

EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA COMO FACTOR DE DESARROLLO DEL COMERCIO ELÉCTRÓNICO

M^a Esther Vaquero Lafuente
Departamento Gestión Financiera
ICADE - Universidad Pontificia Comillas
c/ Alberto Aguilera, 23 - 28015 - Madrid
e-mail: evaquero@cee.upco.es

Abstract

En los últimos años las empresas de capital riesgo han proliferado en el panorama nacional y europeo. Dos han sido los principales motivos: por una parte, la creciente necesidad de fondos para la puesta en marcha de empresas relacionadas con internet y, en general, el *e-business*; por otra, el impulso que desde la Unión Económica y Monetaria se ha dado al *venture capital* a través del Plan de Acción del Capital Riesgo, ya que la propia UEM considera que si el capital riesgo está lo suficientemente desarrollado, va a jugar un papel primordial en lograr un desarrollo económico sostenido y en la creación de empleo.

Puesto que en el desarrollo del *e-business* han jugado y juegan un papel fundamental, es relevante analizar cuál ha sido la evolución de las empresas dedicadas al *venture capital* en España en diversos aspectos. Entre otros, se consideran el tipo de empresa en el que invierten, en qué etapa de desarrollo se encuentran esas empresas y evolución de los fondos de capital riesgo. También se hace un análisis legal, ya que el área fiscal va a motivar llevar a cabo un tipo u otro de inversión y/o de desinversión.

Palabras clave

Capital riesgo, nueva economía, financiación

I. INTRODUCCIÓN

El Capital Inversión, también llamado Capital Riesgo, Capital Desarrollo, *Private Equity*, *Venture Capital*, puede definirse como la toma de participación, con carácter temporal y generalmente minoritaria, en el capital de empresas no cotizadas en bolsa. El objetivo básico es que con la ayuda del capitalista de inversión, la empresa crezca, su valor en el mercado aumente, y que una vez madurada la inversión, el capitalista de inversión pueda revender dicha participación y obtener una plusvalía. Esta inversión está orientada tanto al apoyo en la creación de nuevas empresas como a potenciar el crecimiento de compañías ya establecidas o la adquisición de paquetes accionariales con el fin de garantizar la sucesión empresarial.

Hay dos aspectos principales que caracterizan al capital riesgo: el horizonte temporal de la inversión y la relación que se establece con la empresa en la que se invierte.

En cuanto al primer punto, la permanencia en la empresa va a tener, habitualmente, una duración entre tres y diez años. Esto es debido a las propias características intrínsecas de la inversión: se trata de invertir en el crecimiento o puesta en marcha de una empresa, o cuando ésta se encuentra en una fase que podríamos denominar como "delicada" o transitoria, de ahí que el período de maduración de la inversión sea mayor y además el tiempo necesario para conseguir la rentabilidad mínima requerida también es mayor.

Con respecto al segundo punto, el inversor de capital riesgo no se suele limitar a prestar fondos, sino que en muchos casos también se involucra en la actividad empresarial a largo o medio plazo, si bien no interviene en el día a día de la gestión de la empresa.

Las inversiones que realiza el capital riesgo se pueden clasificar de la siguiente forma:

- Capital de desarrollo, desfamiliarización o diversificación. El capital riesgo asume aquí una función de socio que va a propiciar el relevo generacional, la

consolidación de la empresa o bien va a colaborar en la búsqueda de un socio tecnológico-industrial.

- Capital de reflotamiento. En este caso el capital riesgo ayuda a reflotar una empresa mediante apoyo financiero y la fijación y seguimiento de la estrategia que se considere más oportuna para lograr la supervivencia de la empresa.
- Capital de arranque (*start-up*). El capital riesgo financia la creación de una empresa o sus primeros pasos en su andadura empresarial (*early stages*). Se colabora tanto en la gestión de la empresa como en el desarrollo e implantación de una estrategia adecuada y búsqueda de socios. Este tipo de inversiones son las que nos interesan en el presente artículo puesto que la mayoría de las empresas de internet o de nuevas tecnologías se encuentran, o han encontrado, en este estado embrionario o en un estado incipiente.

II. EL PLAN DE ACCIÓN EUROPEO

Uno de los planes que el Consejo Europeo Especial de Lisboa celebrado en marzo de 2000 desarrolló fue el dedicado al desarrollo del capital riesgo en Europa. La fecha prevista de finalización de este Plan de Acción del Capital Riesgo es marzo de 2003.

En el informe que la Comisión Europea elaboró sobre el desarrollo de este plan, hay una serie de aspectos que nos indican la especial relevancia que tiene esta forma de financiación en la actualidad, en especial en el ámbito de la nueva economía.

En primer lugar constata que un mercado de capital riesgo lo suficientemente desarrollado y eficiente va a jugar un papel primordial en conseguir un desarrollo económico y en la creación de empleo. De hecho, este informe pone de manifiesto la importancia de los mercados de capital riesgo como fuente de financiación vía recursos propios para empresas jóvenes e innovadoras.

En segundo lugar, el capital riesgo es fundamental para el desarrollo de las empresas de la nueva economía porque este tipo de empresas suelen necesitar gran cantidad de fondos pero no obtienen beneficios en varios años, si bien ofrecen un gran potencial de crecimiento, de ahí que invertir en estas empresas, especialmente en las del sector de Tecnologías de la Información, sea muy atractivo.

En tercer lugar, no sólo el capital riesgo es importante en la creación y potenciación de las empresas de la nueva economía, sino también los mercados secundarios que se surgen principalmente bajo el auspicio de las entidades de capital riesgo, y que van a constituir también otra vía de financiación para este tipo de empresas y una forma más de canalizar el ahorro de los inversores.

Este informe sugiere una serie de medidas necesarias para facilitar el desarrollo del capital riesgo en Europa:

- Desarrollo de directivas que faciliten que las empresas consigan financiación de inversores de diferentes países.
- Que se creen una serie de medidas basadas en las buenas prácticas en la administración de empresas. También se están revisando los códigos de conducta de y gobierno de las empresas.
- Adopción de una normativa que permita que los inversores institucionales puedan invertir en capital riesgo.
- Reforma del sistema europeo de patentes, de manera que los inversores puedan acceder a una única patente válida en toda la Unión Europea.

III. MERCADOS SECUNDARIOS RELACIONADOS CON EL CAPITAL RIESGO

Como se ha indicado anteriormente, el capital riesgo se distingue de la financiación a través de préstamos y líneas de crédito en que el inversor de capital riesgo participa conjuntamente con el empresario en la gestión de la empresa. Es decir, participa muy activamente en la empresa en la que invierte, puesto que además de aportar financiación, también asesora, contribuye a la definición de la estrategia,

proporciona su experiencia en herramientas de gestión y aporta su red de contactos nacional e internacional. A cambio, el inversor quiere invertir en una compañía que tenga un buen proyecto empresarial a medio plazo, que le reporte importantes plusvalías¹, y es fundamental que la desinversión esté garantizada.

Es en la desinversión donde confluyen el capital riesgo y los mercados de valores destinados a las empresas de alto crecimiento y de nuevas tecnologías de la información y comunicación. Ha sido precisamente en la última década cuando han surgido muchos mercados secundarios destinados proporcionar un mercado financiero regulado de acuerdo a las características intrínsecas de las empresas innovadoras y de nuevas tecnologías, es decir, las empresas que se suelen denominar de la nueva economía.

En este apartado se van a comentar los principales mercados destinados a este tipo de empresas, pues el desarrollo de estos mercados un factor fundamental en la consecución de un mercado de capital riesgo adecuado a las necesidades actuales. Esto es debido a que en la mayoría de los casos se rechaza un proyecto muy rentable porque no se presume una buena desinversión, y si se lograra crear un marco más adecuado que mitigara este problema, se estaría promoviendo el capital riesgo.

A finales de 1994 se creó en Europa la Asociación Europea de Intermediarios de Valores (*European Association of Securities Dealers*, EASD), formada, entre otros, por sociedades de capital riesgo. El objetivo era doble:

- Estimular el crecimiento económico y la creación de empleo.
- Crear una bolsa paneuropea especializada en compañías de rápido crecimiento. Esta bolsa se denominó Easdaq².

Una fecha importante en el devenir de este mercado fue el pasado 27 de marzo de 2001, fecha en la que se anunció que el mercado de valores Nasdaq³ iba a adquirir

¹ Se suele exigir una tasa interna de rentabilidad superior al 20%.

² Easdaq se constituyó el 11 de mayo de 1995 y empezó a operar el 27 de noviembre de 1996.

³ Nasdaq fue el primer mercado electrónico del mundo. Se creó en 1971 y se ha convertido, tras su fusión con AMEX (*American Stock Exchange*) en el mercado de mayor crecimiento de Estados Unidos y el segundo mayor a escala mundial por capitalización bursátil. En la actualidad cotizan alrededor de 5.000

una participación mayoritaria en el mercado paneuropeo de valores de empresas de alto crecimiento.

Esta adquisición se encuadra en la estrategia al largo plazo de Nasdaq que consiste establecer conexiones con los mercados de valores más importantes del mundo y con los agentes que en ellos participan para desarrollar una plataforma global basada en las estructuras de negocio más importantes y en las características del mercado regional y en los aspectos más importantes de su regulación.

Además de Easdaq, se han ido creando otros mercados en el entorno europeo, la mayoría encuadrados en Bolsas de Valores ya existentes y adoptando la categoría de segmento dentro de sus respectivas Bolsas.

Cabe destacar Euro.NM que agrupa a todos los mercados que se han creado en Europa y van destinados a las compañías de alto crecimiento. Euro.NM se fundó en marzo de 1996 y pretendía ser una red paneuropea de mercados regulados dedicados a compañías de crecimiento. Los mercados que agrupa son: *Neuer Markt* alemán, *Nouveau Marché* francés, NMAX (Amsterdam), *Euro.NM Belgium*, *Nuovo Mercato* italiano y Nuevo Mercado español.

De todos estos mercados el más importante es *Neuer Markt* alemán, creado en 1997. Se trata de un segmento de negociación dentro de la Bolsa de Valores de Frankfurt, y está destinado a empresas de sectores de futuro que cuenten con unas expectativas de crecimiento superiores a las de la media, o a las de las llamadas "empresas tradicionales". Es decir, las empresas que cotizan en este segmento pertenecen a los sectores o áreas de telecomunicaciones, biotecnología, multimedia y medio ambiente, en su mayor parte.

empresas, es el mayor mercado del mundo por volumen diario y se intercambian más acciones cada día que en cualquier otro mercado.

Una de las claves del éxito de Nasdaq radica en la flexibilidad de los requisitos de admisión a cotización, junto con el mantenimiento de unos criterios muy estrictos en cuanto a la defensa del accionista y reglas de gobierno de la empresa (órganos de representación, protección del accionista minoritario y publicación de información relevante, entre otros puntos) con independencia del tamaño de la empresa.

También en el Reino Unido se ha creado un segmento similar al *Neuer Markt*, denominado *TechMark*. En Gran Bretaña existía, y existe, un mercado destinado a empresas con poca capitalización bursátil. Se trata de AIM (*Alternative Investment Market*). Sin embargo, este mercado no tenía el marco apropiado para que las empresas tecnológicas cotizaran en él. Es por ello por lo que en noviembre de 1999 se creó *TechMark* como segmento de la Bolsa de Londres. Este segmento tiene una normativa de admisión diferente a la del mercado principal y está destinado a sectores de crecimiento. De hecho, la mayoría de las empresas que en él cotizan pertenecen a las siguientes áreas: *hardware*, internet, *software* y telecomunicaciones.

Concretamente en nuestro país, el pasado 10 de abril de 2000 entró en funcionamiento un segmento del mercado continuo denominado nuevo mercado. Este segmento está destinado a los valores emitidos por empresas de sectores innovadores, de alta tecnología u otros sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento. Se trata, por tanto, de empresas con un riesgo alto, superior al de las empresas encuadradas en sectores más tradicionales, pero cuyo potencial de crecimiento y sus previsiones de futuro son, también, mayores.

La creación de este segmento fue debida en gran parte para eliminar un obstáculo que impedía que una gran parte de este tipo de empresas fueran admitidas a cotización en la bolsa de valores. Este punto era el que, si bien desde 1997 mediante una Orden Ministerial se eximía a las empresas de obtener beneficios durante varios ejercicios, tenían que presentar un plan de negocio validado por un experto independiente en el que se demostrara que la empresa iba a tener beneficios en años futuros.

El problema surgía porque este tipo de empresas de la nueva economía no solían cumplirlo. Esto es debido a que se trata en su mayoría de empresas dedicadas a sectores innovadores que por sus peculiares características precisan de mucha financiación, por lo que les interesaba salir a Bolsa, si bien muchas no contaban con una trayectoria lo suficientemente amplia como para haber llegado al punto de equilibrio; sin embargo, contaban con unas excelentes perspectivas para años venideros.

Ahora este punto, dentro del segmento Nuevo Mercado, queda reducido a presentar un plan de negocio con proyecciones para años venideros, en las que no es necesario que la empresa obtenga beneficios, sino que demuestre una mejoría y propensión a conseguirlos.

IV. EVOLUCION DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

En primer lugar conviene apuntar que si bien el capital riesgo está en auge en España, todavía se encuentra lejos de llegar a una fase de maduración. España se encuentra en el octavo lugar dentro de los países que forman EVCA (*European Venture Capital Association*), aunque si se midiera la actividad del capital riesgo con relación al PIB de cada país, descenderíamos al decimotercer lugar.

Si bien la difusión y conocimiento por parte de las empresas y de la sociedad en general del capital riesgo y la actividad que desarrolla es relativamente reciente, hay que remontarse a la década de los 70 para poder hablar de entidades dedicadas a esta actividad.

Las empresas de capital riesgo en España han contado prioritariamente con fondos estatales o procedentes de organismos públicos, siendo las empresas privadas de capital riesgo una clara minoría.

Este panorama no ha cambiado mucho, si bien lo que ha sucedido es que la mayor parte de las empresas de capital riesgo de reciente creación pertenecen al ámbito privado.

Una gran parte de las sociedades de capital riesgo, especialmente las que primero surgieron en España, son públicas y están orientadas o dirigidas hacia la reconstrucción del tejido industrial en zonas geográficas que han sufrido una clara reconversión industrial, o bien se trataba de zonas deprimidas y con una alta tasa de desempleo. Por ejemplo, se crearon sociedades de capital riesgo en el País Vasco, en Asturias, en Andalucía y Extremadura.

Por otra parte, las sociedades de capital riesgo de capital privado se orientan hacia otras áreas diferentes como son cambios en la estrategia empresarial, capital desarrollo y, últimamente, la financiación inicial necesaria para la puesta en marcha de empresas de la llamada nueva economía.

De hecho, la inversión realizada en la nueva economía, con relación a la inversión total llevada a cabo por este tipo de empresas ha supuesto un 19,4%, según datos del informe de capital riesgo del primer trimestre de 2000, (fuente ASCRI). Si bien, considerando el año 2000 en su totalidad, esta cifra asciende al 25% del total de la inversión de las entidades de capital riesgo.

Observando la tabla 1 se puede apreciar que existe una clara relación en cuanto a la creación de nuevas sociedades de capital riesgo y el ciclo económico. Por ejemplo, a principios y mediados de los años 90 cuando tuvo lugar una recesión y crisis, no se crearon sociedades⁴ de capital riesgo.

En la segunda mitad de esa misma década es cuando tiene lugar el boom de las empresas de internet y nuevas tecnologías. Esto no significa que con anterioridad no existieran en España empresas de esas características, pero es cuando el número de ellas aumenta significativamente. Ello es debido, en gran parte, a que el número de internautas aumenta, lo que provoca que estas empresas irruman con fuerza en el tejido empresarial español.

Tampoco conviene olvidar otros dos aspectos destacados de esa década: el boom bursátil que tuvo lugar a finales de la misma, y la creciente importancia que ha cobrado Nasdaq y los mercados destinados a las empresas de nuevas tecnologías en el entorno financiero mundial.

⁴ Siempre se van a considerar sociedades de capital riesgo que sean miembros de plenos derecho de ASCRI.

Tabla 1. Relación entidades capital riesgo creadas y tipo de empresas en las que invierten.

Año	Número empresas capital riesgo creadas⁵	Número de empresas de capital riesgo que invierten en nuevas tecnologías y campos afines
2000	1	1
1999	10	7
1998	4	4
1997	2	2
1996	-	-
1995	-	-
1994	-	-
1993	5	4
1992	2	2
1991	1	1
1990	1	1
1989	6	5
1988	4	3
1987	1	-
1986	1	1
1985	2	1
1984	2	2
1983	3	2
1982	2	1
1977	1	1
1976	1	-

Fuente: Martí Pellón, José (2000) y elaboración propia.

Con respecto al primer punto, hay que recordar que uno de los aspectos a tener en cuenta para llevar a cabo o no una inversión de capital riesgo es que exista la posibilidad de desinvertir. De ahí que si nos encontramos con una situación en la que la

⁵ Empresas de capital riesgo creadas y que pertenezcan a ASCRI como miembros de pleno derecho.

desinversión es más factible mediante una salida a bolsa (oferta pública de venta u oferta pública de suscripción), la actividad desarrollada por las sociedades de capital riesgo va a aumentar, con el subsiguiente efecto en el número de proyectos que van a acometer.

Sin embargo, tras la euforia del capital riesgo y de las empresas de la nueva economía, nos encontramos en un período de crisis de la misma. Esta crisis, que tiene su epicentro en las empresas de la nueva economía, está haciendo que disminuya la actividad del capital riesgo en ella, con el consiguiente encarecimiento de la financiación de este tipo de empresas y, por tanto, se entra en una espiral que provoca que muchas ideas de nuevas empresas no se lleguen a materializar por el temor al fracaso, mientras que hace apenas un año, dicho temor no existía.

Esta disminución de la actividad de las entidades de capital riesgo, especialmente de las que cuentan con fondos privados, radica en que una gran parte de ellas financian el arranque o puesta en marcha de nuevos negocios, así como su expansión, que es precisamente cuando las empresas de la nueva economía necesitan de financiación y apoyo empresarial y directivo, del cual normalmente carecen.

Este paso atrás es realmente significativo, pues si bien en Europa (según las estadísticas de la EVCA) los fondos levantados en 1999 para participar en proyectos relacionados con empresas tradicionales fue similar a los conseguidos en 1998, los fondos que se invirtieron en empresas de la nueva economía crecieron casi un 300% con relación a 1998, y más concretamente, los fondos destinados a empresas de internet lo hicieron un 100%.

En España, la actividad del capital riesgo aumentó vertiginosamente, debido sobretudo a la atracción que ejercía Internet y las nuevas tecnologías de cara al inversor. Por ello crecieron mucho las inversiones en los momentos iniciales de vida de las empresas (*start-ups*). En general, el aumento de estos fondos destinados a empresas de la nueva economía fue de un 100% con respecto al nivel de 1998. Con respecto al año 2000, "el 54,6% de los 33.281 millones de pesetas invertidos en empresas en proceso de puesta en marcha en 2000 se concentró en telecomunicaciones, Internet y software. el

95,1% del volumen comprometido en estas inversiones fue asignado por las entidades de capital riesgo privadas" (Martí Pellón, 2001).

No hay que olvidar otro factor, en este caso legislativo, que en España también está impulsando la actividad de capital riesgo. Se trata de la Ley 6/2000, por la que el Ministerio de Ciencia y Tecnología concede una línea de préstamo a las entidades de capital riesgo registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que estas entidades tomen participaciones temporales en el capital de empresas no financieras de alto valor tecnológico. Se puede ver, por tanto, que se está apoyando también en el ámbito estatal, el desarrollo de las empresas de la nueva economía.

De entre todos los puntos en los que se materializa este apoyo, los más importantes son los siguientes:

- Las entidades de capital riesgo tienen que tomar participaciones temporales en el capital de empresas no financieras de alto contenido tecnológico.
- Las empresas objeto de inversión deberán tener al menos dos años de funcionamiento.
- El tipo de interés es cero.
- El límite máximo del préstamo es del 75% de la inversión.
- El período máximo de amortización es de 7 años.

V. CONCLUSIONES

Si tal y como muchos autores indican: "el comercio electrónico permitiría mejorar significativamente la eficiencia de la economía, mejorar la utilización de recursos y aumentar el crecimiento a largo plazo" (*Esp@ña online, ideas para afrontar la e-economía*, Andersen Consulting, Investment Santander Central Hispano, año 2000), lograr un adecuado desarrollo del capital riesgo, entendiéndolo como fuente de financiación preferente de las empresas la nueva economía va a contribuir en el desarrollo de la economía. Éste es el principal motivo por el que la misma Comisión Europea desarrolló el Plan de Acción Europeo (comentado en el punto II) de Capital Riesgo.

Si se logra que las empresas de la nueva economía y concretamente las empresas dedicadas al comercio electrónico accedan a fuentes de financiación baratas y, principalmente, que logren dicha financiación (lo cual en muchas ocasiones no les resulta factible), estamos dando un paso de gigante en el desarrollo de este tipo de empresas.

Pero no se trata solamente de lograr su desarrollo, sino también su crecimiento sostenido. En muchos casos nos encontramos con brillantes ideas, a las que les falta financiación y también darle una forma de empresa, y es ahí donde el capital riesgo asume esta doble función: financia y asesora.

Por ello, si una empresa logra financiarse adecuadamente y estructurarse según las características de su entorno y negocio, nos podemos encontrar ante una compañía que tiene garantizada una gran parte de su éxito empresarial. Y para lograr esta financiación se tienen que crear los mecanismos adecuados para que las entidades de capital riesgo desinviertan con facilidad. Esta desinversión se está facilitando en la actualidad mediante la creación de segmentos dentro de las bolsas de valores, dedicados a las empresas de nuevas tecnologías.

El objetivo final, no es crear empresas, o que la a las empresas se les facilite el acceso a una financiación adecuada. Si no que el objetivo es conseguir que las empresas que surgen pervivan, y no desaparezcan por problemas financieros o de gestión interna. El objetivo es potenciar el tejido empresarial español, europeo y mundial, de forma que si se realiza de una forma adecuada se puede lograr un crecimiento económico más estable y una disminución de la tasa de desempleo. Para ello, como he indicado anteriormente, es necesario que el desarrollo posterior de las empresas de la nueva economía se realice de una forma adecuada a las propias características internas del país y de su entorno y que se proporcione una adecuada formación al trabajador.

VI. BIBLIOGRAFÍA

Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Progress report on the risk capital action plan*. Bruselas, 18 de octubre de 2000.

Fernández Jurado, Yolanda (2001) "El comercio electrónico como posible causa de desempleo y pobreza", *Distribución y Consumo*, número 55.

Martí Pellón, José (2000). *El capital inversión en España, 1999. (Capital riesgo y capital desarrollo)*. Editorial Civitas.

Martí Pellón, José (2001). "La "nueva economía" revoluciona el capital riesgo", *El País*, 27 de mayo de 2001.

Vaquero Lafuente, M^a Esther (2000) "El nuevo mercado", *Revista ICADE*, número 50, pp. 209-214.

Vaquero Lafuente, M^a Esther (1998) "El segundo mercado europeo: el EASDAQ", *Técnica Económica, Administración y Dirección de Empresas*, número 164, , pp. 15-19.

Esp@ña online, ideas para afrontar la e-economía, Andersen Consulting, Investment Santander Central Hispano, 2000.

<http://www.ascr.org>