cifras de inversión en los últimos años no debe inducir a pensar que no existe margen para mayores crecimientos en el futuro. El gráfico 5, que muestra la relación entre la inversión anual suscrita y el producto interior bruto (PIB) en España, el Reino Unido y el conjunto de los países europeos pertenecientes a la OCDE, ilustra sobre la diferencia tanto respecto de la media europea como respecto del país europeo en donde esta actividad financiera ha alcanzado un mayor grado de desarrollo (17).

En segundo término, debe destacarse el desajuste entre los fondos invertidos y las desinversiones, contabilizadas éstas últimas a precio de coste (18). Como recoge el gráfico 4, considerando el período de doce años que arrancó en 1987, sólo en 1992 fue superior el volumen desinvertido a la cifra de inversión suscrita. De este modo, se manifiestan las dificultades de los operadores para desinvertir las participaciones que toman, motivadas por la ausencia de un mercado interior grande y de mercados de valores para empresas en crecimiento.

Sin embargo, la introducción de la moneda única constituye el origen de algunas oportunidades para esta actividad financiera. En primer lugar, las empresas deberán alterar su dimensión para adaptarse a

GRÁFICO 5  
INVERSIÓN ANUAL DE CAPITAL-RIESGO  
COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Cálculos propios, con datos tomados de MARTÍ PELLÓN (1999a), EVCA (1993-1999) y OCDE.

un mercado más grande y competitivo. Los inversores de capital-riesgo podrían desempeñar un papel relevante en este proceso, aportando financiación y asesoramiento externo a los procesos de crecimiento interno y externo.

Una posibilidad para aliviar la presión de la elevada oferta de recursos sobre los precios consistiría en participar activamente en las decisiones de concentración y/o agregación empresarial (19). El objetivo de esta actuación sería involucrarse en el proceso de aumento de la dimensión de empresas medianas para mejorar su posición competitiva en un mercado crecientemente unificado. La operación consistiría en capitalizar a una empresa determinada y utilizarla como catalizador en un proceso de fusiones y adquisiciones de empresas compatibles con ella, hasta alcanzar la dimensión deseada.

Los recursos que potencialmente absorberían este tipo de inversiones podrían dejar pequeñas las actuales disponibilidades del sector, especialmente si la estrategia se desarrolla en empresas de cierto tamaño. Sin embargo, se trataría de operaciones más alejadas del concepto original de capital-riesgo, en el que el protagonismo de la evolución de la empresa se cedía en exclusiva al empresario, en lugar de ser asumido más directamente por el inversor financiero.

En segundo lugar, además de asignar grandes volúmenes de fondos, esta actuación tendría repercusiones en la fluidez de los procesos de desinversión. Muchos de los grupos empresariales resultantes de estas operaciones tendrían la dimensión suficiente como para ser introducidos en los mercados de valores oficiales ya existentes. De este modo, la entrada en empresas de tamaño medio no sería un obstáculo para alcanzar la vía de salida más deseada, como ocurría hasta ahora.

Finalmente, como consecuencia de lo anterior, sería razonable pensar que los inversores institucionales radicados en España comenzaran a involucrarse en esta actividad financiera (20). Con su participación, aumentarían las transacciones basadas en títulos de empresas no cotizadas, lo que permitiría sustentar el desarrollo de mercados de valores similares a los mencionados en apartados anteriores (21). Con la consolidación de estos mercados, sería posible introducir títulos de empresas más inmaduras, desempeñando un papel similar al que juega el NASDAQ, en su segmento más ilíquido, en Estados Unidos.

Como resultado de esta sucesión de acontecimientos, sería posible pensar en la reducción de los

períodos de permanencia de las inversiones en empresas en etapas iniciales, de modo que los inversores privados de capital-riesgo volvieran a afrontar el reto de asumir mayores riesgos, pero con mejores expectativas de rendimiento. Con ello se permitiría la autorregulación entre oferta y demanda para evitar que los excesos de recursos desestabilizaran esta actividad financiera de vital importancia para el tejido empresarial.

## VI. CONCLUSIONES

La financiación mediante capital-riesgo es una actividad financiera difícil de acotar que admite desde interpretaciones restrictivas, que sólo consideran la participación temporal o minoritaria en empresas inmaduras, hasta otras más amplias que aceptan cualquier tipo de participación en una empresa no cotizada en los mercados oficiales de valores. Para el desarrollo del artículo, la evolución de la actividad en España determinó el uso de la segunda.

El arranque inicial del capital-riesgo en España se produjo con el protagonismo del sector público, que lo utilizó como herramienta para promover el desarrollo regional. Los inversores privados, en su mayoría extranjeros, no empezaron a interesarse hasta la incorporación de España a la Unión Europea, concentrándose en menos operaciones y en empresas de mayores tamaños.

El proceso de crecimiento inicial de esta actividad financiera en España se vio interrumpido a principios de los años noventa. Una de las causas del parón fue el impacto de la incorporación de España a la Unión Europea, que provocó un desproporcionado aumento en los precios de las empresas por el interés estratégico de inversores industriales procedentes de otros países comunitarios. Esta circunstancia, que sólo tuvo incidencia en nuestro país, vino a agravar las consecuencias sobre la rentabilidad de lo que suele conocerse como *curva de la experiencia* o efectos negativos sufridos por el aprendizaje durante el primer ciclo de inversión. A principios de la década de los años noventa, la rentabilidad de las operaciones en cartera se vio amenazada al iniciarse un período recesivo que recortó sustancialmente las valoraciones.

Paralelamente, se pusieron de manifiesto las dificultades para desarrollar al ritmo esperado los proyectos en empresas en proceso de arranque, como ya había ocurrido anteriormente en otros países europeos. El reducido tamaño del mercado interior y la au-

sencia de mercados al estilo del NASDAQ americano, fundamentalmente, están en el origen de los mayores plazos requeridos para rentabilizar este tipo de proyectos en períodos de tiempo asumibles para el inversor de capital riesgo.

El resultado conjunto de ambos factores determinó la contracción en el número de operaciones y la salida de algunos inversores ante el escaso abanico de inversiones interesantes y las negativas expectativas sobre la evolución de la economía. Los inversores concentraron crecientemente su atención en empresas de mayores tamaños, e incluso totalmente consolidadas. Poco a poco, se fue imponiendo un patrón inversor en el que la adquisición de empresas con apalancamiento dejó en un segundo plano incluso a la financiación del crecimiento, olvidándose, salvo por la actuación de algunos inversores públicos, de las inversiones en empresas en etapas iniciales.

Sin embargo, una serie de circunstancias se han conjugado para justificar un significativo incremento de la captación de fondos y del volumen invertido por los operadores. De todas ellas, conviene destacar la existencia de un período expansivo en nuestra economía y la introducción del euro como moneda única. La coincidencia de ambas permitirá, a largo plazo, que se cumplan las condiciones necesarias para la autorregulación entre la oferta y la demanda de recursos de capital-riesgo. Éste es un requisito para evitar distorsiones graves en los procesos de asignación y para facilitar la canalización de recursos hacia todo tipo de empresas no cotizadas, y no sólo hacia las más consolidadas.

Hasta dicho momento, el fuerte crecimiento de los recursos captados y los volúmenes invertidos en España no debería producir vértigo si se aprovecha otra de las oportunidades surgidas de la futura implantación de la moneda única: la necesidad de aumentar la dimensión de las empresas. El papel a jugar por los inversores de capital-riesgo consistiría en asesorar y financiar procesos de concentración de empresas medianas para facilitar su acercamiento a la nueva dimensión requerida de cara a la supervivencia en un auténtico mercado interior europeo. Con ello, se aliviaría la presión sobre los precios de las empresas más consolidadas, dando salida a los ingentes recursos captados recientemente por los operadores, y se acercarían las cifras de inversión, en su relación con el PIB, al lugar que les corresponde dentro del concierto europeo.

## NOTAS

(1) Uno de los sinónimos de riesgo que recoge el Diccionario de la Lengua de la Real Academia Española es ruina.

(2) Hasta 1986 no apareció la primera legislación específica del sector, recogida en el Real Decreto-Ley 1/86.

(3) Esta figura aglutina la mayor parte de los capitales en gestión en los mercados de capital-riesgo más desarrollados, a través de la creación de fondos que generalmente tienen una vida limitada.

(4) Aunque el descenso sería más acusado si se analizara el volumen total invertido en cada fase, dicha información sólo está disponible a partir de 1991.

(5) Capitales existentes más nuevos fondos incorporados en el año menos fondos amortizados o recursos de entidades desaparecidas.

(6) Por el interés estratégico de inversores industriales extranjeros, preocupados por acceder con rapidez al mercado español.

(7) Siguiendo la terminología de la European Venture Capital Association (EVCA), si una sociedad gestora invierte en una misma empresa con, por ejemplo, tres de sus fondos, se contabilizan tres operaciones.

(8) Los estudios de rentabilidad realizados en distintos países europeos ponen de manifiesto esta circunstancia. A modo de referencia, puede consultarse: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (1998), para el conjunto de Europa; JURY (1998), para el Reino Unido; ERNST & YOUNG (1998), para Francia; NEDERLANDSE VERENIGING VAN PARTICIPATIEMAATSCHAPPIJEN (1998), para Holanda.

(9) Que suelen atraer cantidades cercanas al 30 por 100 de la inversión total (VENTURE ECONOMIC, 1999).

(10) Se encuentra en estudio la incorporación de tres mercados más, promovidos por las bolsas de valores de Zurich, Estocolmo y Copenhague.

(11) Con una legislación intervencionista y sujeta a permanentes cambios, un reducido mercado interior, mercados de valores oficiales poco desarrollados y segundos mercados prácticamente inoperantes, y significativas trabas administrativas a la creación de empresas.

(12) La principal virtud de esta disposición es que pueda constituirse en un marco de referencia estable para los operadores radicados en España. En lo referente a su contenido, consolidó, con algunos avances, las paulatinas mejoras introducidas al Real Decreto-ley 1/86. Sin embargo, pese a la flexible definición de su objeto social, dado que una parte significativa de los inversores procede del exterior y que existe libertad de movimiento de capitales, no debe esperarse una generalizada acogida a la misma por parte de la mayoría de los operadores.

(13) Las modificaciones recogidas en el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, permitieron reducir al 20 por 100 la tributación de cualquier plusvalía a largo plazo en el impuesto sobre la renta de las personas físicas.

(14) En esta cifra ya están deducidos los fondos liquidados por terminar su ciclo de vida y los recursos de las entidades que abandonaron la actividad inversora. Siguiendo la metodología de la EVCA, que acumula todos los recursos captados desde el inicio de la actividad hasta la fecha, la cifra se elevaría hasta 407.000 millones de pesetas.

(15) Una de las principales razones del menor valor computado en 1998 fue la ralentización de los procesos de venta al agudizarse la crisis asiática en el mes de agosto.

(16) Debe aclararse que los recursos totales del sector recogen importes nominales de fondos que, en parte, ya fueron invertidos, recuperados y devueltos a los aportantes originales.

(17) Lo mismo ocurre al relacionar las cifras de recursos captados con el PIB.

(18) En los casos de pérdida total o parcial, se computa el valor original de la inversión suscrita.

(19) A esta actuación se la conoce como *build-up*.

(20) No debe olvidarse que los fondos de pensiones disponen de un porcentaje de libre disposición, y que los fondos de inversión pueden colocar hasta un 10 por 100 de su patrimonio en títulos emitidos por empresas no cotizadas.

(21) Sin entrar a valorar su carácter nacional o internacional.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BYGRAVE, W., y TIMMONS J. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston.

DOMINGUEZ, J. R. (1974), *Venture Capital*, Lexington Books, Lexington (Massachusetts).

ERNST & YOUNG (1998), *Mesures de la performance de l'activité du capital investissement en France (1988-1997)*, AFIC, París.

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (1998), "New pan-european performance study", *Europe Private Equity Update*, nº 9, enero, págs. 1-4.

— (1993-1999), *1993-1999 EVCA Yearbook*, Zaventem (BE).

— (1987-1992), *Venture Capital in Europe. 1987-1992. EVCA Yearbook*, Zaventem (BE).

JURY, J. (1998), "UK private equity demonstrates consistently superior returns", *UK Venture Capital Journal*, julio-agosto, págs. 21-24.

MARTÍ PELLÓN, J. (1999a), *El capital inversión en España, 1998*, Civitas, Madrid.

— (1999b), "Financiación de la innovación con capital-riesgo", *Papeles de Economía Española*, nº 81, págs. 196-210.

MURRAY, G. C., y MARRIOT, R. (1998), "Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor?", *Research Policy*, 27, páginas 947-976.

NEDERLANDSE VERENIGING VAN PARTICIPATIEMAATSCHAPPIJEN (1998), *Venture Capital Returns in the Netherlands*, sexta edición, La Haya.

VENTURE ECONOMIC INC. (1999), *1998 National Venture Capital Association Annual Report*, Arlington (Virginia).