

La Economía de Mercado
virtudes e inconvenientes

Contribuciones a la economía



<http://www.eumed.net/cursecon/>

LA PYME ANTE EL MARCO INSTITUCIONAL DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Alfonso Galindo Lucas
Universidad de Cádiz
alfonso.galindo@uca.es

Resumen:

Las Entidades de Capital Riesgo (ECR) son un tipo de inversores institucionales cuyo ámbito de operaciones está especialmente relacionado con la pequeña y mediana empresa. La reciente aprobación de la Ley 1/1999, reguladora de las Entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras invita al análisis de la eficacia de este sector y las perspectivas futuras de evolución, en relación con la función que se les supone propia: La financiación de la PYME. Las especialidades de estas entidades en el ámbito regional andaluz obedecen de forma más apropiada al concepto teórico de ECR.

Descriptor: *Financiación, PYME, Capital Riesgo, capital inversión.*

1. Introducción: Concepto y orígenes

El Capital Riesgo está considerado, como ocurre con los créditos participativos, una modalidad de "[...] fórmulas financieras relativamente recientes en el mercado español, pero ya experimentadas en países de nuestro entorno económico, donde se han mostrado especialmente útiles para la creación, regeneración y mantenimiento del tejido empresarial" (1). Las *Entidades de Capital Riesgo (ECR)* nacieron con la finalidad de aportar fondos propios a las iniciativas innovadoras de las PYME, "participando en el capital de

las mismas, generalmente, en forma minoritaria y con carácter temporal" (2). Este tipo de *inversor institucional* tiene la ventaja de disminuir el riesgo, mediante su diversificación. Por eso, para él, la inversión resultará mucho más atractiva que para cada una de las empresas en las que participa.

El origen de este tipo de instituciones se remonta a la década de los cuarenta, durante la cual, contribuyeron a favorecer las innovaciones en el mercado estadounidense. En Europa, la implantación y el éxito de estas instituciones ha sido muy desigual. En el Reino Unido, la experiencia ha resultado muy favorable y el sector del Capital Riesgo puede calificarse de maduro. Le siguen en importancia el mercado francés y el holandés.

La primera Sociedad de Capital Riesgo privada que nace en España fue 'Sefinnova', en 1978. Le siguió Bancaya de Promoción Empresarial, en 1983. El Real Decreto-Ley 1/1986 inició la legislación específica a este tipo de sociedades y fondos. Continuó con la D.A. 3ª de la Ley 33/87 y Real Decreto-Ley 5/92, todos ellos, reformados parcialmente por la Ley 28/1992. Con la promulgación de la Ley 3/1994, se desarrolla un marco legal muy favorable a este tipo de iniciativas, que continúa con el Real D-L 7/1996, ya mencionado. Actualmente, operan, en España, 48 *ICR* (Cifra de entidades establecidas a final de 1995), de las más de 500 que existen en Europa.

La definición que contenía el Real Decreto Ley nº 7, de 7 de junio de 1996, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y de liberalización de la actividad económica, imponía ciertas condiciones que han desaparecido: Aparte de que las empresas participadas no cotizaran en bolsa, se exigía que dichas empresas no fueran entidades financieras y que tampoco cotizaran "[...], en ningún mercado secundario organizado y no estén participadas en más de un 25% por entidades financieras o por empresas que coticen en dichos mercados".

Las *ECR* no están interesadas en hacerse con el control de la sociedad participada y, corrientemente, pactan con los vendedores de las acciones, la conservación del equipo gestor. "Es práctica muy corriente su incorporación al consejo de administración [...], pero no la asunción de responsabilidades de gestión" (3). Suelen comprometerse a vender sus participaciones, una vez rentabilizado el proyecto. En muchas ocasiones, la única retribución que obtienen es la plusvalía generada por la venta de unas acciones que han comprado a buen precio. En este caso, a la empresa participada le sale gratis la financiación, a menos que decida adquirir sus propias acciones a la Institución inversora. Habitualmente, son los gestores o promotores de estas empresas quienes vuelven a adquirir, al término de la operación, la participación de la *ECR*.

Otros medios para salir de la empresa son la recompra por sus propios accionistas promotores, la compra por un tercer grupo, por medio de fusión o adquisición o la venta en el Segundo Mercado Bursátil. El hecho de que esta opción no sea muy utilizada denota una cierta falta de integración del capital riesgo en los mercados secundarios europeos. La desinversión se erige, por tanto en "el principal obstáculo para el desarrollo de esta fórmula financiera en nuestro país" (4). Más adelante trataremos el tema del Segundo Mercado. Antes, analizamos las ventajas, por ser éstas más numerosas y poderosas que aquel inconveniente.

2. Las ventajas del Capital Inversión para la PYME

La ventaja más inmediata que se puede atribuir al Capital Riesgo es el aporte de financiación que supone a la empresa financiada la toma de participación por la entidad, en forma de acciones u otros títulos, en unas condiciones de riesgo que otras entidades financieras no estarían dispuestas a asumir.

Sin embargo, no es ésta la principal fuente de fondos financieros que el Capital Inversión confiere a su protegida. De hecho, los fondos allegados desde la ECR son escasos, en comparación con la financiación adicional que se puede llegar a obtener: Las ampliaciones de capital o emisiones de deuda subordinada que se hacen necesarias para que entre la ECR en la sociedad financiada implican automáticamente una disminución considerable del ratio de endeudamiento, de forma que otros inversores, tales como entidades crediticias, vuelven a tener oportunidades de negocio en la empresa, por ejemplo, en forma de préstamos.

La garantía que supone la entrada de la ECR en la empresa disminuye no sólo el riesgo financiero, sin que se afirma (5) que da "mayor seguridad a sus trabajadores, proveedores y clientes". Esto es debido a que si una entidad financiera decide permanecer en la empresa como socio protector por un largo periodo, es de suponer que tiene fundadas razones para creer en el éxito a largo plazo de dicha empresa y ello confiere mayor valor a su imagen.

Aun tratándose de una inversión financiera de naturaleza temporal y no de una cartera de control, la participación en la empresa receptora suele pactarse para un considerable número de años. Esto hará, efectivamente, que la entidad inversora se interese por la buena gestión del negocio, llegando a ser, en muchos casos, socio mayoritario.

Puesto que la verdadera retribución de dicha entidad va a ser la plusvalía que obtenga en la recolocación de su participación, la ECR estará interesada en los activos intangibles de la empresa participada, es decir, aquellos que tienen más valor dentro que fuera de la empresa o que, dicho de otro modo, no son íntegramente embargables. Por este motivo, la implicación de la ECR en la gestión de la PYME es mucho más interesante que la de los intermediarios del sistema crediticio (6).

En España, el apoyo público constituye un importante elemento de estabilidad al sistema de Capital Riesgo, mediante la participación o incluso la constitución de ECR, por parte de una o varias administraciones públicas. Como veremos más abajo, esto es especialmente significativo en el caso del Instituto de Fomento Andaluz, que ha acaparado la iniciativa y gran parte de la financiación de este sector en nuestra Comunidad.

Además de eso, la legislación y, especialmente las recientes reformas, han favorecido la implantación y el desarrollo del Capital Riesgo en España, con medidas como los incentivos fiscales, que más adelante se comentarán o la relajación de determinados requisitos a las entidades inversoras y también al espectro de las que pueden ser financiada.

La supresión del límite de participación máxima del 25% viene a significar que la PYME española ahora puede beneficiarse, al mismo tiempo, de varias formas de financiación compatibles entre sí: La pertenencia a grupos de sociedades, el aporte financiero de una ICR, por ejemplo, en forma de créditos participativos y además puede conseguir la colocación de sus títulos en el Segundo Mercado de la Bolsa de Valores. Hay que tener en cuenta, no obstante, que si la empresa está participada por otras compañías en más de un determinado porcentaje, pierden la consideración de pequeñas o medianas empresas y, con ella, el derecho a determinadas fuentes de financiación privilegiada. El artículo 1 de la Recomendación de 3 de abril de 1996 entiende por pequeñas y medianas empresas, sin distinguir entre pequeñas y medianas, aquellas que cumplan, entre otros, el siguiente requisito de independencia. "Se consideran empresas independientes aquellas en las que el 25% o una cifra superior de su capital, además de sus derechos de voto, no pertenezca o bien a otra empresa o, conjuntamente, a varias empresas que no respondan a la definición de PYME".

3. Clasificación de los operadores del sector

Existen dos tipos básicos de Instituciones, denominadas legalmente "Entidades de Capital Riesgo", más un tercer tipo de entidades de *ICR* denominadas "Gestoras" y un fenómeno de financiación conjunta denominado "consorcio".

a) Entidades de Capital Riesgo:

Sociedades de Capital Riesgo (SCR): Son sociedades mercantiles, de carácter financiero, con forma de Sociedad Anónima, especializadas en la adquisición temporal de participaciones en capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. La reciente Ley les permite también facilitar préstamos participativos a dichas empresas y realizar actividades de asesoramiento. De igual modo, pueden conceder otras formas de financiación, pero únicamente a sociedades participadas, a diferencia de lo que sucede con la concesión de préstamos participativos.

Las sociedades, a diferencia de los Fondos, se constituyen con un montante de capital propio y, por tanto, tienen las limitaciones que su estructura financiera impone a su expansión.

Fondos de Capital Riesgo (FCR): Son entidades no consideradas personas jurídicas, sino una mera sindicación de aportaciones de particulares en inversiones temporales en capital. Son gestionados por entidades especializadas, denominadas **Sociedades gestoras de fondos de Capital Riesgo** o bien por Instituciones de Inversión Colectiva (7). El inversor recibe de la empresa participada un dividendo y, del mercado, la plusvalía generada por la venta del paquete. La Sociedad gestora detrae una comisión fija por sus servicios, más una participación en el *rendimiento implícito*.

b) Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR): Además de gestionar los **FCR**, pueden dedicarse a administrar los bienes de las **SCR**, de ahí que haya cambiado su denominación legal, que era la de *Sociedades Gestoras de Fondos de C-R*. Además, se les permite realizar las labores de asesoramiento previstas para las **SCR**.

c) Consorcios de Capital Riesgo: Es la cofinanciación de un determinado proyecto de inversión, por parte de varias sociedades de Capital Riesgo, es decir la participación, de forma conjunta, de varias SCR en empresas que soliciten su apoyo. Carecen de personalidad jurídica independiente, pero su entidad es reconocida en el Derecho comunitario a efectos de ayuda a su actividad. "La Unión Europea decidió fomentar este sistema de financiación por medio del programa *Venture Consort* [para] prestar apoyo financiero a aquellos consorcios de Capital Riesgo que vayan a invertir en proyectos PYME, siempre que la inversión cumpla determinadas características [...]" (8).

Los principales agentes financieros que participan en estas sociedades y fondos son las entidades financieras privadas y los fondos de pensiones internacionales, seguidos a cierta

distancia por los inversores públicos y las entidades no financieras privadas españolas. Tradicionalmente, a diferencia de lo que sucede en otros países, no han efectuado aportaciones de recursos los fondos de pensiones nacionales, ni las compañías de seguros. Con la actual regulación, se pretende impulsar mejores iniciativas en este campo con la incorporación como accionistas de otras entidades públicas y privadas.

4. Las PYME y el Capital Riesgo:

El Capital Riesgo ha sido definido (9) como una actividad especializada en pequeñas y medianas empresas. Suele ocurrir que las empresas nacientes se constituyen en torno a una innovación tecnológica o productiva, con la finalidad de desarrollarla. "Es el colectivo más flexible en momentos de crisis y el de mejor adaptación al reto tecnológico" (10). Este tipo de negocios es considerado de máximo riesgo empresarial, lo que origina repercusiones en el coste de los pasivos. El riesgo inherente de las innovaciones empresariales unido al de las empresas nacientes es considerado por las entidades financieras como un elemento que les disuade de convertirse en colaboradores financieros de las PYME. Estas entidades niegan el crédito a los incipientes proyectos empresariales o bien los conceden incluyendo una alta prima de riesgo en los intereses. Para evitar esta fuente prohibitiva, "la financiación pública [ha sido] una fuente habitual, pero [...] insuficiente" (11). Así pues, la única forma de financiar proyectos innovadores parece ser la generación de reservas.

Las reservas que generan las PYME suelen ser insuficientes para financiar innovaciones tecnológicas y productivas. Paradójicamente, éstos son afrontados por empresas de mayor tamaño, a las que se les supone una menor flexibilidad organizativa. Ante la escasez de autofinanciación, la apelación a otros tipos de recursos propios de procedencia externa parece ser una solución bastante deseable, siempre que exista algún ente dispuesto a suscribirlos.

Estas instituciones aportan fondos permanentes, generalmente, en forma de participación en capital, a empresas no financieras que no coticen en el primer mercado de las *Bolsas de Valores* (12).

Eso permite a la empresa receptora $\frac{3}{4}$ que coincide con el perfil de cualquier PYME española $\frac{3}{4}$ el planteamiento de sus inversiones a largo plazo, al mismo tiempo que garantiza el control que mantienen los demás accionistas, sin perder su independencia. Esta característica establece una ventaja para la empresa participada, con respecto a los grupos de sociedades.

A pesar de tratarse de una financiación a largo plazo, tienen la consideración de participación temporal y suelen ser minoritarias. La toma de participación puede realizarse en acciones ordinarias o privilegiadas, obligaciones convertibles, créditos participativos, obligaciones subordinadas o simple deuda (13). La transferencia de fondos, en sí, no suele cubrir un gran porcentaje del proyecto que se pretende financiar, pero tiene un trascendental efecto de apalancamiento en la estructura financiera, al

facilitar el incremento de financiación ajena, ya que reduce el coeficiente de endeudamiento.

El tipo de financiación que conceden las *ICR* se ha clasificado [\(14\)](#) en tres categorías, según la etapa en que se encuentre la PYME:

Seed financing o capital semilla: Se aplica a la financiación de la creación de empresas o de proyectos de investigación tecnológica.

Start-up financing: Es la financiación del desarrollo industrial y comercial de productos y de empresas de reciente creación.

Expansion financing: Es la financiación de los procesos de crecimiento y expansión de las empresas.

Replacement o reemplazo: Consiste en financiar la compra de acciones de una compañía por parte de otras Instituciones de Capital Riesgo.

Buy-out financing: Consiste en financiar a determinados grupos de inversores la realización de operaciones de LBO (*Leveraged Buy-Out*). El fondo dotado por el ICO está orientado, entre otras, "a operaciones de adquisición de empresas de esta índole [PYME] por parte de los cuadros directivos que, habiéndose desarrollado profesionalmente en ellas, desean tomar las riendas del capital [...]" [\(15\)](#)

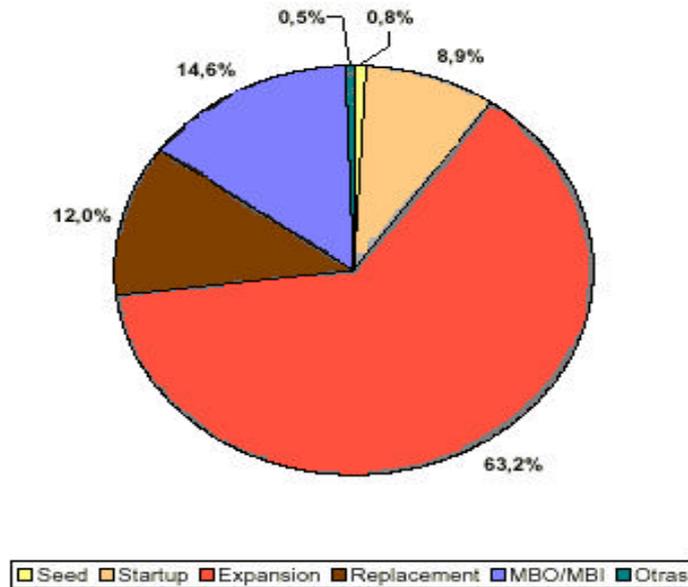
El elemento de riesgo que caracteriza a este tipo de inversiones y que da nombre a esta Institución ha originado cierta desconfianza semántica, motivada por su denominación. Tanto es así que, recientemente [\(16\)](#), tiende a sustituirse el término "Capital Riesgo" por otros más suaves como "capital inversión". Se trata de una cuestión más de *marketing* que de financiación. Así es como ha debido entenderse en la redacción de la Ley 1/1999, en que se conserva la denominación jurídica tradicional. Sin embargo, la ASC^RI, desatendiendo al significado de sus siglas, ha pasado a denominarse "Asociación Española de Capital Inversión" y ha reducido el tamaño de la "R" en su página web.

Coincidiendo con el progresivo abandono del apellido "riesgo", se ha perdido también, según recientes estudios [\(17\)](#), la finalidad inicial de esta figura, cual era la financiación de constituciones y reconversiones de empresas y no tanto la expansión y la adquisición apalancada de sociedades.

Los datos obtenidos por Cuervo García y Calvo Bernardino [\(18\)](#) demuestran que el número de operaciones y el porcentaje de financiación ofrecida por las Entidades de Capital Riesgo está dirigida, en su inmensa mayoría a expansión y reorientación.

En este gráfico, observamos cómo la empresa naciente no obtiene un gran porcentaje de la financiación otorgada por estas instituciones, en tanto que la reconversión de empresas no parece despertar el interés de las ECR. Por el contrario, éstas consideran más rentable la expansión del negocio, es decir, apuestan por el crecimiento de la empresa. Ello supone, implícitamente, el reconocimiento de la dimensión empresarial como ventaja competitiva.

Gráfico 1
Destino de las inversiones por fases de desarrollo en 2001



Fuente: Martí Pellón, J. (2002), *Oferta y Demanda de Capital Riesgo en España. 2001*, Civitas, Madrid.

5. El fomento de la actividad inversora. La regulación actual

La ventaja de este medio de financiación, como, en general, de las *instituciones de inversión colectiva*, es la diversificación de riesgos. La especialidad de esta fórmula de financiación es, como ya se ha expuesto, el tipo de proyectos que se financian. Dadas estas características, es evidente que las operaciones de Capital Riesgo sólo pueden prosperar al amparo de un aliciente adicional, en atención al riesgo que afrontan. En los últimos años [\(19\)](#), se ha demandado, desde diversos foros, la concesión de otros estímulos fiscales, así como un mayor desarrollo de los mercados secundarios.

En cuanto a la consecución de un tratamiento fiscal favorable, los beneficios fiscales que se establecen, tras la última modificación de 1999, son los siguientes [\(20\)](#):

1. Reducción del 99% de la base imponible del *Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados*, para la constitución, tanto de Sociedades como de Fondos de Capital Riesgo, así como para las ampliaciones de capital. Al parecer, dicha reducción deja de aplicarse a los supuestos de fusión.
2. Deduciones por dividendos del 100%, en el Impuesto sobre Sociedades, siempre que provengan de las sociedades estatutariamente reconocidas como beneficiarias del Capital Riesgo. Esta deducción trata de evitar la doble imposición de dividendos y es independiente del porcentaje de participación en el capital de la empresa financiada [\(21\)](#).

3. Exención parcial del 99% de las rentas (antes consideradas incrementos de patrimonio) que obtengan de la enajenación de acciones y participaciones en capital. Esta exención no se aplicará los dos primeros años de participación en capital ni los años decimotercero y sucesivos, desde la adquisición (esto supone, con respecto al régimen anterior, una prolongación de dos años en la posibilidad de aplicar la exención). Esto da una idea de por qué las ICR no van a permanecer más de 12 años en la empresa participada. Un Reglamento habrá de regular los supuestos, condiciones y requisitos en que se pueda ampliar este plazo, hasta un máximo de cinco años más.
4. Quedarán exentas del Impuesto sobre el Valor Añadido, la gestión de activos y depósito de las Entidades de Capital Riesgo, realizadas por Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo.

Además, el Real Decreto-Ley 1/1986, en la parte no derogada, contiene beneficios fiscales para estimular el funcionamiento del segundo mercado de la Bolsa de valores, a fin de hacer más fácil la desinversión. Con respecto a la salida de la sociedad participada a cotización oficial, después de la desinversión de la Entidad de Capital Riesgo, el R.D. 710 de 4 de abril de 1986, desarrollado por la O. M. de 26 de noviembre del mismo año, establece los requisitos que las PYME deben reunir para cotizar en el Segundo Mercado. "Con dichos precedentes[...] alguna sociedad de Capital Riesgo ya está cotizando en las Bolsas de Valores" [\(22\)](#), pero no se ha conseguido aún que las PYME participadas dispongan de facilidad para cotizar en el segundo mercado.

6. El Nuevo Mercado de Valores en España

Los segundos mercados de valores son aquellos que hacen posible la admisión a cotización de empresas, ya que de otra forma les resultaría difícil acceder a los mercados oficiales debido a los requerimientos de admisión de los mismos. Ni que aclarar tiene la diferencia entre los conceptos de Segundos Mercados y mercados secundarios. En lo que atañe al Capital Riesgo, la efectividad del funcionamiento de estos mercados supondría una clara solución al problema de la desinversión que más arriba se comenta.

El segundo mercado bursátil se puso en funcionamiento en 1982 en la Bolsa de Barcelona y en 1986 en la de Madrid, pero no ha tenido apenas implantación. Su actividad en la actualidad es poco más que testimonial, entre otras razones, por la escasa diferencia que se establece respecto del primer mercado, en cuanto a capital mínimo exigido para cotizar en él, la inexistencia de ventajas fiscales, etc. La situación actual no ya en España, sino incluso en el entorno europeo no puede compararse a la efectividad de este mercado en USA. En Europa dependen totalmente de los primeros mercados y el número de sociedades que cotizan, así como el capital que mueven, es insuficiente para su correcto funcionamiento.

En otros países de nuestro entorno ya se han llevado a cabo medidas de gran importancia para recuperar y potenciar el segundo mercado. El 30 de septiembre de 1996 empezó a funcionar el mercado secundario de ámbito europeo, denominado EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation), a semejanza del "NASDAQ" norteamericano, por ser el sistema de Cotización Automatizado de la Asociación Europea de Corredores de Valores. Para este mercado paneuropeo, los requisitos de capital social se elevan a 2.000.000 , con un mínimo de 100.000 participaciones

Los nuevos mercados o mercados tecnológicos son actualmente la alternativa para la salida a cotización de los títulos emitidos por las PYME. Estos mercados son una respuesta a la creciente necesidad de dinamizar la creación y el acceso al mercado de capitales de pequeñas y medianas empresas, al estar éstas más capacitadas para el fomento del empleo y la innovación. El denominado Nuevo Mercado arrancó en España el 10 de abril del año 2000, a semejanza de otros, como el Techmark londinense, el Neuer Market alemán o el Nouveau Marché. A la zaga, se creó el Nuovo Mercato, así como los correspondientes nuevos mercados belga-luxemburgués y holandés. Por un sistema de interconexión de ámbito europeo, entre todos los anteriores, surge el EURO.NM, que es, junto con el EASDAQ, la alternativa europea al fenómeno norteamericano de los mercados tecnológicos.

La mayoría de las empresa que cotizan en estos mercados son originariamente PYME, aunque con la ayuda de inversores, como las Entidades de Capital Riesgo, adquieren una serie de recursos, normalmente intangibles, relacionados con las Tecnologías de la Información y la comunicación. Por su naturaleza, estos recursos no figuran en el balance de las sociedades emisoras, por lo que, aparentemente, no dejan de ser pequeñas, aunque su capital tecnológico la ha expandido considerablemente.

Por el hecho de estar basado en las nuevas tecnologías, este rápido crecimiento de las nuevas empresas admitidas a cotización incorpora también un riesgo económico especialmente alto. Este es el motivo de que se establezca un segmento específico de mercado para este tipo de empresas. Dicho de otro modo, para no perjudicar el dato del IBEX-35 o el índice del país de que se trate, se impide cotizar en el mercado continuo a empresas de rápido crecimiento o de tecnologías punta.

7. Situación actual del sector de Capital Riesgo.

En la última década y más aún, en el último lustro, el capital riesgo ha vivido en Europa un notable desarrollo. El Reino Unido ha liderado el sector desde su implantación.

En España, que viene a ocupar el sexto puesto en el mercado europeo, los antecedentes del Capital Riesgo se encuentran en las denominadas Sociedades de

Desarrollo Industrial (SODI), cuya implantación fue desde el principio impulsada desde los poderes públicos, con el principal objetivo de favorecer el desarrollo económico regional.

Paulatinamente y coincidiendo con la adopción de otra denominación, el capital privado se fue interesando también en España por este tipo de instituciones. Actualmente, operan, en España, 48 *ICR* (Cifra de entidades establecidas a final de 1998), de las más de 500 que existen en Europa. En la Asociación Española de entidades de Capital Riesgo (*ASCRI*) figura además, el Centro de Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI). De otras, en su mayoría, de capital públicos, también es dudoso su carácter genuino de ECR, dado que son conceptuadas como sociedades de desarrollo industrial y regional. Otras, incluso, basan sus actividades básicamente en la consultoría o la realización de publicaciones sobre inversiones en capital. Es por eso que, en la práctica, el número de entidades que se dedican plenamente a invertir en riesgos empresariales es bastante reducido. A eso le añadimos la tendencia actual (23) de las ECR a desarrollar las inversiones en las fases de expansión de empresas consolidadas y adquisiciones apalancadas (24).

Cuadro 3. Instituciones de Capital Riesgo en España					
Tipo		Titularidad		Tamaño	
Sociedad de C-R	30	Privadas	29	Grandes	15
Sociedad gestora	18	Públicas	19	Medianas	18
Fondos	32			Pequeñas	14

Fuentes: Cuervo García y Calvo Bernardino (1998): "Manual de Sistema Financiero español". Página 403; ICO (*Op. cit.*). Página 22.

Hay que tener en cuenta que 18 de ellas son *Sociedades Gestoras de Fondos* de Capital Riesgo, que tienen a su cargo un total de 32 Fondos (datos de 1995), con lo cual, la cifra se elevaría a 64 *ICR*. Dado que los fondos no tienen las limitaciones que rigen para la cifra de capital social, es de suponer que el volumen de inversiones podría ser mayor, si determinados inversores institucionales participaran ampliando dichos fondos. Se asegura que el sector de Capital Riesgo tiene un potencial de crecimiento enorme, en el momento actual,

"AXIS Participaciones empresariales, S.A. es la entidad pública española que gestiona mayor volumen de fondos destinados a inversiones de Capital Riesgo, después de hacerse cargo de la gestión de FOND-ICO, Fondo de Capital Riesgo dotado por el ICO con 10.000 millones de pesetas" (25).

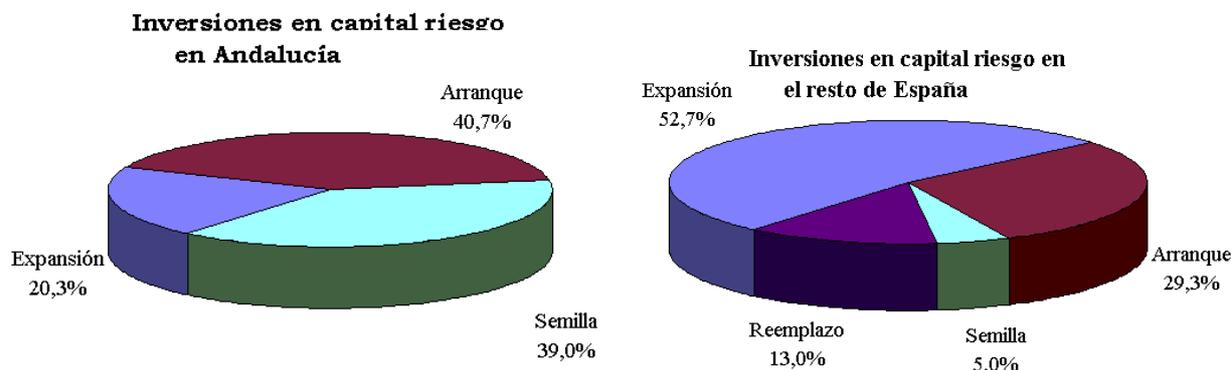
El marco jurídico de la fórmula de financiación que tratamos se recoge actualmente en la **Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras**, que entró en vigor el 6 de abril de 1999. Las modificaciones más notables que incluye son:

- ❖ Se suprime la limitación de participación del 25% por parte de sociedades cotizadas.
- ❖ Las ECR son controladas y supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- ❖ Las entidades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva podrán actuar como EGFCR.
- ❖ El porcentaje de activos que pueden emplear las ECR en préstamos participativos pasa del 15% al 30% y la inversión en inmovilizado, del 10% al 20%.
- ❖ La inversión máxima en una misma empresa asciende de 15% a 25%.
- ❖ Se amplía en un año el plazo de adaptación a los porcentajes máximos de inversión establecidos.
- ❖ Se amplía en dos años, extensibles por vía de excepción, la exención del 99% en la tributación de plusvalías.

8. Las especialidades del sector en Andalucía

A diferencia de lo que ha ido ocurriendo en el resto del país, en la Comunidad Autónoma Andaluza, el mercado de Capital Riesgo se ha ido especializando en las empresas de pequeño tamaño y en la financiación de las fases iniciales de su ciclo vital, es decir, creación y puesta en marcha. El modelo andaluz de Capital Inversión, basado en la creación de ECR mixtas sigue el modelo de la OCDE [\(26\)](#) cuenta con un elevado grado de participación de las administraciones locales y de la autonómica, a través del IFA. En cuanto a sectores, dado el predominio de fondos de titularidad pública, ha predominado la inversión en empresas de sectores calificados de estratégicos por la Junta de Andalucía. Retomamos el **gráfico 1**, que mostrábamos más arriba, pero esta vez con los datos de 1996, para compararlos con los datos de que disponemos a escala autonómica; la diferencia no es en absoluto sustancial: sigue existiendo una inversión en expansión superior al 60% una financiación virtualmente nula de la reconversión y un esfuerzo muy pequeño en las fases iniciales de los pequeños negocios.

Sin embargo, si desagregamos dichos datos, entre las siete entidades existentes en Andalucía [\(27\)](#) y las correspondientes al resto de la nación, la diferencia es bastante notable:



He aquí que habiendo extraído los datos (28) del **gráfico 2** de una fuente distinta (29) a la del **gráfico 3**, los datos correspondientes al gráfico de la derecha, es decir, los del territorio español, excluyendo a Andalucía, son idénticos a los obtenidos para el total nacional. Puede ocurrir, por tanto, que otra característica del sector de Capital Riesgo en Andalucía sea su insignificancia en el ámbito nacional, que reduce su participación a meros decimales, inferiores a la milésima. Otra posibilidad es que algunas de las fuentes consultadas encierren algún error conceptual, al haber tomado los mismos datos y haberlos atribuido a fenómenos distintos.

BIBLIOGRAFÍA

- ❖ Antón, Yolanda (1998): "El capital-riesgo como alternativa financiera". *Actualidad Financiera*, nº 8. Agosto 1998, Páginas. 3-10.
- ❖ Black, Bernard S. Y Gilson, Ronald J. (1998): "*Venture Capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*". *Journal of Financial Economics*. Elsevier Science, S.A.
- ❖ Cano Guillén, Carlos Jesús y Cazorla Papis, Leonardo (1998): "El modelo andaluz de capital riesgo: Situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional". *Revista de Estudios Regionales*, nº 51. Páginas 121 a 143.
- ❖ COTEC, Fundación para la innovación tecnológica: CONFERENCIA COTEC 1994. Madrid. 1994.
- ❖ COTEC, Fundación para la innovación tecnológica: "Financiación de la Innovación". Informes sobre el sistema español de innovación. 1999.
- ❖ Cuervo García, Álvaro y Calvo Bernardino, Antonio *et alter* (1998). "Manual de sistema financiero español". 11ª ed. *Ariel*. Barcelona. Septiembre 1998.
- ❖ Galán González, J.L. *et alter* (1993): "Capital riesgo e innovación: Un análisis en la Comunidad europea". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 2, nº 2.
- ❖ ICO (1995a). Cuadernos ICO: "La financiación de la Pequeña y Mediana Empresa [Línea PYMES] Guía del usuario". Instituto de Crédito Oficial. Madrid.
- ❖ ICO (1995b): "Capital Riesgo. Concepto y Evolución. La actividad del ICO en Capital Riesgo: AXIS".

- ❖ Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras.
- ❖ Martí Pellón, J. (2001): "El capital inversión en España, 2000". *Editorial Civitas*. Biblioteca Civitas Economía y Empresa. Serie Estudios Monográficos.
- ❖ Mínguez Prieto, Rafael: "Novedades normativas en materia de entidades de Capital Riesgo". *Actualidad financiera*, nº 6. Junio 1998. Páginas 3-8.
- ❖ Tirado, Carlos; Granger, José R. y Nieto, María (1995): "La PYME del siglo XXI: Tecnologías de la información, mercados y organización empresarial". FUNDESCO. Madrid.

-
1. ICO (1995a). Cuadernos ICO: "La financiación de la Pequeña y Mediana Empresa [Línea PYMES] Guía del usuario". Instituto de Crédito Oficial. Madrid. Página 21. Ver también ICO (1995b): "Capital Riesgo. Concepto y Evolución. La actividad del ICO en Capital Riesgo: AXIS". Páginas 39 a 46.
 2. Cuervo García, Álvaro y Calvo Bernardino, Antonio et alter (1997). "Manual de sistema financiero español". 11ª ed. Ariel. Barcelona. 1997. Pág 422.
 3. COTEC, Fundación para la innovación tecnológica: CONFERENCIA COTEC 1994. Madrid. 1994. Página 148.
 4. Antón, Yolanda (1998): "El capital-riesgo como alternativa financiera". *Actualidad Financiera*, nº 8. Agosto 1998, Página 4.
 5. *Ibidem*. Página 5.
 6. Sobre la importancia de los intangibles en la obtención de financiación, es muy recomendable el análisis que realiza Salas Fumás, Vicente (1993): "Factores de competitividad empresarial. Consideraciones generales". *Papeles de Economía Española*, nº 56. Página 388.
 7. Novedad legislativa que completa lo establecido en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.
 8. Tirado, Carlos; Granger, José R. y Nieto, María (1995): "La PYME del siglo XXI: Tecnologías de la información, mercados y organización empresarial". FUNDESCO. Madrid. Página 48.
 9. Cuervo García, Calvo Bernardino et alter. (1997) . Loc. cit.
 10. ICO (1995a).Op. cit. Página 9.
 11. COTEC (1994).Op. cit. Página 145.
 12. Artº 2.1. Ley 1/1999.
 13. V. Cuervo García y Calvo Bernardino (1998). Op. cit. Página 425 y Cano Guillén, Carlos Jesús, Cazorla Papis, Leonardo (1998) :Op. cit. Pág. 125.
 14. Galán González, J.L et alter (1993) : "Capital riesgo e innovación: Un análisis en la Comunidad europea". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 2, nº 2. Ver también Cuervo García y Calvo Bernardino (1998). Op. cit. Página 424.
 15. ICO (1995a). Loc. cit.
 16. Ver Martí, J. (1998) : "El capital inversión en España, 1997". ASCRI - Civitas. Madrid. Pág. 23. Ver también Cuervo García y Calvo Bernardino (1998). Op. cit. Página 422.
 17. Cano Guillén, Carlos Jesús, Cazorla Papis, Leonardo (1998) : "El modelo andaluz de Capital Riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional". *Revista de Estudios Regionales*, nº 51. vol. III. 1998. Páginas 121 - 143.
 18. Cuervo García y Calvo Bernardino (1998). Op. cit. Página 423.
 19. Ver, p. ej., Cuervo García y Calvo Bernardino (1998), página 400 y Fundación COTEC (1994), página 150.
 20. V. Disposición Adicional Segunda de la Ley 1/1999.
 21. Modificación de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, introducida por el R. D-L 7/1996, de Medidas Urgentes.

- [22.](#) Mínguez Prieto, Rafael: "Novedades normativas en materia de entidades de Capital Riesgo". Actualidad financiera. Junio 1998. Página 5.
- [23.](#) [...] en 1993 se produjo un cambio en la importancia relativa de las fases en que se desarrolla la inversión [...] abandonando las operaciones de arranque o semilla [...]. Cuervo García y Calvo Bernardino (1998). Op. cit. Página 430.
- [24.](#) "[...] el modelo andaluz parece cumplir de forma más satisfactoria que el nacional con el objetivo original de las ECR [...]". Cano Guillén, Carlos Jesús, Cazorla Papis, Leonardo (1998) :Op. cit. Pág. 121.
- [25.](#) ICO (1995a). Op. cit. Página 22.
Es interesante consultar ICO (1995b): "Capital Riesgo. Concepto y Evolución. La actividad del ICO en Capital Riesgo: AXIS". Páginas 39 a 46.
- [26.](#) Cano Guillén, Carlos Jesús y Cazorla Papis, Leonardo (1998): Op. cit. Página 127.
- [27.](#) A saber, "Iniciativas Económicas de Almería", FICOR (Córdoba), "Inverjaén", "Inversiones Prograna-da", "M Capital" (Málaga), "Sevilla Seed Capital" y SOFINSA (Huelva). Los datos con que trabajamos quedan pendientes de la definitiva constitución de una ECR en la provincia de Cádiz.
- [28.](#) Extraído de Calvo y Bernardino (1998). Op. cit. Pág. 423.
- [29.](#) Cano Guillén y Cazorla Papis (1998). Pág. 135.