

El apoyo al capital-riesgo en la política empresarial de la Unión Europea

Manuel Martín Rodríguez
Francisco Javier Sáez Fernández

INTRODUCCIÓN

Después de más de un lustro durante el que las economías occidentales habían estado sometidas a fuertes convulsiones por el lado de la oferta, a principios de la década de los ochenta se inició una larga etapa de reestructuración y crecimiento económico, acompañada de un proceso de liberalización de flujos comerciales y financieros sin precedentes, que ha terminado produciendo, al cabo de casi dos décadas, transformaciones muy profundas en el conjunto de los sectores productivos, en la organización de los mercados y en las estrategias de las empresas. En todo este proceso, la PYME ha desempeñado un papel muy destacado, adaptándose con prontitud a las transformaciones que estaban teniendo lugar en cada momento, creando empleo en mayor medida que las grandes empresas, y protagonizando algunos de los avances tecnológicos más importantes en sectores industriales de alta tecnología y gran potencial de desarrollo.

La Unión Europea fue consciente, casi desde el primer momento, del papel esencial de las PYME y de sus limitaciones estructurales en este nuevo escenario, iniciando muy pronto el diseño de su política empresarial, que, con el paso del tiempo, ha llegado a convertirse en una de las políticas estrella de la Unión Europea (1). En el marco de esta política, las acciones encaminadas a mejorar el entorno financiero de las PYME han tenido un peso fundamental. Y, dentro de éstas, el impulso a los mercados de capital-riesgo, como instrumento de eficacia probada para PYME con proyectos innovadores y fuerte potencial de crecimiento, ha pasado a ocupar un lugar privilegiado.

El objeto de este trabajo consiste, precisamente,

en analizar las políticas de apoyo al capital-riesgo en la Unión Europea. Con este fin, en el primer apartado, se hace una revisión de las aportaciones teóricas más relevantes en este campo, a fin de poder hacer posteriormente una evaluación de las políticas comunitarias a la luz de las principales conclusiones que se derivan de ellas. En el segundo, se describen y analizan las acciones comunitarias de mayor importancia en el ámbito de los mercados de capital-riesgo, entendiendo como tales el conjunto de normas, sistemas de contratación, agentes institucionales, empresas e individuos que desarrollan la actividad de capital-riesgo. Y en el tercero, siendo la existencia de mercados organizados en los que puedan negociarse acciones de pequeñas y medianas empresas uno de los determinantes fundamentales para el desarrollo y consolidación del capital-riesgo, se pasa revista a las acciones encaminadas al fomento de este tipo de mercados. El trabajo termina con un breve resumen de las principales conclusiones que se desprenden del análisis realizado en los apartados anteriores.

I. PRINCIPALES HIPÓTESIS SOBRE EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL-RIESGO

El capital-riesgo es una actividad financiera que viene dada por la aportación de recursos permanentes a una empresa, que suele hacerse efectiva, generalmente, mediante la toma de una participación en su capital social, aunque existen también otras modalidades. Esta participación no tiene vocación de permanencia ni de control sobre la empresa, sino la eventual obtención de plusvalías derivadas de sus posibilidades de crecimiento y generación de beneficios. En el desarrollo de esta actividad se implican tres tipos de

agentes, a los que corresponden funciones distintas, pero complementarias. Por una parte, la empresa o empresario que precisa fondos a largo plazo para impulsar un nuevo proyecto empresarial o para consolidar sus posibilidades de crecimiento. Por otra, el inversor de riesgo, normalmente un intermediario financiero con naturaleza societaria o fiduciaria que, tras evaluar el proyecto, decide proporcionar los recursos permanentes demandados. Y, por último, el capitalista de riesgo, que suele ser un ahorrador último con escasa aversión al riesgo y dispuesto a ceder sus recursos a intermediarios especializados con la esperanza de obtener importantes plusvalías en un corto período de tiempo. Cuando el ahorrador último toma parte directamente en el capital de la empresa, esto es, sin la mediación de un inversor de riesgo, se le denomina *business angel* (2).

Además de suministrar capitales permanentes a la empresa participada, el inversor de capital-riesgo desempeña funciones adicionales, entre las que pueden destacarse como más importantes las tres siguientes:

a) *Asistencia en la gestión*. El inversor de capital-riesgo es un intermediario experimentado en el desarrollo de empresas y con gran conocimiento de los sectores reales en los que opera. Por ello, en las primeras fases de la vida de las empresas, puede desempeñar una labor de asesoramiento crucial en tareas importantes, como el reclutamiento de personal, la selección de opciones tecnológicas, las campañas de marketing, etc. (Black y Gilson, 1998).

b) *Supervisión y control*. El inversor de capital-riesgo tiene importantes incentivos para supervisar y controlar la gestión de la empresa participada. Además de la inyección inicial de recursos, el inversor suele proporcionar fondos adicionales, en forma de capital o de deuda preferente, conforme va consolidándose el desarrollo de la sociedad. Por ello, la representación que se reserva en los órganos de gestión de la empresa participada suele ser sensiblemente mayor a la que le correspondería por derecho propio. En ciertos casos, y de acuerdo con la sociedad participada, puede tener derecho de veto en determinadas cuestiones clave. Todo ello le proporciona un extraordinario poder, particularmente en decisiones estratégicas, que, en algunos casos, puede alcanzar incluso al nombramiento de gestores (Lerner, 1995).

c) *Reputación y credibilidad*. El inversor de capital-riesgo proporciona credibilidad al proyecto de la empresa participada, siendo ésta una cuestión fundamental en las relaciones que se establecen con terceras personas. Así, los gestores más cualificados se

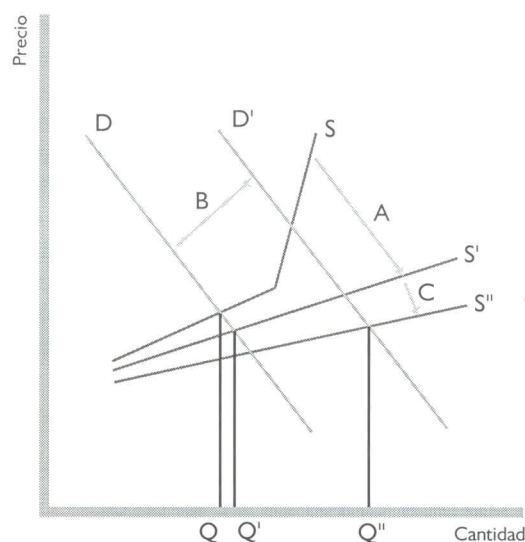
ofrecerán con menos reparos a ser contratados por una empresa de este tipo, las instituciones de crédito prestarán sus recursos con más confianza y garantía, y los clientes y proveedores gozarán de un mayor grado de seguridad en las operaciones que realicen con la sociedad participada. Y, por supuesto, a la hora de hacer una oferta pública inicial de acciones (*Initial Public Offering –IPO–*), la intervención de un inversor de capital-riesgo puede ser decisiva para el éxito de la operación (Gompers, 1996, y Meggison y Weiss, 1991).

El ciclo de este canal de financiación se cierra con la salida del inversor de capital-riesgo del capital de las empresas participadas. Además de al agotamiento de las funciones objetivas que acaban de apuntarse, esta salida responde a tres importantes razones que tienen que ver, en última instancia, con la relación existente entre el inversor de capital-riesgo y el capitalista de riesgo: el capitalista de riesgo necesita un mecanismo que le permita evaluar la destreza del inversor en la gestión de activos de riesgo, con objeto de seleccionar los mejores intermediarios a los que confiar sus recursos; el capitalista de riesgo debe evaluar, en términos del binomio rentabilidad-riesgo, las inversiones en los mercados de capital-riesgo en relación con inversiones alternativas, con miras a decidir la cuantía destinada a dichos mercados (Gompers, 1996); el capitalista de riesgo debe encontrar una vía para retirar los fondos cuando las expectativas del mercado no sean favorables.

Conocidos los rasgos básicos de esta modalidad de inversión, en lo que resta de este apartado se analizan las condiciones necesarias para que los mercados de capital-riesgo puedan desarrollarse con eficacia. Gompers y Lerner (1998) estudian, desde una perspectiva teórica y empírica, las fuerzas que han conducido el crecimiento del capital-riesgo en Estados Unidos desde principios de los años ochenta. En su análisis, distinguen entre factores de oferta y de demanda que influyen sobre el volumen de recursos en el mercado, entendiendo por factores de oferta los que afectan al deseo de los inversores de poner fondos a disposición de esta actividad, y por factores de demanda los que incitan a las empresas a demandar recursos de esta naturaleza. El modelo que se expone a continuación coincide, básicamente, con el que desarrollan estos autores, si bien contiene algunas matizaciones en cuanto a las variables explicativas y a la pendiente de las curvas de oferta y demanda.

El gráfico 1 refleja diferentes situaciones de equilibrio estático en un mercado de capital-riesgo. En el eje de abscisas se representa la cantidad de activos o recursos de riesgo intercambiados, y en el de orde-

GRÁFICO I
OFERTA Y DEMANDA EN EL MERCADO
DE CAPITAL-RIESGO



Fuente: GOMPERS y LERNER (1998, pág. 153).

nadas, el precio de dichos activos. La oferta de recursos depende positivamente de la tasa esperada de beneficios de las inversiones en capital-riesgo, que vendrá dada por el precio de las participaciones o activos de riesgo. Una rentabilidad (precio) creciente induce a una oferta creciente de recursos y, en consecuencia, la curva de oferta tiene pendiente positiva. Cuanto mayor sea la aversión al riesgo de los inversores, mayor la incertidumbre en el ámbito de los negocios y más gravosa la fiscalidad sobre las plusvalías obtenidas mediante esta modalidad de inversión, más rígida será la curva de oferta; y cuanto menor sea la rentabilidad y mayor el riesgo de inversiones alternativas, más plana será esta curva. Esto último induce a pensar que la curva de oferta en el mercado de capital-riesgo puede ser bastante elástica a un determinado nivel de rentabilidad esperada cuando existen buenos sustitutos para este tipo de activos. No obstante, si existen limitaciones legales a la capacidad de inversión de riesgo para los inversores institucionales, como de hecho sucede en muchos países desarrollados, la curva de oferta podría tornarse extremadamente rígida a partir del punto en que estén próximos a agotarse los recursos provenientes de inversores individuales.

La función de demanda está determinada por el volumen de capital-riesgo que buscan las empresas a una determinada tasa esperada de ganancias. Si el

precio del capital-riesgo se eleva, se demanda un menor volumen de recursos, pues el número de proyectos rentables se hace más escaso. En consecuencia, la curva de demanda tiene pendiente negativa. Cuanto mayor sea la aversión al riesgo de las empresas o mayor la incertidumbre en su entorno de actividad, más rígida será la función de demanda; y cuanto más fácil sea el acceso a otras fuentes de financiación a largo plazo y menor sea su coste, más elástica será esta función.

Los efectos de cambios en la regulación de la cartera de los inversores institucionales, en la fiscalidad de las plusvalías o en otros factores determinantes de la oferta y la demanda sobre el volumen de recursos intercambiados pueden analizarse con facilidad. Así, la liberalización parcial o total de las inversiones de los fondos de pensiones u otros inversores institucionales, con miras a facilitar su participación en sociedades no cotizadas o en operaciones de capital-riesgo, podría eliminar la rigidez de la oferta a partir del punto de inflexión y hacerla aún más elástica en su conjunto (desplazamiento desde S a S'), provocando un aumento de las operaciones en el mercado desde Q hasta Q' (movimiento A) (3).

Una reducción de los impuestos que graven las plusvalías produce, como ya se ha sugerido, una mayor elasticidad y un desplazamiento hacia la derecha de la curva de oferta hasta S'' (movimiento C). Al mismo tiempo, la reducción de impuestos sobre plusvalías puede hacer más atractiva la actividad empresarial, animando a gestores o empleados a iniciar negocios por su cuenta, por lo que también puede tener un efecto positivo sobre la demanda, desplazándola hacia la derecha hasta D' (movimiento B) y provocando, junto con el desplazamiento de la oferta, un aumento total de las operaciones desde Q' hasta Q'' .

Como factores explicativos adicionales, Black y Gilson (1998) señalan que las diferentes regulaciones en los mercados de trabajo y las diferencias en la cultura empresarial de los países, particularmente la valoración social de la figura del empresario y la predisposición de las personas a la asunción de riesgos, pueden influir también en el desarrollo de los mercados de capital-riesgo. Estas razones podrían ser, precisamente, una de las principales causas explicativas del diferente nivel de desarrollo del sector del capital-riesgo en Estados Unidos y en Europa.

Por su parte, Grinblatt, Titman y Wermers (1995) ponen de manifiesto cómo el comportamiento en un pasado reciente de diferentes sectores productivos puede influir en las decisiones de inversión y en la dis-

tribución de recursos por parte de los fondos de pensiones y otros inversores institucionales, y no sólo desde la perspectiva de la selección de los activos más rentables, sino también considerando la dimensión temporal. Esto es, en períodos en los que la inversión de riesgo produce importantes ganancias de capital, se generan importantes incentivos para mantener un alto nivel de actividad en estos mercados.

Desde una perspectiva diferente, más centrada en el entorno general de los mercados de capital-riesgo, Black y Gilson (1998) analizan los rasgos del sistema financiero de los Estados Unidos y el Reino Unido, con mercados de capitales muy desarrollados que desempeñan un papel muy importante en la financiación de las empresas, y de Alemania y Japón, donde la banca tiene un mayor protagonismo en la financiación y en el gobierno de las empresas. Y sostienen que países como los anglosajones, con sistemas de financiación centrados en mercados de capitales, tienen mayor probabilidad de éxito en el desarrollo de mercados de capital-riesgo que aquellos otros cuyos canales de financiación están dominados por la banca, y que un mercado de capitales muy desarrollado, que posibilita la salida del inversor en capital-riesgo mediante una IPO, es un elemento crucial para la existencia de un mercado de capital-riesgo amplio y activo. Para entender el vínculo entre ambos mercados, es necesario conocer los compromisos implícitos y explícitos que se formalizan entre las entidades de capital-riesgo y sus inversores, por una parte, y entre aquéllas y las empresas participadas, por otra. Así, la desinversión mediante una IPO permite al inversor de capital-riesgo entablar acuerdos implícitos con los empresarios sobre el control futuro de las empresas participadas, y esos acuerdos influyen de manera decisiva en el éxito del capital-riesgo en aquellos sistemas financieros basados en mercados de capitales.

Por otra parte, Black y Gilson (1998) sostienen que la mayoría de las empresas participadas preferirán la salida del inversor de riesgo mediante una IPO a otras alternativas, porque, además de la razón apuntada anteriormente (el mantenimiento de la capacidad de control por parte del empresario), la IPO permitirá maximizar el valor de la empresa en el momento de la venta (4).

Finalmente, Mason y Harrison (1997) destacan el papel que las redes de *business angels* pueden desempeñar en el desarrollo de los mercados de capital-riesgo, tanto en proyectos de menor envergadura como en los que se encuentran en fases iniciales, y defienden la necesidad de que el sector público permanezca en estos segmentos de mercado, dado el es-

caso volumen de recursos que los inversores privados canalizan hacia ellos.

En definitiva, esta rápida revisión de la literatura sobre los mercados de capital-riesgo permite sostener que tanto los factores de entorno (percepción social de la figura del empresario, cultura del riesgo, sesgo de los sistemas financieros hacia la banca o hacia los mercados de capitales, coyuntura económica general, etc.) como los específicos del mercado (regulación de las inversiones, fiscalidad de las plusvalías, proliferación de proyectos innovadores, disponibilidad y coste de recursos alternativos, etc.) desempeñan un papel muy importante en el desarrollo de estos mercados, siendo la interacción de todos ellos la que puede explicar las importantes diferencias que actualmente existen entre Estados Unidos y la Unión Europea.

II. LA POLÍTICA EUROPEA DE APOYO A LA FINANCIACIÓN DE PYME: EL CAPITAL-RIESGO

1. Debilidades estructurales en la financiación de las PYME y política comunitaria para la mejora de su entorno financiero

Uno de los factores que condicionan en mayor medida el desarrollo de las PYME es el de su debilidad financiera. Numerosos trabajos han puesto de manifiesto este hecho, que deriva de ciertos rasgos estructurales de la relación entre proveedores financieros y este tipo de empresas, que pueden resumirse en los siguientes puntos (5):

a) El acopio y análisis de información, necesarios para la evaluación y seguimiento de los riesgos que subyacen en los procesos de financiación, es una actividad en la que surgen importantes economías de escala, no sólo por la indivisibilidad de la inversión necesaria para obtenerla, sino también por su carácter de bien público. Los elevados costes fijos en los que incurren los intermediarios financieros cuando analizan la viabilidad de un determinado proyecto financiero hacen que las operaciones de pequeña dimensión resulten proporcionalmente más onerosas en términos de costes unitarios. Y el menor uso de esta información en el caso de PYME encarece igualmente el coste de oportunidad de su obtención.

b) Las PYME tienen, por término medio, una historia y una esperanza de vida mucho más breve que las grandes empresas. Su falta de reputación, derivada de

su relativa juventud, y los frecuentes riesgos tecnológicos o de mercado característicos de sus actividades, sobre todo en PYME con fuerte potencial de crecimiento, hacen que sus operaciones de financiación tengan un componente de riesgo más elevado que en el caso de grandes empresas, por lo que la prima por este concepto que cargan los acreedores será también más alta. Por estas mismas razones, el acreedor tenderá a acortar los plazos, con objeto de reducir los riesgos asociados a las operaciones con PYME.

c) La variabilidad de los flujos de caja generados en un determinado período de tiempo suele estar inversamente relacionada con la dimensión de las empresas, y por ello los riesgos asociados a operaciones financieras realizadas con PYME son objetivamente mayores y deben, por tanto, soportar un mayor coste unitario.

d) El deseo de mantener el control de la empresa por parte del propietario-gestor y las dificultades para acceder a distintas fuentes de financiación, tanto a corto como a medio y largo plazo, hacen que las PYME tiendan a recurrir en mayor proporción que las grandes empresas a la mal denominada financiación sin coste (proveedores).

Este abanico de problemas estructurales relativos a su financiación ha determinado que las acciones relacionadas con el entorno financiero y con el acceso a los recursos de las PYME tengan una importancia de primer orden en la política empresarial de la Unión Europea. Ya en 1986, el *Programa de acción para las pequeñas y medianas empresas*, primer gran documento de la política empresarial europea sobre PYME, aparte otras actuaciones para mejorar su entorno financiero, contempló acciones específicas destinadas a un reforzamiento de la actividad de capital-riesgo y a la promoción de mercados de valores adaptados a sus necesidades.

Después de esta primera experiencia, la política europea de apoyo a la PYME se institucionalizó definitivamente en 1990, articulándose en torno a los llamados *programas plurianuales*, en los que se definen las acciones a realizar y se asignan los correspondientes presupuestos. El *Primer Programa Plurianual a favor de la PYME (1990-1993)*, particularmente relacionado con la implantación del mercado interior en 1993 y con los problemas que se derivarían de ello para las PYME, contemplaba tres tipos de acciones: eliminación de obstáculos de carácter administrativo, financiero o jurídico que impidieran la creación de empresas, para lo que se preveían de nuevo acciones relacionadas con el capital-riesgo; información a las

empresas en general, y a las PYME, en particular, sobre políticas, reglamentaciones y actividades comunitarias y de los estados miembros que pudieran afectarles, y fomento de la cooperación y asociación entre empresas europeas (6).

El *Segundo Programa Plurianual a favor de la PYME (1994-1996)* estableció dos grandes objetivos que, a su vez, se desglosaban en diversas acciones (7). El primero de ellos consistía en el reforzamiento de la política empresarial, a fin de estimular el crecimiento económico aprovechando el dinamismo derivado del mercado interior y de los intensos vínculos existentes con otros países europeos, particularmente de la Europa del Este. Y el segundo se refería a la necesidad de poner a disposición de las empresas europeas instrumentos de comprensión y análisis de los cambios económicos y sociales que estaban produciéndose en el mundo, y de ofrecer el apoyo de las instituciones comunitarias para coordinar y complementar las políticas empresariales de la propia Comunidad, de los estados miembros y de las regiones. Con este fin, dentro del ámbito específico de la financiación, se proponían medidas de carácter fiscal encaminadas a corregir la falta de capacidad de autofinanciación de la PYME, y se trataba de potenciar el capital-riesgo, para el que ya existían algunos programas comunitarios en el seno de otras políticas, como el *Venture Consort* o el *Eurotech Capital*.

El *Tercer Programa Plurianual en favor de la PYME (1997-2000)*, dotado con un importe de 127 millones de ecus y vigente actualmente, no contempla grandes novedades con respecto a los anteriores. Los seis grandes objetivos que se plantea son: simplificar el entorno administrativo y reglamentario de las empresas; mejorar su entorno financiero; ayudar a la PYME a dar una dimensión europea e internacional a sus estrategias; aumentar la competitividad de la PYME y facilitar su acceso a la investigación, la innovación y la formación; fomentar el espíritu empresarial y apoyar a grupos especiales, como mujeres, jóvenes, etc; y mejorar los instrumentos de la política en favor de la PYME (8). Y, dentro de las medidas encaminadas a conseguir una mejora del entorno financiero, se contemplan diversas acciones: mejorar el acceso a los créditos y al capital-riesgo; continuar realizando esfuerzos para reducir las demoras en los pagos; facilitar el desarrollo de instrumentos financieros específicos, como el capital-riesgo y las sociedades de garantía recíproca y estimular el desarrollo de mercados de capitales para PYME de fuerte crecimiento.

Además de los *programas plurianuales*, la Unión Europea ha desarrollado también otros programas operativos de financiación a PYME en el marco de

otras políticas de carácter horizontal. Además de los citados anteriormente, hay que añadir la *Iniciativa PYME (1994-1999)*, que ha hecho posible la cofinanciación con los estados miembros de determinadas acciones de apoyo a las PYME, entre ellas el capital-riesgo, en regiones beneficiarias de fondos estructurales, y los instrumentos financieros de Edimburgo y Copenhague, de aplicación a toda la Unión Europea, que han consistido, respectivamente, en la creación de un Fondo Europeo de Inversiones, dotado con 2.000 millones de ecus, destinados a aportar garantías a los préstamos concedidos a PYME y a apoyar la creación de fondos de capital-riesgo, y en la apertura en el Banco Europeo de Inversiones de una línea de crédito a PYME, con bonificaciones en los tipos de interés, por importe de 1.000 millones de ecus.

En resumen, los sucesivos *programas plurianuales a favor de la PYME*, y otras políticas comunitarias de apoyo a este tipo de empresas, reflejan una preocupación creciente de la Unión Europea por los problemas específicos de financiación de las PYME y, en particular, por el fomento de las actividades de capital-riesgo como una de las medidas más eficaces para hacer frente a ellos. En el epígrafe siguiente se analizan con mayor detenimiento la instrumentación de estas políticas de apoyo al capital-riesgo y los resultados conseguidos hasta ahora.

2. El apoyo comunitario al capital-riesgo

Después de una primera operación experimental iniciada en 1989, la Comisión Europea aprobó en 1991 una acción piloto para estimular la creación de *fondos de capital de lanzamiento* en el marco del *Primer Programa Plurianual a favor de la PYME*. Las ayudas previstas eran anticipos reembolsables para cubrir el 50 por 100 de los gastos de funcionamiento en los cinco primeros años de vida. Además de estas ayudas, las que se creasen en regiones de la Unión beneficiarias de fondos estructurales recibirían una contribución en capital a través de los Centros Europeos de Empresa e Innovación (CEEI) establecidos en ellas. De acuerdo con el correspondiente informe de evaluación encargado por la Comisión, hasta mediados de 1997, con una aportación de la Comunidad en torno a 10 millones de ecus, los 23 fondos creados hasta entonces habían obtenido 49,7 millones de ecus e invertido un total de 35,0 en la creación de 207 empresas que habían generado ya 3.000 puestos de trabajo. De estos fondos, tan sólo tres habían tenido un planteamiento puramente comercial, con una selección rigurosa de un número reducido de inversiones de dimensiones relativamente importantes. Los

restantes eran fondos públicos o privados de desarrollo local.

En el marco de otras políticas de la Unión, la acción *Eurotech Capital*, que comenzó a funcionar en 1990, tiene como finalidad la de fomentar la financiación con capital privado de proyectos transnacionales de alta tecnología. A estos efectos, la Comisión apoya a entidades financieras especializadas en la aportación de fondos propios a PYME que tengan una capacidad de inversión de 50 millones de ecus, y que acepten reservar al menos un 20 por 100 para participación en PYME que desarrollen este tipo de proyectos. De acuerdo con el último informe publicado, la red contaba en 1994 con trece participantes, pertenecientes a la mayoría de los estados miembros, que se habían comprometido a invertir un total de 202 millones de ecus.

Dentro del Programa para la Innovación en Europa, el proyecto piloto *I-Tec (Innovation and Technology Equity Capital)* es una iniciativa destinada a fomentar inversiones en el capital inicial de las PYME tecnológicamente innovadoras. Con él se pretende desarrollar la capacidad de los operadores de capital-riesgo para evaluar y gestionar este tipo de operaciones que, a pesar de su viabilidad económica, no serían tomadas en consideración de otro modo. Para participar en este proyecto, en 1997 se seleccionaron nueve operadores de capital-riesgo, con una capacidad de inversión de 380 millones de ecus.

Por último, el programa *Venture Consort* trata de fomentar la inversión de sociedades de capital-riesgo en PYME mediante la formación de consorcios internacionales. Se proporciona ayuda para la búsqueda de socios y para sufragar los costes de constitución, y se hace una contribución a la propia inversión en forma de anticipo reembolsable, que puede llegar a ser hasta el 30 por 100 de la entrada ó 300.000 ecus.

Aunque este apoyo inicial al capital-riesgo continuó en el marco de la política empresarial y de las demás iniciativas comunitarias a las que acabamos de referirnos, no fue, sin embargo, hasta el *Tercer Programa Plurianual en favor de la PYME* cuando estas acciones se intensificaron y cuando la Comisión tomó conciencia definitivamente de la necesidad de apoyar la creación de mercados organizados de capitales para las PYME de rápido crecimiento y alta tecnología. Como de estos mercados se tratará expresamente en el próximo apartado, tan sólo nos referiremos aquí al *Informe de evaluación del tercer programa plurianual en favor de las pequeñas y medianas empresas (PYME) de la Unión Europea (1997-2000)* (Comisión de las Comu-

nidades Europeas, 1999), realizado por la consultora Deloitte & Touche a principios de 1999, en el que, junto a una valoración global claramente positiva de lo realizado hasta entonces, se contenían críticas menores a diversas acciones, algunas de ellas relacionadas con el fomento de las actividades de capital-riesgo.

En particular, se criticaba el lanzamiento, en noviembre de 1998, de un nuevo programa piloto de capital para PYME (CREA), destinado a subvencionar hasta treinta fondos de capital-riesgo que persigan la creación de nuevas empresas o la transmisión de empresas ya existentes, por estimar que esta nueva acción piloto no había aportado nada nuevo sobre la anterior, y que este tipo de medidas debía de ser competencia exclusiva de los estados miembros. La Comisión, no obstante, justificaba su iniciativa con los argumentos de que el suministro de capital de lanzamiento en el mercado europeo seguía mostrando importantes fallos, por lo que continuaba necesitando de apoyo, y de que la nueva acción había respondido a una petición expresa del Parlamento Europeo. En cualquier caso, el volumen de recursos destinado al conjunto de acciones relacionadas con el objetivo de mejorar el acceso a la financiación de préstamos y capital-riesgo había sido muy limitado. Entre 1997 y 1998 se asignaron a este fin un total de 527.251 ecus, previéndose una cantidad similar para el bienio 1999-2000.

Al margen de las acciones previstas en el *Tercer Programa Plurianual a favor de la PYME*, en el marco de la *Iniciativa para el crecimiento y el empleo*, el Consejo adoptó en mayo de 1998 una decisión "sobre medidas de ayuda financiera a las pequeñas y medianas empresas de carácter innovador y generadoras de empleo-iniciativa para el crecimiento y el empleo" (9). En el preámbulo, el Consejo exponía las razones que le habían llevado a adoptar esa decisión, asumiendo en su análisis la importancia de la PYME para el crecimiento económico y la generación de empleo, la relevancia de los problemas estructurales en la financiación de la PYME, y la importancia del capital-riesgo para la promoción empresarial. A partir de ahí, la decisión establecía un programa de ayuda financiera con el objetivo principal de "fomentar la creación de empleo, facilitando y fortaleciendo la creación y el crecimiento de PYME innovadoras". El programa incluía tres mecanismos financieros complementarios: el primero, denominado "Plan de ayuda inicial del MET (Mecanismo Europeo para la Tecnología)", administrado por el FEI, pretendía favorecer el desarrollo del capital-riesgo; el segundo, denominado "Empresa Conjunta Europea", administrado por la Comisión, se destinaba a estimular la creación de empresas conjuntas transnacionales integradas por PYME; y el tercero, denominado "Meca-

nismo de garantía PYME", administrado también por el FEI, pretendía potenciar el sistema de garantías de la Unión Europea.

Con el plan de ayuda inicial del MET se pretendía, según se ha dicho, facilitar capital-riesgo a PYME innovadoras o en fases de creación y desarrollo, mediante inversiones en fondos de capital-riesgo especializados, y en particular fondos de nueva creación, de ámbito regional, dirigidos a determinados sectores o tecnologías, o vinculados a centros de investigación y parques tecnológicos, en cooperación, siempre que ello procediera, con otros instrumentos de financiación establecidos por los estados miembros. La inversión máxima del FEI sería del 25 por 100 del valor total de las participaciones del fondo y hasta un 50 por 100 en casos excepcionales, no pudiendo superar, en ningún caso, los 10 millones de ecus.

En relación con este plan, en octubre de 1998, la Comisión publicó una comunicación en la que se fijaban criterios para la selección de inversiones por parte del FEI y se establecía un importe de referencia entre 150 y 190 millones de ecus, que tendrían que comprometerse antes del 31 de diciembre del 2002 (10). Aún es pronto para valorar esta acción, pero ya puede decirse que los fondos comprometidos en ella superan en mucho los del *Tercer Plan Plurianual* destinados a fines similares.

III. LOS MERCADOS DE VALORES PARA PYME EN LA UNIÓN EUROPEA

1. Las políticas de apoyo a la creación de mercados de valores para PYME. Análisis de la Comisión

Durante el tiempo de vigencia del *Segundo Programa Plurianual (1994-96)*, las diferencias, en cuanto a dimensión y funcionamiento de los mercados de valores organizados para PYME, entre Estados Unidos y la Unión Europea eran abismales. Mientras en Estados Unidos los inversores privados de capital-riesgo se mostraban muy activos y participaban en el lanzamiento de numerosas empresas de alto contenido tecnológico, algunas de las cuales llegaron a convertirse en líderes del mercado mundial pocos años más tarde (Apple Computer, Intel, Microsoft, Netscape, etc.), en Europa esta actividad no acababa de despegar. Estudios en poder de la Comisión revelaban que entre el 88 y el 95 por 100 de las empresas de Estados Unidos que recibían fondos de capital-riesgo acababan cotizando en el NASDAQ, en particular en su sección Small Cap, y que estas empresas, que representaban

el 0,04 por 100 del total, habían llegado a generar entre 1990 y 1994 el 16 por 100 de los empleos de nueva creación (Comisión de las Comunidades Europeas, 1999, págs. 5-9).

Por el contrario, a la altura de 1994, los principales mercados de valores nacionales de la Unión Europea declaraban que no estaban ni deseaban estar preparados para especializarse en transacciones de títulos de pequeñas empresas con alto potencial de crecimiento. Y todo ello a pesar de que en la década de los ochenta algunas de las principales bolsas europeas habían creado segundos mercados de valores para PYME, que nunca llegaron a despegar. No obstante, frente a esa apatía de las bolsas europeas, un creciente número de empresas comunitarias, impulsadas quizá por las campañas publicitarias de los bancos de inversión de Estados Unidos, mostraban su interés por cotizar en el NASDAQ. De hecho, en 1995, un 10 por 100 aproximadamente de las empresas que cotizaban en este mercado procedían de Europa. En esa misma fecha, los inversores institucionales de la Unión Europea eran ya también muy activos en el mercado NASDAQ, estimándose que más del 80 por 100 de los fondos de inversión y de pensiones de este lado del Atlántico invertían en él.

Consciente de todo ello, en su decisión de 14 de junio de 1993, por la que se aprobaba el *Segundo Programa Plurianual en favor de la PYME*, el Consejo había pedido a la Comisión que examinara la oportunidad y viabilidad de apoyar el desarrollo de un mercado secundario paneuropeo para PYME. La Comisión lo hizo en 1995, adoptando una comunicación *sobre la viabilidad de la creación de un mercado europeo de capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficiencia de su gestión y su crecimiento* (11), en la que se explicaba el funcionamiento del mercado electrónico NASDAQ de los Estados Unidos, se daba cuenta de los avances realizados en Europa para llegar a crear un mercado de esta naturaleza y se exponían los obstáculos que aún quedaban para conseguirlo.

En cuanto a los avances realizados, la Asociación Europea de Capital-Riesgo (EVCA), con una visión muy diferente a la de las principales bolsas europeas, en diciembre de 1993 había decidido formular una petición de apoyo financiero a la Comisión para realizar un estudio sobre la viabilidad de un mercado europeo de capitales para empresas caracterizadas por la eficacia de su gestión. La propuesta había sido aceptada y, en junio de 1994, por iniciativa de un grupo de trabajo constituido al efecto, se había adoptado la decisión de crear la Asociación Europea de Corredores de Valores Bursátiles (EASD) y un Mercado Europeo

de Capitales para Empresas Eficientemente Gestionadas (EASDAQ).

Como punto de partida, la Comisión había dado por buenas las conclusiones del estudio de EVCA, en el que, no obstante, se habían señalado las dificultades existentes para la creación de este mercado, entre las que, como más importantes, estaban las siguientes:

a) La falta de agilidad y la ausencia de criterios homogéneos entre autoridades reguladoras de mercados de valores nacionales en materia de aprobación de folletos de emisión, sobre todo cuando correspondían a empresas de otros países. Como posible solución, se recomendaba intensificar la coordinación entre dichas autoridades.

b) Las limitaciones que afectaban a la capacidad inversora de los fondos de pensiones, que penalizaban las inversiones en títulos no cotizados. La alternativa que se sugería era que se aprobara una nueva regulación en los estados miembros que considerara los títulos cotizados en segundos mercados como idénticos, a efectos de cómputo en los correspondientes coeficientes, a los que cotizaran en primeros mercados de valores.

c) Las normas relativas a fiscalidad de las plusvalías eran extraordinariamente complejas y muy diversas entre los estados miembros, subrayándose que ni siquiera los acuerdos en materia de doble imposición garantizaban la igualdad de trato entre inversores nacionales y extranjeros. Como solución, se sugería que el Estado del inversor no nacional permitiese una desgravación total de las plusvalías y que éstas se sometiesen a la legislación fiscal del otro Estado.

d) Finalmente, se apreciaba como problema importante un aspecto concreto de la fiscalidad de los dividendos, consistente en que las retenciones sobre rentas del capital y las normas sobre exenciones para dividendos de procedencia extraterritorial que aplicaban los estados eran bastante diferentes. Para superar este obstáculo, se proponía que se garantizase, como objetivo final, que los dividendos pagados por una empresa cuyas acciones cotizaran en un mercado paneuropeo de valores recibieran un trato igual de favorable que los dividendos pagados por una empresa nacional.

Los problemas señalados coincidían, en buena medida, con los señalados por la teoría de los mercados de capital-riesgo expuesta en el primer epígrafe.

En particular, la fiscalidad de las plusvalías y las limitaciones que afectaban a la capacidad inversora de los fondos de pensiones incidían muy directamente en la oferta de recursos y, por tanto, en la liquidez de los mercados; por lo que su adecuado tratamiento normativo podría ser crucial para el éxito de la iniciativa. Precisamente, la falta de liquidez de los segundos mercados que se crearon en Europa en la década de los ochenta había sido la principal causa de su práctica desaparición tras la crisis bursátil de octubre de 1987.

Pese a todos estos obstáculos, y con el apoyo de la Comisión, el proyecto pudo seguir adelante, y el 30 de septiembre de 1996 dio comienzo a sus operaciones el mercado EASDAQ, que finalmente había nacido como una iniciativa independiente de todos los mercados europeos de valores existentes en la Unión Europea, con sede en Bruselas pero con cobertura europea, y de acuerdo con la legislación belga. Nos referiremos a sus realizaciones más adelante.

Dos años más tarde de su primera comunicación sobre mercados bursátiles para PYME, en mayo de 1997, la Comisión elaboró un nuevo documento sobre *Mercados europeos de capital para pequeñas y medianas empresas*, en el que, sin aportar grandes novedades, se analizaban con mayor profundidad las perspectivas y los posibles obstáculos para el desarrollo de los mercados europeos de capitales para PYME (Comisión de las Comunidades Europeas, 1997). Después de repasar los avances que se habían producido en los dos últimos años, durante los cuales se habían puesto en marcha el EASDAQ y otras iniciativas de segundos mercados con fines lucrativos (el Alternative Investment Market de la Bolsa de Londres, y el EURO.NM), el documento se planteaba algunos interrogantes a los que se enfrentaban estos mercados u otros que pudieran crearse en un futuro: ¿existe un número suficiente de PYME europeas aptas y maduras para cotizar en Bolsa y, en caso afirmativo, cómo se les puede identificar?; ¿están dispuestos los titulares de este tipo de PYME a aceptar la disminución de control sobre sus empresas derivada de la emisión de acciones?; ¿tienen estas PYME la disposición y capacidad financiera suficiente para cumplir los elevados requisitos de información y transparencia que exigen los mercados de valores?; ¿tienen acceso al asesoramiento técnico y al apoyo necesario para preparar una IPO?; ¿son capaces y están dispuestas a sufragar los gastos derivados de la IPO y de la posterior cotización en el mercado?

La respuesta al primero de estos interrogantes era afirmativa, incluso desde 1994, cuando se había pre-

sentado el informe de EVCA. Sin embargo, no era fácil la identificación de las empresas susceptibles de cotizar en estos mercados. Para solventar el problema, se proponía que un organismo experto, público o privado, preparase una metodología europea de autoevaluación que facilitara a las PYME determinar sus posibilidades reales de salir con ciertas garantías de éxito al mercado de capitales.

Para salvar las eventuales reticencias que pudieran tener los titulares de PYME en cuanto a sacar al mercado un porcentaje de su capital y, por tanto, a ceder parte del control de la empresa, el documento de la Comisión confiaba en que las ventajas de la cotización (menor dependencia de los recursos bancarios, ampliación de las posibilidades de crecimiento, prestigio, etcétera) acabarían imponiéndose a los temores empresariales. En cualquier caso, entendía que, en este campo, los intermediarios financieros y las propias instituciones de la Unión podrían hacer una extraordinaria labor de asesoramiento y divulgación entre las PYME.

Los problemas relacionados con la rigidez de las disposiciones informativo-contables de las empresas que cotizan y los costes derivados de las ellas, sobre todo si la empresa debía presentar sus cuentas según normas de diferentes estados, tenían, en principio y a juicio de la Comisión, difícil solución. Quizá podría avanzarse con eficacia simplificando los requisitos de información exigidos a las PYME que sacasen al mercado parte de su capital y homogeneizando las disposiciones nacionales en materia contable.

Finalmente, por lo que se refiere a la disponibilidad efectiva de asesoramiento técnico por parte de intermediarios especializados y a la voluntad de la PYME de sufragar los costes derivados tanto de la IPO como de la posterior cotización, la Comisión, consciente de la elevada carga que suponen esas operaciones (12), consideraba que, como forma de estímulo inicial, del mismo modo que ya venía haciendo la Agence Nationale pour la Valorisation de la Recherche, podrían concederse adelantos reembolsables que cubrieran parte de los costes de la IPO.

Pero, además de los problemas que pudieran surgir en las relaciones entre PYME y mercados de capitales, el informe de la Comisión analizaba, sin profundizar demasiado, las barreras que podrían entorpecer el comercio transfronterizo de acciones. Entre ellas, destacaba los problemas derivados de la variabilidad de los tipos de cambio, que incrementan el riesgo de las transacciones internacionales de títulos; la persistencia de apreciables diferencias nacionales

en la regulación del comercio de valores, a pesar de que las directivas relativas a los servicios de inversión (13) y a la adecuación del capital (14) habían creado un marco legal bastante sólido y completo para el desarrollo de un único mercado de servicios financieros; las diferencias nacionales en la imposición de plusvalías y dividendos, en las normas de contabilidad y en el gobierno de las empresas (15); y la diversidad todavía vigente en cuanto a la capacidad de los inversores institucionales para determinar la composición de su cartera, que podría generar situaciones tan poco racionales como la de un fondo de inversión que no pudiera adquirir títulos de una empresa nacional por el hecho de que cotizara en un mercado internacional.

Con ese primer diagnóstico de la situación, el Consejo Europeo sobre empleo celebrado en Luxemburgo durante los días 20 y 21 de noviembre de 1997 reconoció la importancia del papel que los mercados de capital-riesgo paneuropeos de grandes dimensiones pueden tener en la creación de empleo” y solicitó a la Comisión que presentase “un informe al Consejo Europeo de junio de 1998 sobre los obstáculos al desarrollo de dichos mercados en la Unión”. Atendiendo a esta nueva petición, en marzo de 1998 la Comisión presentó una comunicación, titulada *El capital-riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea*, con un claro mensaje de política económica: lo que realmente estaba en juego con la potenciación de este tipo de mercados en la Unión Europea era, nada más y nada menos, el resurgir de un nuevo espíritu empresarial que fomentara la creatividad, las iniciativas empresariales y la predisposición de las personas a asumir mayores riesgos (Comisión de las Comunidades Europeas, 1998a).

La comunicación partía de la existencia de un amplio consenso en Europa sobre la necesidad de crear las condiciones más adecuadas para el nacimiento y desarrollo de PYME, y para que éstas pudiesen obtener capitales y cotizar en mercados específicos cuando tuviesen elevadas posibilidades de crecimiento. Para alcanzar esos objetivos, resultaba imprescindible que se dieran dos condiciones fundamentales: que los empresarios europeos tuviesen acceso a una financiación abundante y de calidad, al precio adecuado y en el momento oportuno para desarrollar sus proyectos; para lo que era necesario que se desarrollasen mercados de valores amplios y activos en los que se negociaran acciones de PYME, y que los inversores de riesgo dispusieran de continuas oportunidades de inversión de buena calidad, y que pudieran obtener una contraprestación justa por el riesgo asumido.

Y, para que se dieran esas condiciones, era neces-

sario, a su vez, superar un conjunto de obstáculos que impedían el desarrollo del capital-riesgo en Europa, que el informe, recogiendo ideas contenidas en otros anteriores de la propia Comisión, clasificaba en seis grandes categorías: elevada fragmentación de los mercados de valores; obstáculos institucionales y reglamentarios; imposición; escasez de PYME de alta tecnología; recursos humanos; y barreras culturales.

Con respecto a la fragmentación, la Comisión destacaba cómo en la Unión Europea existían treinta y tres mercados de valores y dieciocho autoridades reguladoras, mientras que en Estados Unidos había tan sólo tres grandes mercados de valores, que se elevaban a diez si se contaban los de carácter regional, y una sola autoridad de regulación, supervisión y control (la Securities and Exchange Commission). La fragmentación europea no sólo se derivaba de las normas de admisión y cotización propias de cada mercado, sino también de la falta de información y transparencia, de la fiscalidad, de las normas contables y de las leyes sobre quiebra, que no eran las mismas en todos los estados miembros y que hacían muy difícil la tarea de evaluación de riesgos.

Los obstáculos institucionales y reglamentarios señalados se referían, sobre todo, a tres cuestiones, dos de ellas ya analizadas (la existencia de límites nacionales a las inversiones institucionales en capital-riesgo, sobre todo en valores extranjeros y en títulos no cotizados, y la vigencia de normas contables y de información obligatoria muy distintas entre estados), y la tercera tenía que ver con la ausencia de regulación comunitaria en materia de creación, desarrollo y capacidad operativa de las sociedades y fondos de capital-riesgo, lo que impedía a estos inversores captar recursos en diferentes estados miembros, dificultando, en consecuencia, su objetivo de alcanzar un tamaño óptimo que les permitiera realizar sus funciones de evaluación y suministro de recursos con la debida eficacia.

Respecto a las trabas relacionadas con la imposición, que también han sido tratadas anteriormente, la Comisión había comprobado que los tipos de imposición marginales aplicados por los distintos estados miembros a la deuda (rentas de intereses) eran generalmente menores que los que gravaban las rentas del capital (dividendos y beneficios no distribuidos), lo que evidentemente penalizaba esta forma de captación de recursos.

La escasez de PYME de alta tecnología en la Unión Europea tenía su origen, a juicio de la Comisión, en diversos factores, entre los que se destacaban como

más importantes los siguientes: la ausencia de redes o concentraciones geográficas de PYME vinculadas entre sí y relacionadas con inversores financieros y centros de investigación geográficamente próximos; los procesos administrativos y reglamentarios para la creación de empresas, que eran largos, complejos y costosos, y las normas en materia de propiedad intelectual, que no favorecían la explotación empresarial de una patente.

Las dificultades relacionadas con los recursos humanos se referían, particularmente, a la escasez de especialistas en los campos de los mercados de capital-riesgo, y a la falta de iniciativas empresariales.

Por último, las barreras culturales tenían que ver con un conjunto de factores socio-culturales y reglamentarios que determinaban la existencia de unos índices de creación de empresas y de espíritu de riesgo muy pobres. Así, las sanciones excesivas tras un fracaso empresarial, el miedo a perder el control de un negocio, la escasa importancia que se concedía al gobierno de las empresas y la falta de cultura empresarial en las escuelas y universidades eran posibles causas que explicaban esos pobres resultados.

En definitiva, a juicio de la Comisión, los obstáculos al desarrollo de los mercados de capital-riesgo en la Unión Europea tenían su origen tanto en el lado de la oferta (fragmentación de los mercados, limitaciones a la capacidad inversora de los intermediarios institucionales e inadecuada fiscalidad de las plusvalías y de los rendimientos del capital) como en el de la demanda (falta de proyectos innovadores o con fuerte potencial de crecimiento, que a su vez estaba determinada por la escasez de conglomerados integrados por empresas innovadoras, centros de investigación y centros financieros, por determinadas deficiencias en la estructura de los recursos humanos y por barreras de tipo cultural) (16). Obviamente, los factores de oferta eran más controlables por las instituciones comunitarias o nacionales mediante una adecuada regulación, en tanto que los de demanda dependían de la voluntad de los inversores últimos, siendo muy poco elásticos a cualquier política institucional, por lo que su modificación requería largos períodos de tiempo.

2. Programas y acciones para el desarrollo de los mercados de capital-riesgo

Tras analizar la situación y perspectivas de los mercados de capital-riesgo en la Unión Europea, la Comisión proponía, en la misma comunicación, un plan de acción para impulsar su expansión, a llevar a

cabo en el bienio 1998-1999, cuyas principales medidas quedan resumidas en el cuadro núm. 1. Como puede comprobarse en él, las propuestas se agrupaban en función de los obstáculos detectados, y en ellas se abordaban todos y cada uno de los elementos de oferta y demanda que tanto la teoría de los mercados de capital-riesgo como los propios estudios de la Comisión habían venido subrayando una y otra vez. Sin embargo, su planteamiento no parecía suficiente para cambiar por sí mismo el panorama del capital-riesgo en la Unión Europea, al menos en el corto y medio plazo.

Por el lado de la oferta, el tratamiento que se hace de la fragmentación de los mercados, que quizá sea la principal causa de la escasez de fondos, resulta muy pobre. Tras más de un lustro de estudios e informes, las propuestas en este punto pueden calificarse como propias de una fase de diagnóstico. En ellas no se formula ninguna iniciativa normativa en los campos de la coordinación o unificación de las autoridades supervisoras de la reglamentación y estandarización de la información, o de la admisión automática de valores, una vez obtenida la primera licencia de cotización en un Estado miembro. Y si no se unifican las normas, difícilmente podrá hablarse de un mercado paneuropeo de capitales.

En el campo de los obstáculos institucionales, la Comisión es, en cambio, mucho más ambiciosa, al plantear abiertamente la necesidad de una reglamentación comunitaria para los fondos de capital-riesgo y para eliminar las restricciones a la capacidad de inversión de los inversores institucionales.

Las medidas propuestas para solucionar los problemas relacionados con la tributación de los capitales vuelven a ser muy tímidas. Es cierto que la Unión Europea puede hacer poco en este punto, puesto que se trata de una competencia de los estados miembros. Sin embargo, respetando las competencias nacionales, se puede llegar mucho más lejos en la adopción de medidas que eviten la discriminación fiscal de las plusvalías y de las rentas del capital por razones de nacionalidad o por la calificación que tengan los valores negociados. Estas disfunciones, obviamente, acentúan la fragmentación de los mercados.

Por el lado de la demanda, lo que está en juego, como bien señalan los diagnósticos de la Comisión, es la creación de un nuevo espíritu empresarial en la Unión Europea. Y no parece que éste sea un reto fácil de superar. La simplificación de los trámites burocráticos y el fomento de las relaciones entre universidades, empresas, investigadores e inversores puede

CUADRO NÚM. 1
ELEMENTOS DE UN PLAN DE ACCIÓN CON MIRAS
A SUPERAR LOS OBSTÁCULOS AL DESARROLLO
DE LOS MERCADOS DE CAPITAL-RIESGO
EN LA UNIÓN EUROPEA

Fragmentación

- a) Mesa redonda sobre "El impacto de la fragmentación del mercado europeo en el suministro de capital-riesgo".
- b) Vigilancia del mercado y desarrollo de la información y las estadísticas en todos los niveles de capital-riesgo.

Obstáculos institucionales y reglamentarios

- a) Fondos de capital-riesgo: legislación comunitaria relativa a fondos limitados especializados.
- b) Inversores institucionales: aprobación de normas cautelares para facilitar la inversión en capital-riesgo.
- c) Refuerzo de la cooperación para fomentar la participación en el capital social transfronterizo y la convergencia de la normativa.
- d) Modificación de legislación sobre folletos, para implantar un *pasaporte único* en grandes empresas y PYME.

Imposición

- a) Examen de la imposición deuda/recursos propios.
- b) Aclaración del marco fiscal de los fondos de capital-riesgo.
- c) Evaluación del impacto del impuesto sobre plusvalías en el capital-riesgo.
- d) Examen del tratamiento fiscal de las opciones de compra de acciones para fomentar la puesta en marcha de empresas de alta tecnología.

Escasez de PYME de alta tecnología

- a) Desarrollo de redes y reagrupación de universidades y centros de investigación; búsqueda de socios, medios de financiación y especialistas; clasificación de los mercados y las empresas.
- b) Simplificar trámites administrativos para la creación de empresas, basándose en las mejores prácticas de los estados miembros.
- c) Reforma del sistema de patente europea.
- d) Estimular la creación y el crecimiento de empresas de alta tecnología, incluida la creación de un *club paneuropeo* de alta tecnología que sirva de ejemplo y como fuente de contactos.

Recursos humanos

- a) Determinar las necesidades de formación de las empresas europeas de capital-riesgo y de las sociedades gestoras de alta tecnología.
- b) Evaluar las ventajas de los sistemas de remuneración en forma de acciones.

Barreras culturales

- a) Revisar la legislación en materia de insolvencia y quiebra para evitar una "sanción excesiva" del fracaso.
- b) Examen de la práctica europea en el campo del "gobierno de las empresas".

Fuente: COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1998a, págs. 26-29).

ayudar al nacimiento de nuevas ideas y nuevos proyectos empresariales con fuerte potencial de crecimiento, pero hace falta que esos valores penetren en la mentalidad y en el espíritu empresarial de los europeos, y ese proceso, además de precisar de un entorno político, social y jurídico apropiado (reconocimiento institucional y social de la labor del empresario, justa retribución de los riesgos y de los esfuerzos asumidos, etcétera), puede necesitar mucho tiempo (17).

3. El desarrollo real de los mercados de valores para PYME en la Unión Europea

A principios de los noventa, la distancia que separaba a los mercados de valores para PYME de Estados Unidos y de la Unión Europea era realmente abismal. Mientras el mercado estadounidense NASDAQ había llegado a convertirse en la primera Bolsa del mundo por número de sociedades cotizadas y en la segunda por volumen de contratación, en Europa los segundos mercados de valores creados en la década de los ochenta languidecían con cifras realmente insignificantes.

Había sido precisamente esta situación, que implicaba una grave limitación para las PYME europeas, la que había llevado a las instituciones comunitarias a diseñar la política de apoyo al nacimiento y desarrollo de nuevos mercados de valores para PYME, que ha sido descrita más arriba. Y esta política comenzó a dar sus primeros resultados en el trienio 1994-1996, en el que se crearon en Europa dos importantes mercados de este tipo (EASDAQ y EURO.NM) (18) —el primero de ellos con un apoyo decidido de la Comisión—, que en muy poco tiempo consiguieron llenar, al menos parcialmente, el vacío existente en este campo (19).

El mercado EASDAQ se había creado, efectivamente, en septiembre de 1994, por acuerdo entre la European Association of Securities Dealers (EASD), un importante grupo de instituciones financieras y entidades de capital-riesgo europeas, y el mercado NASDAQ, con objeto de promover una nueva Bolsa de valores en Europa, independiente del resto de mercados existentes y dirigida a PYME con gran potencial de crecimiento. Tiene sede social en Bruselas y está sujeto a la legislación belga. No obstante, el mercado opera de forma completamente automatizada mediante una red de telecomunicaciones entre operadores autorizados, por lo que no cuenta con espacio físico para el desarrollo de las sesiones de contratación. Dio comienzo a sus operaciones el 30 de septiembre de 1996, con una doble lista de valores, una para empresas europeas y otra para empresas inscritas en el mercado NASDAQ.

Los requisitos de admisión en el mercado EASDAQ continúan siendo muy exigentes para la mayor parte de las PYME europeas: deben tener unos activos mínimos de 3,5 millones de ecus y unos recursos propios de al menos 2 millones de ecus; contar con el apoyo de un *sponsor*, un agente miembro del mercado que asesora a la empresa en el momento de su introducción en Bolsa y mientras sus títulos coticen en ella, y tener registrados al menos dos creadores de mercado para garantizar la liquidez de los títulos. Las obligaciones sobre información son similares a las existentes en el mercado NASDAQ, y consisten básicamente en un folleto de admisión aprobado por la autoridad competente, en el que deben figurar los estados financieros de los tres últimos ejercicios y proyecciones de resultados para ejercicios siguientes, y en la presentación de las cuentas anuales auditadas y de estados financieros trimestrales no auditados. Se exige también que las empresas tengan un Consejo de Administración con al menos dos consejeros independientes, y, con objeto de evitar que los gestores abandonen la empresa en una situación financiera precaria, los promotores o directivos han de comprometerse a mantener su participación durante al menos seis meses después de la salida al mercado.

Por otra parte, en febrero de 1995, la Bolsa de París hizo pública su intención de crear un Nouveau Marché para PYME de reciente creación o que desearan ampliar su base accionarial, pertenecientes a sectores de alta tecnología, caracterizadas por la eficacia de su gestión y con grandes posibilidades de crecimiento, con el objetivo final de crear una red a escala europea de centros financieros al servicio de este tipo de empresas, que utilizarían un sistema unificado de requisitos para la admisión y cotización en el mercado, y que constituirían conjuntamente el EURO.NM (Comisión de las Comunidades Europeas, 1995, páginas 9-17). A principios de 1996, la Bolsa de Bruselas se sumó a esta iniciativa, creando el EURO.NM-Belgium, y desde entonces se han adherido, siguiendo

procedimientos similares, el Neuer Markt de la Bolsa Alemana (marzo de 1997), el Nieuwe Markt de la Bolsa de Amsterdam (marzo de 1997), y el Nuovo Mercato de la Bolsa de Milán (enero de 1999).

Aunque cada miembro del EURO.NM tiene autonomía para la organización y gestión de su propio mercado y está sujeto a la supervisión del órgano rector correspondiente, en la práctica, como consecuencia de la firma entre las partes implicadas, en diciembre de 1996 y abril de 1998, de unos "Acuerdos de armonización del mercado", los requisitos de admisión y cotización son prácticamente idénticos. En el momento de la admisión, la empresa solicitante deberá tener unos recursos propios de 1,5 millones de ecus, de los cuales, se colocarán en el mercado al menos 100.000 títulos representativos de un mínimo del 20 por 100 del capital. También se ha establecido un requisito de no disposición de las acciones para los promotores o gestores, quienes tendrán que mantener la totalidad de su inversión durante al menos seis meses o el 80 por 100 de la misma durante al menos un año. En cuanto a requisitos de información, los acuerdos establecen que deberá presentarse para su aprobación un folleto de emisión con la información exigida en la normativa europea y un análisis sobre los factores específicos de riesgo; una vez aceptada la admisión, se presentarán cuentas anuales auditadas y estados financieros trimestrales no auditados. En la admisión, y mientras se mantenga la cotización, la sociedad deberá contar con el apoyo de un asesor y al menos un creador de mercado, que podrán coincidir en un mismo intermediario.

El desarrollo de estos dos mercados ha sido espectacular en sus apenas tres años de vida. En el cuadro núm. 2 se resume la evolución del número de empresas que han entrado a cotizar en ellos, número de acciones en circulación y capital emitido entre diciembre de 1996 y junio de 1998. En los últimos meses, se ha mantenido el crecimiento, y en septiembre de 1999 eran ya cuarenta y nueve las compa-

CUADRO NÚM. 2
TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE VALORES PARA PYME EN LA UNIÓN EUROPEA

	NÚMERO DE EMPRESAS		ACCIONES EN CIRCULACIÓN (MILL.)		CAPITAL EMITIDO (MILL. DE ECUS)	
	EASDAQ	EURO.NM	EASDAQ	EURO.NM	EASDAQ	EURO.NM
Diciembre 1996	4	18	69,6	90,8	200,8	233,8
Marzo 1997	8	26	137,3	133,9	288,7	324,1
Junio 1997	10	37	170,4	303,2	319,3	533,3
Septiembre 1997	16	50	253,7	357,5	438,4	776,7
Diciembre 1997	23	62	340,8	426,5	655,0	1.125,0
Marzo 1998	25	70	403,3	458,6	943,1	1.319,3
Junio 1998	30	111	459,3	630,5	1.113,6	2.054,8

Fuente: SOLER (1999)

ñas admitidas en el EASDAQ y 291 las que cotizaban en el EURO.NM. Por otra parte, entre enero y septiembre de este mismo año se han llevado a cabo diez nuevas emisiones en el mercado EASDAQ, que totalizan una cifra de 535,5 millones de ecus, lo que representa el 48 por 100 de la cifra acumulada hasta junio de 1998. Y en el mercado EURO.NM, la capitalización ha crecido en este mismo período un 82,12 por 100 con respecto a diciembre de 1998, a pesar de la caída que se ha producido en las cotizaciones.

El volumen de contratación en ambos mercados también ha crecido extraordinariamente, tanto en cifras totales como en operaciones por empresa y en términos de contratación efectiva (cuadro núm. 3). Esta última es la que mejor indica el grado de liquidez del mercado, siendo especialmente elevado en el caso del EURO.NM., donde en abril de 1998 se hicieron operaciones por un importe veintiuna veces superior al valor de todos los títulos admitidos.

Las cotizaciones, por su parte, con la excepción del presente ejercicio en el mercado EURO.NM, también han presentado una evolución muy favorable. Así, los rendimientos medios de los inversores de EASDAQ han sido del 190,44 por 100 desde el 31 de diciembre de 1996, del 88,87 por 100 desde finales de 1997, y del 9,57 por 100 en el presente ejercicio. El índice general de EURO.NM se ha revalorizado un 324,38 por 100 desde el 31 de diciembre de 1996, y un 129 por 100 desde el 30 de diciembre de 1997, aunque ha descendido algo más de un 30 por 100 en los nueve primeros meses de 1999.

En definitiva, el comportamiento de los mercados paneuropeos de capitales para PYME ha sido hasta ahora muy brillante. Los indicadores relacionados con

el tamaño y la liquidez de EASDAQ y EURO.NM han evolucionado de forma muy positiva. No obstante, la comparación de estas cifras con las correspondientes del mercado NASDAQ indica que aún queda un largo camino por recorrer en la Unión Europea. Baste con recordar que, a finales de 1997, cuando la preocupación de la Comisión por los mercados de valores para PYME era mayor, en el mercado NASDAQ cotizaban unas 5.500 sociedades, con una capitalización de casi 1,7 billones de ecus.

CONCLUSIONES

En las dos últimas décadas, las PYME han desempeñado un papel esencial en el proceso de reestructuración productiva de las economías desarrolladas, en el crecimiento económico, en la creación de empleo y en el impulso de nuevas tecnologías. El nacimiento de un tipo singular de PYME, eficientemente gestionadas, innovadoras y con fuerte potencial de crecimiento, ha sido el principal impulsor de todos estos cambios, y en todo este proceso los mercados de capital riesgo han desempeñado, al menos en Estados Unidos, un papel fundamental como proveedores de capitales propios. En la Unión Europea, sin embargo, todos estos cambios se han producido con menos intensidad, pudiendo ser ésta una de las causas que explicarían el menor dinamismo global de las economías comunitarias en relación con Estados Unidos.

En este trabajo, se han analizado algunos de los factores que podrían explicar este comportamiento, no del todo satisfactorio, de las actividades de capital-riesgo y de los mercados de valores para PYME en la Unión Europea. Y, en este sentido, la revisión de la teoría sobre el desarrollo de las actividades de ca-

CUADRO NÚM. 3
CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS EUROPEOS DE VALORES PARA PYME

	VOLUMEN MENSUAL/EMPRESA (a)		CONTRATACIÓN EFECTIVA (b)	
	EASDAQ	EURO.NM	EASDAQ	EURO.NM
Diciembre 1996.....	7,4	2,6	4,26	5,37
Febrero 1997.....	2,8	2,6	1,61	4,39
Abril 1997.....	2,0	5,8	1,42	8,61
Junio 1997.....	7,1	17,7	3,77	20,26
Agosto 1997.....	7,2	12,1	3,75	13,51
Octubre 1997.....	8,2	15,4	3,56	16,69
Diciembre 1997.....	5,0	12,5	2,47	13,12
Febrero 1998.....	10,3	37,1	2,94	26,28
Abril 1998.....	24,1	44,0	5,08	21,11

Notas:

(a) Mill. ecus.

(b) Volumen mensual negociado respecto a capitalización a final de mes.

Fuente: SOLER (1999).

pital-riesgo y el análisis de las políticas diseñadas por las instituciones comunitarias en este campo permiten comprender este pobre comportamiento, así como las acciones de política empresarial emprendidas por la Unión Europea para mejorarlo.

1. La revisión de la literatura sobre el desarrollo de los mercados de capital-riesgo indica que tanto las condiciones de entorno como las específicas del propio mercado determinan los niveles de eficacia y desarrollo que pueden alcanzar estas actividades. Dentro del primer grupo, el sesgo de los sistemas financieros hacia los mercados de capitales en detrimento de la financiación bancaria, la existencia de un arraigado espíritu empresarial y de un sistema de valores sociales en el que el riesgo y el esfuerzo encuentren una adecuada retribución, o la permanencia de una coyuntura económica favorable para la expansión de los negocios, pueden favorecer su desarrollo. En cuanto a las condiciones de mercado, por el lado de la oferta, factores como un adecuado tratamiento de las plusvalías y de los rendimientos del capital, una relajación de los límites cuantitativos a la inversión en acciones de sociedades no cotizadas que afectan a los inversores institucionales, y la existencia de mercados eficientes en los que se negocien valores de PYME, y que permitan la salida de los inversores de riesgo una vez alcanzados sus objetivos, pueden impulsar la afluencia de recursos hacia el sector del capital-riesgo. Por el lado de la demanda, nuevamente los aspectos fiscales, junto con la regulación laboral, el grado de complejidad administrativa en relación con la creación de nuevas empresas y el estímulo institucional a las actividades de I+D, pueden influir en el ritmo de aparición de proyectos rentables y, por tanto, en la intensidad de demanda de recursos de capital-riesgo.

Estos condicionantes de mercado, tanto de oferta como de demanda, pueden ser objeto de regulación por parte de las autoridades reguladoras. Sin embargo, los factores de entorno, particularmente los que se refieren a la idiosincrasia de los pueblos, que afectan de manera fundamental a la demanda estructural de recursos, sólo pueden ser alterados tras largos períodos de cambio y maduración.

2. Los diagnósticos de la Comisión Europea sobre el estado de los mercados de capital-riesgo en la Unión Europea revelan que las instituciones comunitarias han sido, al menos durante el último decenio, plenamente conscientes de las dificultades, tanto de entorno como de oferta y demanda, que cercenan las posibilidades de desarrollo del sector. Las limitaciones de oferta que derivan de la fragmentación de los mercados europeos, de los defectos de regulación en

cuestiones tan importantes como la fiscalidad, la capacidad inversora de los intermediarios institucionales o los trámites administrativos para la creación de nuevas empresas, y otros problemas de carácter estructural que entorpecen la aparición de proyectos rentables, como las barreras de tipo cultural, las deficiencias en la estructura de los recursos humanos, y la inadecuada articulación de los ejes y polos de innovación y crecimiento en la Unión Europea, son disfunciones que la propia Comisión ha calificado como obstáculos importantes para el desarrollo del sector de capital-riesgo en Europa.

Sin embargo, los programas y planes diseñados por las instituciones comunitarias para superar esta situación se han centrado, casi exclusivamente, en aquellas cuestiones que afectan a las condiciones de mercado y, particularmente, en la oferta de recursos, descuidando aquellos problemas de carácter estructural que inciden sobre la demanda, cuya solución requiere otro tipo de medidas y un largo proceso de maduración. Las acciones concretas que se han adoptado en el marco de los *programas plurianuales en favor de las PYME*, si bien se han centrado en un segmento crítico del capital-riesgo (el capital lanzamiento), se han dotado con unos recursos financieros tan escasos que es bastante dudoso que puedan tener efectos reales; y el Plan de ayuda inicial del MET, con una dotación presupuestaria mucho más importante y con unas prioridades de financiación adecuadas a aquellos sectores en los que se observan los mayores fallos de mercado (fondos de capital-riesgo especializados en sectores de alta tecnología, fondos regionales o que financien la explotación de resultados de investigación), ha vuelto a incidir casi exclusivamente sobre la oferta de recursos de riesgo, descuidando de nuevo los estímulos a la generación de proyectos rentables.

3. A pesar de las limitaciones señaladas, los dos mercados paneuropeos de valores para PYME con fuerte potencial de crecimiento, el EASDAQ y el EURO.NM, el primero de ellos creado con el apoyo de la Comisión, han tenido un desarrollo espectacular. El número de empresas admitidas a cotización, los capitales emitidos y la liquidez del mercado se han multiplicado en pocos años, y la evolución de las cotizaciones ha permitido acumular importantes plusvalías desde 1996. No obstante, estos resultados deben relativizarse al compararlos con el éxito del mercado NASDAQ de los Estados Unidos, que se ha convertido en el primer mercado de ese país por número de sociedades admitidas a cotización y en el segundo por cifras de capitalización.

Debe tenerse presente, además, que la coincidencia

en el tiempo del nacimiento de estos mercados paneuropeos de valores para PYME con un período de euforia bursátil a ambos lados del Atlántico ha favorecido extraordinariamente su comportamiento, y que una mayor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés y sobre el movimiento de los índices bursátiles podría afectar de modo importante a su futuro.

NOTAS

(1) Sobre la importancia de la política empresarial en el seno de la Unión Europea, véase MARTÍN RODRÍGUEZ y MARTÍN PASCUAL (1998). Resulta muy significativo al respecto que, en su primer discurso ante el Parlamento Europeo, el nuevo Presidente de la Comisión, el italiano Romano Prodi, haya enunciado como uno de los objetivos prioritarios de su mandato el apoyo a la PYME y al artesano.

(2) Sobre la naturaleza, las características generales y el papel de los distintos agentes en la actividad de capital-riesgo, véase GORMAN y SAHLMAN (1989).

(3) Esto es lo que sucedió en Estados Unidos cuando, en 1978, se produjo la clarificación legal del concepto *prudent man* en la *Employment Retirement Income Security Act*, y se abrió la puerta para que los fondos de pensiones invirtieran en capital-riesgo. Es también lo que esperaban las autoridades españolas cuando en 1996 permitieron que los fondos de pensiones invirtieran una parte de sus recursos en acciones no cotizadas.

(4) GOMPERS (1995) encuentra evidencia sobre esta hipótesis, destacando que, para los fondos de capital-riesgo, el promedio de ganancias anuales asociadas a desinversiones mediante una IPO (en torno a un 60 por 100) es muy superior al de las que proceden de otras formas de salida (15 por 100).

(5) Para el caso español, pueden consultarse, entre otros, los trabajos de OCAÑA, SALAS y VALLÉS (1994), MARTÍN RODRÍGUEZ (1995) o SÁEZ (1996). En el ámbito europeo, las instituciones de la Unión Europea realizan periódicamente informes sobre la situación económica y financiera de las empresas europeas que, naturalmente, tienen una gran influencia en el diseño de las políticas de apoyo a la PYME. Entre estos, la Comunicación de la Comisión "sobre los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas" ha sido particularmente interesante (COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, 1993).

(6) Decisión del Consejo 89/490/CEE, de 28-7-1989, relativa a la mejora del entorno empresarial y al fomento del desarrollo de las empresas, en especial de las pequeñas y medianas empresas (DO nº L 239 de 16.8.1989), revisada por la Decisión 91/319/CEE (DO nº L 175, de 4-7-1991), por la que se amplía la dotación presupuestaria hasta los 135 millones de ecus.

(7) Decisión del Consejo 93/379/CEE, de 14-6-1993, relativa a un programa plurianual de acciones comunitarias para reforzar los ejes prioritarios y para garantizar la continuidad y la consolidación de la política empresarial en la Comunidad, en particular a favor de las pequeñas y medianas empresas (DO nº L 161 de 2-7-1993).

(8) Decisión del Consejo 97/15/CEE, de 9-12-1996, relativa al tercer programa plurianual en favor de las pequeñas y medianas empresas de la Unión Europea (1997-2000) (D.O. nº L 6/25 de 10-1-1997).

(9) Decisión del Consejo 98/347/CE, de 19 de mayo de 1998 (DO nº L 155/43 de 29-5-98).

(10) Comunicación de la Comisión 98/C 302/07 "sobre la aplicación del Plan de ayuda inicial del MET y el Mecanismo de garantía

PYME en virtud de la iniciativa sobre crecimiento y empleo" (DO nº C 302/8 de 1-10-98).

(11) COM(95) 498 final, de 25 de octubre de 1995.

(12) Citando como fuente al Nouveau Marché, la Comisión sostiene que el coste de salida a Bolsa puede suponer, aproximadamente, un 13 por 100 de los recursos captados.

(13) Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, sobre servicios de inversión. (DO nº L de 10-5-93).

(14) Directiva 93/6/CEE, sobre la adecuación de capital en las empresas de inversión y las entidades de crédito (DO nº L 141 de 11-6-93).

(15) Esto último, en la medida en que afecta a los niveles de información que los gestores deben proporcionar a los accionistas y a otros grupos de interés, así como a los mecanismos que se diseñan para el control de la gestión.

(16) Es evidente que la fragmentación de los mercados y la fiscalidad del capital inciden tanto en el lado de la oferta como de la demanda; no obstante, sus efectos pueden ser bastante más notables sobre la oferta de recursos.

(17) Las instituciones de la Unión Europea son plenamente conscientes de la importancia y de las dificultades que se pueden presentar para conseguir el necesario cambio en la mentalidad empresarial. Buena prueba de ello son los estudios y acciones que la Comisión ha emprendido en este campo. Sobre el alcance de estas iniciativas, puede verse COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1998b).

(18) Además de estos dos, existe también, como ya se ha señalado, el Alternative Investment Market (AIM), que fue creado por la Bolsa de Londres a mediados de 1995, habiendo conseguido, en poco más de cuatro años, la inscripción de más de trescientas sociedades y una capitalización cercana a los 8.000 millones de ecus. Nuestro análisis se centrará, no obstante, en EASDAQ y EURO.NM, pues son los dos únicos mercados que tienen carácter paneuropeo.

(19) Una buena síntesis del proceso de creación de los mercados europeos de valores para PYME y de su evolución desde sus orígenes se recoge en el trabajo de SOLER (1999).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLACK, B.S., y GILSON, R.J. (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: bank versus stock markets", *Journal of Financial Economics*, nº 47, págs. 243-277.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1993), Comunicación de 10 de noviembre sobre "Los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas", COM (93) 528 final.

— (1995), Comunicación de 25 de octubre sobre "La viabilidad de la creación de un Mercado Europeo de Capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficacia de su gestión y su crecimiento", COM (95) 498 final.

— (1997), Comunicación de 5 de mayo sobre "Mercados europeos de capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos al progreso", COM (97) 187 final.

— (1998a), Comunicación de 31 de marzo sobre "El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea", SEC (98) 552 final.

— (1998b), Comunicación de 30 de septiembre sobre el "Fomento del espíritu empresarial y la competitividad", COM (98) 550 final.

- (1999), Comunicación de 29 de junio sobre el "Informe de evaluación del tercer programa plurianual en favor de las pequeñas y medianas empresas (PYME) de la Unión Europea (1997-2000)", COM (99) 319 final.
- GOMPERS, P.A. (1995), "Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital", *Journal of Finance*, vol. L, nº 5, páginas 1461-1489.
- (1996), "Grandstanding in the venture capital industry", *Journal of Financial Economics*, nº 42, págs. 133-156.
- GOMPERS, P.A., y LERNER, J. (1998), "What drives venture capital underpricing?", *Brookings Papers: Microeconomics*.
- GORMAN, M., y SAHLMAN, W. (1989), "What do venture capitalists do?", *Journal of Business Venturing*, nº 4, págs. 231-248.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S., y WERMERS, R. (1995), "Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: A study of mutual fund behavior", *American Economic Review*, nº 85, páginas 1088-1105.
- LERNER, J. (1995), "Venture capitalists and the oversight of private firms", *The Journal of Finance*, vol. 50, nº 1, págs. 301-318.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (1995), "El sistema financiero y la financiación de las PYME", *Papeles de Economía Española*, nº 65, páginas 235-240.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M., y MARTÍN PASCUAL, C. (1998), "La política europea para las PYMES: entorno financiero", *XIII Jornadas de Alicante sobre economía española*, Ed. Civitas, Madrid (en prensa).
- MASON, C.M., y HARRISON, R.T. (1997), "Business angels networks and the development of the informal venture capital market in the U.K.: Is there still a role for the public sector?", *Small Business Economics*, nº 9, págs. 111-123.
- MEGGISON, W., y WEISS, K. (1991), "Venture capital certification in initial public offerings", *Journal of Finance*, nº 46, páginas 879-903.
- OCAÑA, C.; SALAS, V., y VALLÉS, J. (1994), "Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española, 1983-1989", *Documento de Trabajo*, nº 9401, Banco de España.
- SÁEZ, F.J. (1996), "La financiación de la PYME española: evidencia empírica para el período 1991-1994", *Cuadernos de Información Económica*, nº 109, págs. 78-86.
- SOLER MOVILLA, M.A. (1999), "EASDAQ y EURO.NM: mercados paneuropeos para PYMES", *Actualidad Financiera*, enero.