

# EL CAPITAL RIESGO Y LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

José MARTÍ PELLÓN

## I. INTRODUCCIÓN

A través de esta nota técnica, se pretende ofrecer una breve visión de lo que puede aportar la financiación mediante capital riesgo en la mejora de la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas (PYME). Dadas las especiales características del entorno en el que dicha actividad se realiza en España, se describen algunas modificaciones que la realidad ha impuesto, en relación con el concepto original de capital riesgo.

Para aquellos lectores no iniciados, se describe el proceso de actuación en un proyecto empresarial, incluyendo las características de los intermediarios que desarrollan la actividad, los requisitos mínimos para despertar el interés de un inversor y el proceso concreto de análisis, inversión, seguimiento y desinversión.

Finalmente, se ofrece una referencia del grado de implantación de esta fórmula financiera en España, así como algunas cifras concretas de inversión en los últimos años.

## II. CONCEPTO DE CAPITAL RIESGO Y REALIDAD DE LA ACTIVIDAD DESARROLLADA

La financiación mediante capital riesgo es una actividad que consiste en prestar apoyo financiero a pequeñas y medianas empresas (PYME), en proceso de puesta en marcha o crecimiento, a través de la participación en su capital (1). Esta participación suele tener carácter temporal y minoritario, con objeto de no obstaculizar o desincentivar la capacidad emprendedora del empresario, lo que podría producirse si se adquiriese una participación mayoritaria.

La ausencia de un marco adecuado para el desarrollo de esta actividad

financiera ha determinado que, tanto en España como en la mayor parte de los países europeos, se produzcan ciertas modificaciones en relación con lo que originalmente se entendía por *venture capital* en Estados Unidos.

En particular, algunos de los cambios que se han puesto de manifiesto en los últimos años son los siguientes:

- *Orientación fundamental hacia empresas, en crecimiento o ya consolidadas, de cierta dimensión.*

Originalmente, la financiación mediante capital riesgo se caracterizaba por la participación en empresas, con elevado potencial de crecimiento, que se encontraban en proceso de arranque o de expansión. Pero el largo periodo de maduración de las primeras y el insuficiente tamaño alcanzado en ambas al cabo de tres o cinco años han llevado a una creciente intervención en empresas de dimensiones superiores y, cada vez en mayor medida, en empresas maduras.

Estas últimas inversiones no tienen por objeto financiar el crecimiento de la empresa, sino facilitar un proceso de sucesión, interno o externo, o el cambio de la estructura financiera o, incluso, la reorientación de las actividades.

- *Creciente preferencia por participaciones mayoritarias*

Pese a que el concepto de capital riesgo siempre se ha visto asociado con la toma de participaciones minoritarias, las dificultades existentes en el momento de desinversión están motivando que en Europa sea frecuente que varias entidades de capital riesgo (ECR) inviertan conjuntamente en una empresa, de modo que entre ellas ostenten una participación mayoritaria.

- *Aceptación de participaciones permanentes*

De igual modo, también se considera como característica del capital

riesgo la temporalidad de las inversiones, dado que los fondos deben reembolsar las aportaciones de los inversores al término de su vida, o rotar hacia otros proyectos. Sin embargo, existen algunos operadores que buscan participaciones estables, eliminando así la presión de tener que venderlas sin contar con los mecanismos adecuados para realizar las plusvalías generadas. Naturalmente, estos inversores buscan empresas no cotizadas, bastante consolidadas, que puedan ofrecer una adecuada remuneración a largo plazo vía dividendos.

## III. PROCESO DE PARTICIPACIÓN EN UN PROYECTO EMPRESARIAL

### 1. Operadores

Al tratarse de una actividad de alto riesgo, por la iliquidez y el tamaño de las inversiones, se precisa el concurso de un intermediario financiero especializado y una forma de actuación profesionalizada que posibilite la diversificación.

Aunque existe una gran heterogeneidad, es posible diferenciar entre dos tipos básicos de intermediarios: la sociedad de capital riesgo (SCR) propiamente dicha y la sociedad gestora de fondos de capital riesgo. La primera es una sociedad anónima de duración indefinida que invierte directamente sus recursos. Por contra, la segunda reúne a un grupo de especialistas del sector que se dedican a promover y gestionar fondos de capital riesgo, generalmente de duración temporal limitada a diez años, captando recursos entre diversos inversores institucionales.

En Estados Unidos, los fondos de capital riesgo acumulan más de las tres cuartas partes de los recursos del sector (Venture Economics, 1994; página 10). Suelen adoptar la forma jurídica de sociedades comanditarias por acciones (*limited partnerships*), en las que los gestores asumen una responsabilidad ilimitada, recibiendo la denominación de *general partners*, con la misión de seleccionar las inversiones y realizar un seguimiento activo de su evolución, mientras que los aportantes de los recursos o fondistas

intervienen con responsabilidad limitada, actuando como *limited partners*. No obstante, en algunos fondos, estos últimos se reservan la posibilidad de una participación más activa.

El intermediario desarrolla su actividad en una triple vertiente:

- Capta recursos financieros entre inversores privados, que buscan rentabilidades superiores a las ofrecidas por inversiones alternativas, o públicos, que pretenden contribuir a la capitalización de las PYME.
- Invierte y realiza el seguimiento de un grupo de empresas participadas, interviniendo activamente en el consejo de administración.
- Promueve el acceso de la empresa a los mercados de valores, si su tamaño lo permite, o identifica a potenciales compradores interesados en la participación que adquirió en su día.

## 2. Requisitos mínimos

Cualquier PYME que desee obtener recursos financieros de una ECR debe presentar un plan de empresa (*business plan*) que explique con datos y estimaciones todo lo relacionado con el proyecto empresarial (2). Al no existir garantías de tipo real, la ECR se fijará especialmente en tres aspectos para decidir su intervención:

- La disponibilidad de un equipo directivo preparado y de confianza.
- La existencia de un elevado potencial de crecimiento de la empresa solicitante.
- El carácter innovador del proyecto.

Se cita en primer lugar al equipo directivo porque, al no existir garantías reales, la mejor garantía con que cuenta la ECR es la capacidad de aquél para desarrollar un proyecto empresarial definido. Una de las claves para el éxito de esta actividad financiera se encuentra en que el empresario, a pesar del apoyo recibido, arriesgue una parte sustancial de su patrimonio.

En segundo término, el proyecto empresarial debe aportar unas perspectivas de rápido crecimiento que

permitan a la ECR beneficiarse de su inversión sin prolongar excesivamente el mantenimiento de la participación. Esto no significa que sea un inversor especulativo. Se trata de un inversor que sabe esperar durante un largo plazo, que suele oscilar entre los tres y los seis años, hasta que la empresa se haya asentado en el mercado, según lo previsto en el plan de empresa.

Finalmente, los inversores de capital riesgo estudiarán detalladamente qué es lo que hace único a un proyecto empresarial frente a otro. Resulta equivocado atribuir a esta fórmula financiera, como nota característica, una orientación exclusiva hacia la financiación de alta tecnología. Si así fuese, poco desarrollo podría tener el capital riesgo en nuestro país. Lo que es verdaderamente característico de la financiación mediante capital riesgo es que busca proyectos empresariales que tengan algún enfoque innovador, que puede ser de tipo comercial, organizativo, financiero, etc., y no solamente tecnológico.

Además de los tres aspectos citados, a la hora de presentar una solicitud de financiación a una ECR determinada, es conveniente informarse sobre la orientación inversora que tiene y la magnitud de los recursos que gestiona. Un proyecto de arranque de reducida dimensión, por muy atractivo que pueda parecer, nunca recibirá la atención de una ECR que tenga a su cargo unos recursos muy elevados, pues si asumiese participaciones tan pequeñas, no podría realizar un adecuado seguimiento de su cartera.

Por otra parte, si un proyecto de arranque es presentado a una gestora que tiene a su cargo fondos que terminarán su vida en tan sólo cuatro años, tampoco será posible su concurso, pues una vez transcurrido dicho periodo de tiempo no se podría vender la participación.

Es preciso señalar que, en la actualidad, también se está participando de forma activa en procesos de sucesión de empresas familiares, permitiendo la salida a accionistas pasivos y facilitando la adquisición del control por parte de un grupo de accionistas o de directivos. Este tipo de actuaciones se realiza en empresas medianas (3).

## 3. Proceso de actuación

La actuación de las ECR, en relación con cualquier propuesta de participación, sigue el siguiente proceso (4), que puede denominarse *ciclo de financiación mediante capital riesgo*:

- *Contactos iniciales.* La ECR evalúa una primera información sobre la propuesta, decidiendo, en su caso, profundizar en su estudio (5). Igualmente, el empresario se informa sobre las exigencias de aquélla. Como punto de referencia, un 70 por 100 de las propuestas son rechazadas sin entrar en un análisis más detallado.

- *Estudio del proyecto.* Durante un periodo que oscila entre seis semanas y seis meses, la ECR analiza con detenimiento el plan de empresa, prestando especial atención a las cuestiones relacionadas con los tres aspectos mencionados con anterioridad. Además de contrastar la información aportada, en relación con dichos principios, se atribuye una importancia considerable a las posibilidades reales de desinvertir la participación en un futuro.

- *Negociación del precio y condiciones de la inversión.* En esta fase, ambas partes deberán llegar a un acuerdo sobre el valor de la empresa que permita la asignación de un porcentaje de las acciones (6) al inversor financiero, en función de la aportación líquida que realiza. Asimismo, especialmente cuando se trata de participaciones minoritarias, también se acuerda un protocolo que permita defender los intereses del nuevo accionista ante determinadas decisiones que pudieran perjudicarlo en un futuro.

- *Seguimiento y asesoramiento.* Además del apoyo financiero, la ECR realiza un seguimiento activo de la empresa participada para analizar las desviaciones que se produzcan con respecto al plan original, y asesorar al empresario ante los problemas que puedan surgir, aunque sin coartar su capacidad emprendedora. Ello se realiza a través de la presencia en el Consejo de Administración de la sociedad.

- *Desinversión o salida.* Una vez cumplidos los objetivos iniciales, o logrado el asentamiento en el merca-

do, la sociedad de capital riesgo pretende realizar su inversión. Para ello, existen tres fórmulas de desinversión: la recompra de la participación por los accionistas mayoritarios y/o del equipo directivo, la venta a otro inversor y la introducción en los segundos mercados bursátiles. Sin embargo, se puede afirmar que esta última vía es poco utilizada por la ausencia o inoperancia de mercados adecuados para empresas de dimensión mediana.

#### IV. EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

##### 1. Legislación

La regulación de las actividades de las ECR en España está recogida en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, modificado parcialmente por la Ley de Presupuestos de 1988 y por la Ley 3/1994, de 14 abril. Aunque estos cambios han permitido acercar la regulación a la operatoria real de la financiación mediante capital riesgo, el único beneficio fiscal relevante otorgado a las sociedades y fondos de capital riesgo que se acogan a ella consiste en la reducción, según coeficientes calculados en función del plazo de desinversión, de la tributación de las plusvalías que obtengan.

Distingue entre dos tipos de entidades, sociedad de capital riesgo (SCR) y fondo de capital riesgo, requiriendo un capital mínimo de 200 millones de pesetas para las primeras y de 275

millones de pesetas para los segundos (7).

##### 2. Operadores existentes y oferta de recursos

La introducción de esta fórmula financiera en nuestro país (8) se produjo, al igual que en el resto Europa, con un cierto retraso con respecto a Estados Unidos. En un principio, fueron el gobierno central y las comunidades autónomas las que asumieron un papel impulsor de esta actividad, mediante la creación de sociedades dedicadas a la participación en PYME, como herramienta de promoción empresarial en zonas económicamente desfavorecidas.

A partir de 1987, se produjo un notable incremento en el número de operadores y de capitales disponibles gracias a la entrada de inversores institucionales extranjeros. Aunque hasta 1993 se mantuvo un fuerte ritmo de captación anual de nuevos recursos por parte de las ECR, no se pueden esperar crecimientos tan espectaculares en el futuro próximo. Como muestra el cuadro n.º 1, ya en 1994 no se alcanzó ni la tercera parte de lo captado el año precedente, y para 1995 se esperan cifras similares, e incluso inferiores.

Se puede afirmar que el crecimiento de los capitales acumulados del sector tenderá a reducirse paulatinamente, pudiendo incluso experimentar descensos a finales del milenio, por la cercanía del final del ciclo de vida de los primeros fondos de capital riesgo, creados en 1986/87, con una duración

aproximada de diez años (9), y el abandono del sector por parte de algunos de los operadores existentes por la ausencia de un entorno adecuado para el desarrollo de esta arriesgada actividad.

A finales de 1994, eran 48 las ECR operativas en España. En total acumulaban unos recursos de 175.396 millones de pesetas, concentrados casi en un 70 por 100 en fondos de capital riesgo. La distribución geográfica de los fondos se caracteriza por una fuerte concentración de los recursos en Madrid, Cataluña, Comunidad Valenciana y País Vasco, con presencia en zonas menos desarrolladas industrialmente por la participación de sociedades promovidas por algunas comunidades autónomas.

##### 3. Actividad inversora desarrollada

Aunque más de la mitad de las operaciones ejecutadas hasta 1992 se realizaron en empresas en proceso de constitución o de arranque, desde principios de la década de los años noventa se observa un menor interés por este tipo de intervenciones. Como resultado, el porcentaje del número de operaciones cerradas en empresas en etapas iniciales se redujo en 1993 hasta el 34 por 100, y en 1994 hasta el 25 por 100.

Aunque sólo se dispone de información sobre el volumen invertido en cada fase desde 1991, en el cuadro número 2 se puede comprobar que, si bien hasta 1993 el porcentaje destinado a empresas que se encontraban en

CUADRO N.º 1

#### RECURSOS DE LAS ECR (1986-1994) (Cifras en millones de pesetas)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Recursos acumulados de las SCR .....	30.609	35.754	38.904	38.437	42.412	45.530	53.464	53.142	54.621
Recursos acumulados de los fondos .....	2.800	17.900	26.969	38.154	67.720	83.795	99.087	117.177	120.775
Recursos totales acumulados .....	33.409	53.654	65.873	76.591	110.132	129.325	152.551	170.319	175.396
Nuevos recursos captados en el año.....	8.220	22.315	12.719	16.893	33.541	19.193	24.100	29.505	9.580

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.º 2

## DESGLOSE DE LA INVERSIÓN ANUAL SUSCRITA (1992-1994)

	Cantidades invertidas (en millones de pesetas)						Número de operaciones realizadas					
	1992	Porcentaje	1993	Porcentaje	1994	Porcentaje	1992	Porcentaje	1993	Porcentaje	1994	Porcentaje
<b>Por fase de desarrollo</b>												
Semilla ( <i>Seed</i> ).....	256	1,5	272	1,6	66	0,4	12	5,1	12	5,0	8	3,6
Arranque ( <i>Start-up</i> ).....	3.714	21,8	2.082	12,4	1.605	8,7	106	45,1	45	18,8	47	21,4
Crecimiento ( <i>Expansion</i> ).....	11.419	67,1	13.954	83,4	13.597	73,3	109	46,4	177	74,1	147	66,8
Compra apalancada ( <i>Buy-out</i> ) ..	1.499	8,8	201	1,2	2.773	15,0	5	2,1	1	0,4	11	5,0
Reorientación ( <i>Turnaround</i> ) .....	120	0,7	216	1,3	508	2,7	3	1,3	4	1,7	7	3,2
<b>Inversión del año.....</b>	<b>17.008</b>	<b>100</b>	<b>16.725</b>	<b>100</b>	<b>18.549</b>	<b>100</b>	<b>235</b>	<b>100</b>	<b>239</b>	<b>100</b>	<b>220</b>	<b>100</b>
<b>Por tamaño de la empresa participada</b>												
0 a 9 trabajadores .....	2.325	13,7	3.554	21,2	1.819	9,8	89	37,9	95	39,7	74	33,6
10 a 19 trab. ....	1.979	11,6	604	3,6	1.168	6,3	35	14,9	32	13,4	29	13,2
20 a 99 trab. ....	7.275	42,8	4.661	27,9	5.565	30,0	79	33,6	70	29,3	63	28,6
100 a 199 trab. ....	2.858	16,8	5.045	30,2	3.135	16,9	18	7,7	19	7,9	23	10,5
200 a 499 trab. ....	1.040	6,1	1.890	11,3	5.488	29,6	7	3,0	15	6,3	21	9,5
500 ó más trab. ....	1.531	9,0	971	5,8	1.374	7,4	7	3,0	8	3,3	10	4,5
<b>Inversión del año.....</b>	<b>17.008</b>	<b>100</b>	<b>16.725</b>	<b>100</b>	<b>18.549</b>	<b>100</b>	<b>235</b>	<b>100</b>	<b>239</b>	<b>100</b>	<b>220</b>	<b>100</b>

Fuente: Elaboración propia.

las mencionadas fases se mantuvo en torno al 23 por 100, en dicho año se produjo una reducción hasta el 14 por 100, acentuada en 1994 hasta el 9 por 100. El menor peso de las inversiones en etapas iniciales se vió compensado con el fuerte incremento de la participación en operaciones apalancadas en empresas consolidadas.

Este cambio en la orientación de las inversiones debe ser motivo de reflexión por parte de las autoridades económicas. Aunque resulta indudable que es muy positivo para el tejido industrial que se capitalice y se promueva el desarrollo de empresas de tamaño mediano, que no contarían con posibilidades, en la actualidad, de captar recursos propios por otras vías, no debe dejarse de lado la promoción del nacimiento y el desarrollo inicial de empresas.

Paralelamente, se puede comprobar el paulatino aumento del tamaño de las empresas receptoras de las inversiones en los últimos años. La reducción en un 50 por 100 de las inversiones en empresas con menos

de diez trabajadores contrasta con el aumento en casi un 140 por 100 de la cantidad inmovilizada en empresas con más de 200 trabajadores, que acumularon el 37 por 100 de la inversión total del año 1994.

Por otra parte, resulta significativo que se redujese el número de operaciones registradas en cada una de las tres categorías que engloban a las empresas de menos de 100 trabajadores, mientras que aumentó dicho número en las tres que se refieren a empresas con 100 o más trabajadores. Como consecuencia, las inversiones en empresas con más de 100 trabajadores pasaron de representar el 17,5 por 100 del número total de operaciones, en 1993, a alcanzar el 24,5 por 100, en 1994.

## V. CONCLUSIONES

1. El capital riesgo es una fórmula financiera que permite la capitalización de PYME. En su actuación, pretende identificar empresas con un

buen equipo gestor e interesantes perspectivas de crecimiento, sin olvidar las posibilidades reales de desinversión posterior de la participación.

2. Aunque la implantación de esta fórmula financiera en España se ha producido con un cierto retraso en relación con otros países de nuestro entorno, se puede afirmar que el mercado español de capital riesgo ha alcanzado un cierto desarrollo. A finales de 1994, existían 48 ECR gestionando un total de 175.396 millones de pesetas.

3. Sin embargo, las deficiencias del entorno en el se desenvuelve la actividad en España han determinado que se produzcan ciertos cambios, en relación con el concepto original de capital riesgo, que se manifiestan especialmente en la orientación de las inversiones. Las operaciones se están concentrando en empresas de dimensión mediana, incluso acudiendo a participaciones mayoritarias para facilitar una posterior desinversión, con menor atención a empresas en proceso de puesta en marcha y/o de reducida dimensión.

4. En el origen de las causas que han llevado al sector a este cambio en su orientación se pueden mencionar los dos siguientes problemas:

- En primer término, un inadecuado tratamiento fiscal de esta actividad, que no elimina totalmente la doble tributación de las plusvalías obtenidas ni ofrece incentivos para cubrir parte de los riesgos, ni siquiera en las inversiones de arranque.

- En segundo lugar, la carencia de mercados que permitan la desinversión de las participadas, para rotar los recursos hacia nuevos proyectos y realizar las plusvalías obtenidas, que obliga a los operadores a retrasar más de lo debido el momento de la desinversión, o a vender por debajo de lo que se podría obtener en mercados más amplios y transparentes.

5. Aunque puedan producirse salidas de este sector, por la ausencia de un marco adecuado, es preciso reivindicar la importancia de esta actividad financiera para la regeneración del tejido empresarial.

#### NOTAS

(1) Pueden consultarse diversas definiciones recopiladas por ALCALA OLID (1995), páginas 87-94.

(2) En GLADSTONE (1983), se ofrece una posible estructura y comentarios para la elaboración de un plan de empresa.

(3) A modo de referencia, se suele participar en empresas con volúmenes de facturación superiores a 1.500-2.000 millones de pesetas.

(4) Un análisis detallado puede consultarse en MARTÍ PELLÓN (1987), páginas 119-185.

(5) Generalmente, se fijará si la propuesta encaja con su orientación inversora, valorando también la confianza que merece el promotor de la propuesta y el equipo directivo, así como la dimensión de la empresa y del mercado.

(6) Aunque también suele ser frecuente acudir a otros instrumentos financieros, como préstamos participativos, obligaciones convertibles, bonos subordinados, opciones de compra, etcétera.

(7) Estas cantidades son ampliamente superadas por la mayor parte de los operadores, existiendo 15 con más de 5.000 millones de pesetas a su cargo.

(8) Para un mayor conocimiento de los antecedentes y de la actividad desarrollada en España, véase MARTÍ PELLÓN (1995). Los

datos sobre Europa pueden consultarse en EVCA (1995).

(9) Por lo que a los recursos disponibles cada año habrá que restar los relativos a los fondos que sean liquidados.

#### BIBLIOGRAFÍA

ALCALA OLID, F. (1995), *El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Ed. Civitas, Madrid.

EVCA (1995), *1995 EVCA Yearbook*, Ernst & Young, Londres.

GLADSTONE, D. J. (1983), *Venture Capital Handbook*, Massachusetts.

MARTÍ PELLÓN, J. (1987), *El capital riesgo (venture capital): Un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados*, Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

– (1993), «La capitalización de PYMES mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España», *Economía Industrial*, número 294, noviembre-diciembre, páginas 93-110.

– (1995), *El capital riesgo en España. 1994-1995*, IMPI, Madrid.

VENTURE ECONOMICS (1994), *National Venture Capital Association. 1993 Annual Report*, Venture Economics. Documento interno.

#### Resumen

En este trabajo, se describe el concepto teórico y la operativa real de la financiación mediante capital riesgo en España. De igual modo, se ofrecen algunas cifras actuales sobre la actividad inversora del sector, identificándose las principales dificultades a las que se enfrentan los intermediarios por la ausencia de un entorno adecuado para su desarrollo.

*Palabras clave:* capital riesgo, venture capital, pequeñas y medianas empresas.

#### Abstract

This paper describes the theoretical concept and real workings of financing via risk capital in Spain. It also gives several current figures for investment activity in this sector, identifying the main difficulties that intermediaries must cope with due to the lack of an appropriate setting for the development of risk capital.

*Key words:* risk capital, venture capital, small -and medium-sized firms, Spain.

*JEL classification:* G24.