
Una de las dificultades a las que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas, en el desarrollo de su actividad, es conseguir una financiación en coste y plazo adecuada a sus necesidades. Para la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Economía una de las principales preocupaciones desde su creación ha sido encontrar financiación adecuada a las PYMEs. Desde la propia Dirección General se ha creado un grupo de trabajo sobre financiación de las PYMEs, con objeto de analizar, estudiar y proponer medidas que favorezcan los distintos instrumentos financieros. Entre los que se han estudiado y se siguen analizando se encuentra el capital-riesgo, tema del que se ocupa la presente nota.

Panorama en España y en la UE

EL CAPITAL-RIESGO, INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMEs

Todos los diagnósticos realizados han venido a poner de manifiesto la dificultad que tienen las PYMEs para acceder a una financiación a largo plazo, tanto en forma de recursos propios como de recursos ajenos, lo que las conduce a padecer una elevada dependencia de la financiación a corto plazo y la consiguiente debilidad financiera estructural que dificulta su desarrollo.

El capital-riesgo es un instrumento de financiación que consiste en la toma de participación, con carácter temporal y minoritario,

en el capital social de empresas no financieras que, en el momento de la toma de participación, no cotizan en el primer mercado de las bolsas de Valores.

Frente a las dificultades que existen para disponer de los recursos necesarios y favorecer las inversiones, el capital-riesgo constituye un instrumento adecuado para financiar estas inversiones, por los motivos siguientes:

■ La financiación se lleva a cabo con los fondos propios, evitando a la empresa tener que endeudarse.

■ Por ser una participación en el capital social se aportan recursos a largo plazo.

■ La remuneración del capital invertido por la entidad de capital-riesgo se efectúa con cargo a los resultados de la empresa, por lo que no existen cargas financieras.

■ Normalmente no sólo se aporta capital, sino también experiencia y asesoramiento, lo que redundará en beneficio de la gestión empresarial.

■ La sociedad participada tiene una mayor transparencia informativa.

■ No se busca el control de la empresa en la que se adquiere la participación empresarial.

Frente a estas ventajas, hemos de enumerar los inconvenientes que presenta este instrumento de financiación de las pequeñas y medianas empresas:

■ Insuficiencia de mecanismos que faciliten la desinversión.

■ La entrada de nuevos socios en el capital de la empresa choca con la psicología empresarial actual.

■ La falta de interés de las operadoras privadas

por proyectos de menor dimensión y de reciente creación.

Según criterio de la Unión Europea que, en el Programa Plurianual a favor de la empresa y el espíritu empresarial y en particular para la PYME (2001-2005), aprobado el 20 de diciembre de 2000, hace hincapié en la necesidad de potenciar el capital-riesgo, orientándolo hacia las etapas iniciales de la vida de las empresas (semilla y arranque) (1), el capital-riesgo se muestra como una de las fuentes más idóneas de financiación de las pequeñas y medianas empresas, fundamentalmente en compañías que desarrollan su actividad en sectores innovadores y poseen un alto potencial de crecimiento.

Evolución reciente en España

El capital-riesgo en España, regulado por la Ley 1/1999, de 5 de enero, ha registrado un importante desarrollo en los últimos años, como ponen de manifiesto los datos reflejados en los gráficos 1, 2, 3, 4 y 5.

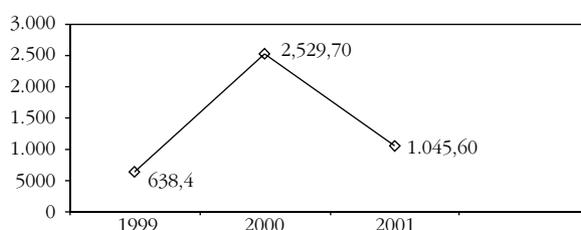
Mientras que se produce un incremento en las nuevas inversiones con 569,3, 1.026,2 y 1.053,5 millones de euros, en el período 1999-2001, y cuyos porcentajes son 79,3%, 82,2% y 87% respecto del total de la inversión, no sucede lo mismo en las ampliaciones de inversiones

CUADRO 1
DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL-RIESGO EN EUROPA
PORCENTAJE EN 2001

Apalancamiento de la adquisición de la empresa por los propios directivos	45,0
Expansión de crecimiento	32,9
Puesta en marcha	15,0
Sustitución (entrada de un inversor en sustitución de uno anterior)	4,9
Como capital semilla	2,2

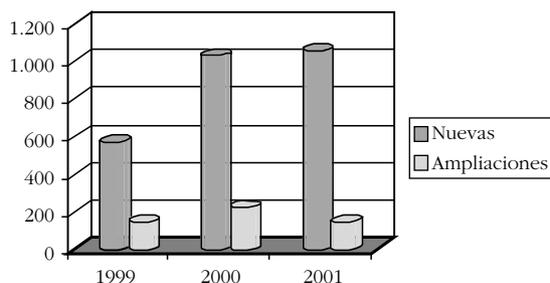
FUENTE: Elaboración propia.

GRÁFICO 1
RECURSOS CAPTADOS POR EL SISTEMA DE CAPITAL-RIESGO EN ESPAÑA
MILLONES DE EUROS



FUENTE: «Oferta y demanda de capital-riesgo en España», Martí Pellón.

GRÁFICO 2
INVERSIÓN SUSCRITA EN CAPITAL-RIESGO
MILLONES DE EUROS



FUENTE: «Oferta y demanda de capital-riesgo en España», Martí Pellón.

anteriores con 148,7, 222,1 y 145,1 millones de euros, siendo sus porcentajes de 20,7%, 17,8% y 13%, que experimentan una caída/disminución.

El total de las operaciones computadas tuvo un gran crecimiento en el 2000 respecto a 1999 y se mantuvo durante el 2001, con 318, 413 y 412, res-

pectivamente. En el año 2001 se produjo una reducción del 25% en las nuevas inversiones que se compensa con un aumento de las ampliaciones de inversiones anteriores.

En cuanto al número de empresas afectadas en el período (1999-2001) se produjo un descenso en el 2001, con relación al

2000, con 305, 385 y 359, respectivamente. Un descenso en el 2001 que afectó a las nuevas inversiones en un 23%, mientras que el aumento de las ampliaciones, con un 36%, no fue suficiente para compensarlo.

En el 2002 las inversiones de capital-riesgo en España cayeron más de un 20%, destacando también la caída de los recursos incorporados en el ejercicio en más del 35%, mientras que el número de operaciones se mantiene estable.

Las inversiones se dirigieron, fundamentalmente, a operaciones de apoyo a la etapa de expansión, con un 62% aproximadamente, a etapas iniciales el 11% y a operaciones de apalancamiento de inversiones anteriores el 24% del total.

Es de destacar que la mayor parte de las inversiones se llevaron a cabo en el segundo semestre del año, lo que indica una recuperación de la confianza de las inversiones.

En cuanto a la procedencia de los recursos captados en el año 2001 fue de un 45,9% de inversores extranjeros, de un 20,9% de instituciones financieras nacionales, el 11% de plusvalías para reinversión y el 7,4% del sector público, siendo el 14,8% restante de diversa procedencia.

Frente a los 62 operadores de capital-riesgo en España considerados a finales de 2000, se pasó a 80 en 2001, si bien 5 de

ellos no contaban con fondos operativos.

La actividad de las entidades de capital-riesgo pertenecientes al sector público es muy inferior a la llevada a cabo por las empresas privadas. La relación se podría establecer de 1 a 6, aunque el sector público invierte más que el privado en los primeros estadios de la vida de la empresa y en compañías de menor dimensión.

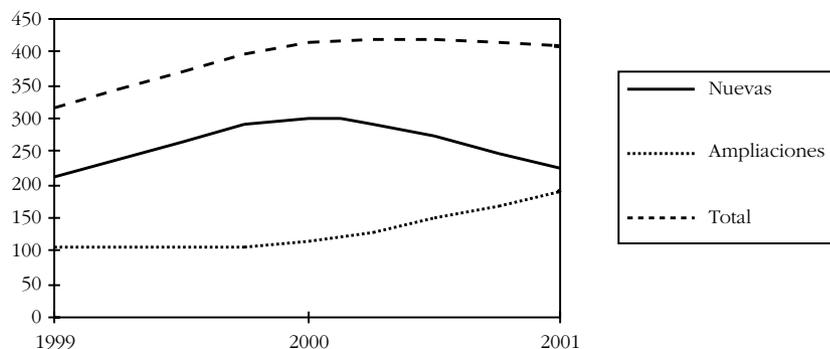
A pesar de la positiva evolución del capital-riesgo, el capital semilla es prácticamente inexistente, y si bien es más significativa la actividad de capital de arranque, se mantiene muy baja en relación con las aplicadas a inversiones para expansión.

La situación en Europa

Con objeto de poder realizar un análisis comparativo, a continuación se indican los datos más representativos del capital-riesgo en Europa, facilitados por la Asociación Europea de Inversiones Privadas en Capital-Riesgo (European Private Equity & Venture Capital Association):

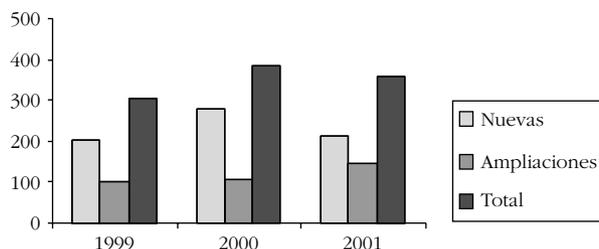
Las inversiones totales en Europa en 2001 han sido de 24.331 millones de euros, destacando las llevadas a cabo en el Reino Unido, por importe de 6.926 millones, lo que representa el 28,5%; Alemania, con 4.435 millones, el 18,2%, y Francia, con 3.287 millones de euros, el 13,5%. España invirtió

GRÁFICO 3
NÚMERO DE OPERACIONES COMPUTADAS EN CAPITAL-RIESGO



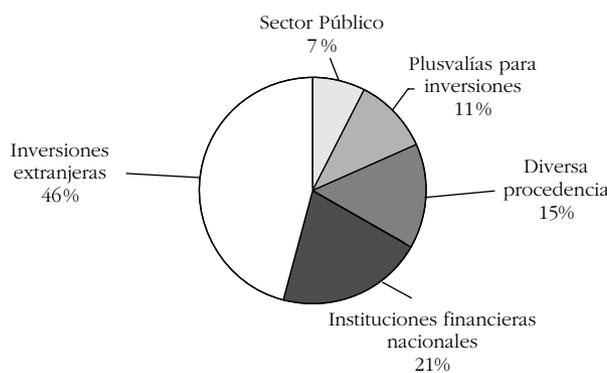
FUENTE: «Oferta y demanda de capital-riesgo en España», Martí Pellón.

GRÁFICO 4
NÚMERO DE EMPRESAS AFECTADAS POR OPERACIONES DE CAPITAL-RIESGO



FUENTE: «Oferta y demanda de capital-riesgo en España», Martí Pellón.

GRÁFICO 5
PROCEDENCIA DE LOS RECURSOS DE CAPITAL-RIESGO



FUENTE: «Oferta y demanda de capital-riesgo en España», Martí Pellón.

el 4,9% de las inversiones europeas, con 1.198,5 millones de euros.

Hay que destacar que en 2001 descendieron las inversiones respecto a 2000 en un 31%, año en el que dichas inversiones

supusieron 34.900 millones de euros.

Tras la caída de las cotizaciones en abril de 2000, la tendencia de la actividad de capital-riesgo se invierte, comenzando a crecer.

En cuanto a las causas del descenso de actividad en 2001 de este instrumento financiero, hemos de destacar, entre otras, la caída de las inversiones de las empresas de Internet (telecomunicaciones y de .com, así como las de *hardware* y *software*), que destacaron en las inversiones en 2000, como también que a partir del 11 de septiembre de 2001 se aprecia otro descenso acusado en las inversiones.

Se produce un descenso en la captación de fondos del 20,4%, destacando que sólo creció en el Reino Unido e Irlanda, con incrementos del 16% y del 6,4%, respectivamente. Los descensos más significativos se produjeron en Grecia, con un 83,4%; Holanda, con un 74,4%, y España, con un 60,8%.

El importe total de la cartera de inversiones a final de 2001 en Europa ascendía a 107.000 millones de euros.

Del análisis de estos datos hemos de resaltar que

el Reino Unido, Francia y Alemania siguen siendo los países europeos donde predomina la actividad de capital-riesgo, con el 60,2% del total.

Prioridades en España

Ante esta situación, las actuaciones prioritarias para la Administración General del Estado, de acuerdo con la Unión Europea (2) se centran en:

✓ Inversión en nuevas empresas y/o de reciente creación.

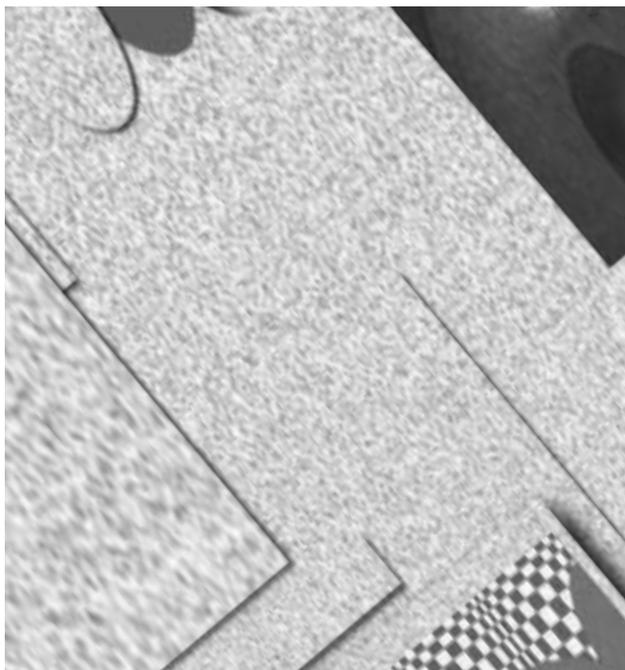
✓ Proyectos de inversión que tengan un componente innovador y con necesidades de financiación inferiores a 500.000 euros en sus recursos propios en zonas no asistidas. Podrían contemplarse inversiones de entre 750.000 y 1.000.000 de euros para zonas asistidas.

Todo ello, siempre y cuando no se altere la competencia.

✓ Para los proyectos con necesidades de inversión superiores a 500.000 euros deberían cumplir: que sean generadores, directa o indirectamente, de un significativo número de puestos de trabajo y que contemplen el desarrollo o aplicación de nuevas tecnologías.

✓ Proyectos que puedan ser considerados de especial interés.

En todo caso, el máximo de referencia para este ti-



po de inversión será de 500.000 euros, independientemente de las necesidades de capital.

Para estas actuaciones se podrán obtener recursos a través del Fondo Europeo de Inversiones (FEI), y el Banco Europeo de Inversiones (BEI).

En este sentido, hay que citar las actuaciones ya emprendidas por la Administración General del Estado para apoyar a las empresas de base tecnológica en sus fases iniciales de creación y puesta en marcha como medio de promover el desarrollo tecnológico del país. Para ello, la disposición adicional segunda de la Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa, crea dos líneas de apoyo financiero a empresas de base tecnológica:

★ Concesión de préstamos a entidades de capital-riesgo para que participen temporalmente en el capital de empresas tecnológicas.

★ Concesión de préstamos a la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA), para que se apoyen proyectos empresariales utilizando la fórmula de préstamo participativo.

Para esta segunda línea, contemplada en la disposición adicional citada, se establece la utilización del préstamo participativo regulado por el Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, y modificaciones posteriores.

Finalmente, entre los antecedentes de actuación de las administraciones públicas en este sector, hay que reseñar las cada vez más frecuentes iniciativas emprendidas por las comunidades autónomas, a través

de sus organismos regionales de desarrollo y las instituciones financieras regionales-comunitarias, de constituir entidades de capital-riesgo que desarrollan su actividad en el ámbito de la propia comunidad autónoma.

En este contexto de promoción y difusión de los instrumentos financieros, en el «Encuentro de Pequeñas y Medianas Empresas», celebrado el 22 de febrero de 2002 en la Universidad Rey Juan Carlos de Mostoles, se analizaron, además del capital-riesgo, dos variantes del mismo: Préstamos Participativos y «Business Angels», concluyéndose que estos instrumentos ayudan a paliar la limitación de recursos propios que mantienen las PYMEs en su estructura financiera.

También se considera necesario el apoyo a experiencias existentes en la universidades españolas, para que de las mismas salgan emprendedores que encuentren la financiación adecuada para sus iniciativas empresariales.

Los préstamos participativos

Como ya hemos indicado anteriormente, otro instrumento financiero, mediante el cual se puede paliar la carencia de recursos financieros a largo plazo que presentan las pequeñas y medianas empresas, es el préstamo participativo.

Esta figura de financiación de las empresas, conforme a su regulación legal (3),

tiene las siguientes características distintivas:

■ La retribución del capital invertido se liga con la evolución de la actividad de la empresa que recibe el préstamo.

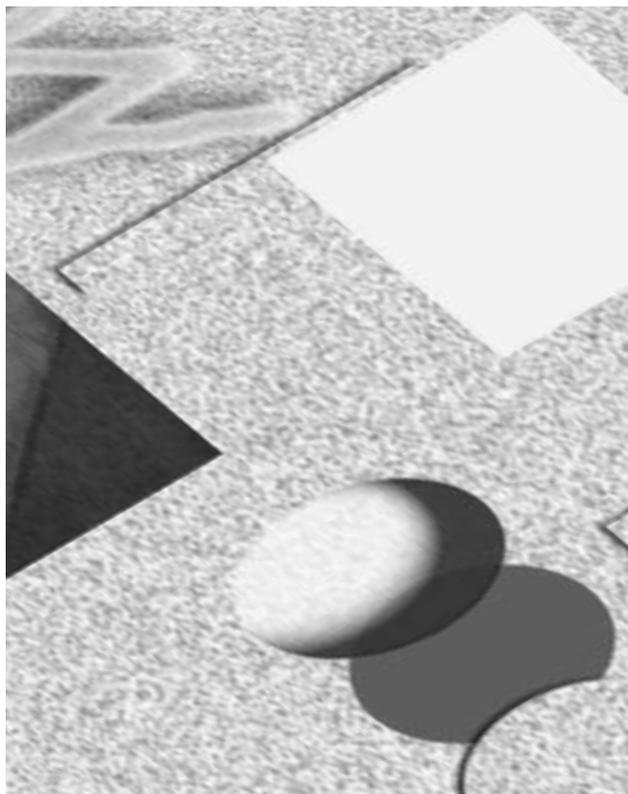
■ Son préstamos subordinados, es decir, que se sitúan después de los acreedores comunes en orden a la prelación de créditos.

■ Se consideran patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de la sociedad previstos en la legislación mercantil.

■ Los intereses pagados son deducibles del impuesto de sociedades.

■ Y por último, y para mantener las garantías frente a terceros, el préstamo sólo podrá amortizarse anticipadamente si de forma simultánea se procede a una ampliación, de igual cuantía, de sus fondos propios.

Este instrumento financiero mantiene rasgos comunes con la toma de participación en capital, ya que el préstamo participativo liga su retribución a la evolución de la empresa, lo que permite que sea más respetuoso con los ciclos económicos. Aporta, además, financiación a largo plazo, con largos períodos de carencia, y, dado su carácter subordinado y su consideración como patrimonio contable en determinados supuestos mercantiles, es asimilable a los recursos propios a la hora de valorar la solven-



cia financiera de las empresas, aumentando su capacidad de endeudamiento. Finalmente, las únicas garantías exigidas son el propio proyecto empresarial y la capacidad del equipo gestor.

Por otra parte, el préstamo participativo, en comparación con el capital-riesgo, facilita los procesos de desinversión y de valoración de las participaciones, evita las tensiones que genera la entrada de terceros en la gestión de las empresas y, por último, los gastos financieros derivados del préstamo son deducibles en el Impuesto de Sociedades, a diferencia del tratamiento fiscal que recibirían si fueran dividendos.

La experiencia llevada a cabo en los últimos años

por la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA), empresa pública dependiente de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, para la introducción en España de esta figura, está siendo altamente satisfactoria, tanto por la excelente acogida que está teniendo por parte de los empresarios como por la experiencia positiva desde el punto de vista del inversor.

Así, desde 1997, ENISA ha formalizado 71 operaciones de préstamo participativo, por un importe de 43,6 millones de euros.

De estos proyectos, los relativos a empresas de menos de 50 trabajadores han sido los más numerosos (el 55% del total de los aprobados), habiendo aca-

parado también la mayoría de los recursos destinados a este fin. Asimismo, es de destacar que más del 30% de los proyectos corresponden a empresas de reciente creación.

Todo ello ha contribuido a la financiación de inversiones por importe de 230 millones de euros; es decir, ha multiplicado por cinco los recursos puestos a disposición de las PYMEs, habiendo posibilitado la creación o mantenimiento de 5.900 puestos de trabajo.

Dentro de los límites establecidos por su regulación legal, los préstamos participativos que está ofreciendo ENISA a las pequeñas y medianas empresas se caracterizan por:

✓ Tener unos largos plazos de amortización (hasta 10 años), contemplando un largo período de carencia (hasta 8 años).

✓ Ligar la retribución del préstamo con la rentabilidad financiera de la empresa, teniendo ésta un límite inferior (el Euribor más 0,5 puntos porcentuales) y un límite superior (5 puntos porcentuales sobre el límite inferior).

✓ Y por la ausencia de garantías adicionales a las que ofrece el propio proyecto empresarial y la preparación y solvencia del grupo gestor que lo promueve.

Esta línea de financiación surge del convencimiento de que las pequeñas y medianas empresas de

base tecnológica deben constituir el entramado básico de nuestra economía como elemento fundamental para la competitividad y la creación de empleo. Por ello, los beneficiarios de esta línea de financiación son pequeñas y medianas empresas de base tecnológica.

Hay que indicar que durante los meses de vigencia de la línea se han tramitado un total de 31 proyectos de financiación, por un importe conjunto de 16,4 millones de euros, de los cuales 8 se han formalizado ya, 5 están aprobados pendientes de formalización, 10 están a la espera de ser aprobados, y 8 han sido rechazados o retirados por los promotores.

Los *business angels*

Otro instrumento muy empleado en otros países, y que en España aún se utiliza muy poco por parte de las PYMEs, son los *business angels*. Éstos son

Legislación aplicable

- Ley 1/1999, de 5 de enero, sobre entidades de capital-riesgo, ha sido modificada parcialmente en los artículos siguientes, por la Nueva Ley Financiera:
 - 2: nueva redacción del artículo 2.1 y se añade un nuevo apartado 4.
 - 16: se añade un nuevo apartado 3.
 - 18: nueva redacción del apartado 1º del art. 18.2.
 - 23: se da una nueva redacción al artículo 23.2 y se incorpora un 2º párrafo al artículo 23.4.
 - 38: derogado el párrafo (C).
- Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, denominada Nueva Ley Financiera.
- Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 20 de enero de 1998.
- Ayudas estatales y capital-riesgo (2001/C235/03) DOCE.
- El Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, de medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento de la liberalización de la actividad económica, y la posterior Ley 10/1996, de medidas fiscales urgentes sobre corrección de la doble imposición interna intersocietaria y sobre incentivos a la internacionalización de las empresas.
- Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa.

inversores individuales, normalmente empresarios, directores de empresas, etc., que aportan capital y conocimientos técnicos a los emprendedores que quieren poner en marcha un proyecto empresarial o a empresas que se encuentran en el inicio de su actividad.

En el citado Encuentro sobre Pequeñas y Medianas Empresas de 22 de febrero de 2002, una de las conclusiones a las que se llegó fue la necesidad de crear una red de *business angels*, de carácter nacional, a la que se deberían adherir las de carácter regional o local existen-

tes, así como la promoción para la creación de las mismas, lo que ayudaría a que estos inversores canalizaran sus recursos financieros hacia las empresas necesitadas de este tipo de inversión, sobre todo en los proyectos empresariales incipientes.

Esta red de carácter nacional, entre sus fines, podría contemplar prioritariamente facilitar el intercambio de información y las mejores prácticas de las redes existentes.

Igualmente, por parte de estas redes o apoyándose en las mismas, podrían organizarse foros o reuniones donde participasen los demandantes de este tipo de financiación y los inversores (*business angels*), para exponer tanto sus proyectos como sus ofertas, respectivamente. En estos foros se establecerían contactos directos y personales que podrían cristalizar en la financiación de alguno de los proyectos presentados.

■ **María Isabel Barreiro Fernández**
Directora General de Política de la Pyme

Notas

- (1) Informe provisional acerca del Plan de Acción sobre Capital-Riesgo, publicado el 18-12-2000.
- (2) Ayudas estatales y capital-riesgo, publicado en el DOCE el 21-8-2001.
- (3) Decreto-Ley, 7/1996, de 7 de junio, de medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento de la liberalización de activi-

dad económicas y la posterior Ley 10/1996, de medidas fiscales urgentes.

Bibliografía

- «Ayudas estatales y capital-riesgo», publicado en el DOCE, 21-8-2001.
- BUSTOS, E.: *El préstamo participativo*, Monografías, AECA.

- «Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento, sobre la aplicación del plan de acción para el Capital-Riesgo», Bruselas, 18-10-2000, COM (2000) 658 final; 25-10-2001, COM (2001) 605 final y 10-10-2002, COM (2002) 563 final.
- Documento de trabajo de los Servicios de la Comisión, *El acceso de la empresa a la Financiación*, Bruselas, 18-10-

- 2000, COM (2000) 653 final y 19-10-2001, SEC (2001) 1667.
- «Informe provisional acerca del Plan de Acción sobre Capital-Riesgo», publicado el 18-12-2000.
- MARTÍ PELLÓN, J. (2000): *El capital-inversión en España*.
- MARTÍ PELLÓN, J. (2001): *Oferta y demanda de capital-riesgo en España*.
- OCDE: *Small and Medium Enterprise Outlook*.