

UNIVERSIDAD DE BARCELONA

Departamento de Economía y Organización de Empresas

TESIS DOCTORAL

**LA SOCIEDAD CAPITAL RIESGO COMO MEDIO DE
FINANCIACIÓN DE LA NUEVA EMPRESA**

Presentada por: **Ana M. LAUROBA PÉREZ**

Director: **Dr. Jaime GIL ALUJA**

BARCELONA, julio de 1998

B.U.B. Secció d'Econòmiques
Diagonal, 690, 08034 Barcelona
Tel. 402 19 66

A pesar de todos los esfuerzos por potenciar el capital riesgo, éste no ha llegado a conseguir en Europa los niveles obtenidos en Estados Unidos. Los factores que han contribuido a un menor desarrollo han sido:

- La estrechez de los mercados en que se mueve el capital riesgo.
- La dificultad de salida de las participaciones.
- El menor dinamismo tecnológico.
- Inferior espíritu de promoción empresarial.

2.3. CARACTERÍSTICAS DE LOS AGENTES PARTICIPANTES EN UNA OPERACIÓN DE CAPITAL RIESGO

La financiación empresarial mediante el capital riesgo constituye una forma especializada de canalización de recursos hacia la inversión productiva, en la que pueden identificarse los tres elementos característicos de todo proceso de inversión y financiación: los aportantes de fondos; los intermediarios especializados, que tomados en conjunto constituyen lo que podemos llamar como oferta de capital riesgo; y las empresas, cuyos proyectos se pretenden financiar, demandantes del capital riesgo⁵⁷.

⁵⁷ Infra, cap. 5 donde se analizará de una manera más profunda la relación especial mantenida por estos tres agentes y llegaremos a demostrar como los intereses y objetivos de cada uno de ellos no tiene porque coincidir con los de los demás.

Los intermediarios especializados en operaciones de capital riesgo actúan como vértice con los otros dos agentes que intervienen en la operación, manteniendo, en ambos casos, una relación muy estrecha:

- con respecto a los aportantes de fondos la especificidad aparece desde el momento en que deben obtener una rentabilidad y una seguridad mínima sobre el capital recibido, al tiempo que se establecen unos pactos sobre la retribución y desinversión del capital entregado, lo que les obliga a tener muy en cuenta tanto el plazo como la liquidez de los proyectos que van a financiar.
- con respecto a las empresas demandantes de fondos de capital riesgo, los intermediarios especializados intentarán maximizar el valor de la inversión, puesto que, con ello, obtendrán las máximas plusvalías generadas por el capital invertido. Para conseguir este objetivo se verán obligados a aportar alguna cosa más que capital, es decir, deberán implicarse en el proyecto y controlar sus riesgos de una forma activa de tal manera que permita, a la conclusión del proyecto, una desinversión plácida y una retribución del capital a los aportantes de fondos.

2.3.1. Los aportantes de fondos

Los aportantes de fondos a las operaciones de capital riesgo constituyen una amalgama muy heterogénea de entidades, entre las que

destacan bancos, fondos de pensiones, empresas aseguradoras, grandes grupos industriales, inversores privados y el sector público.

A modo de síntesis inicial podemos afirmar que, como grupo, el principal objetivo que comparten y los mueve es "su preferencia por el riesgo, justificada, en la mayoría de los casos, por una adecuada diversificación de sus inversiones" ...; "su concurrencia a este mercado se ve estimulada por el atractivo de unas elevadas expectativas de rentabilidad, en el caso de que los proyectos empresariales resulten viables"⁵⁸.

Pero, como indica Marmolejo Oña⁵⁹, además de esta finalidad común, existen otras motivaciones y estrategias características propias de cada tipo de inversor, e incluso de cada uno de los agentes particulares en un momento determinado de su actividad.

A continuación expondremos brevemente algunas de las razones, para cada uno de los tipos de inversor que les lleva a formar parte del sector del capital riesgo :

- Los bancos al colocar una parte de sus recursos en capital riesgo no solo tienden a obtener una plusvalía, sino que aumentan de esta forma su clientela.

⁵⁸ MAROTO ACÍN, Juan. Op. cit., 1993, pág. 56.

⁵⁹ MARMOLEJO OÑA, Cristóbal. Op. cit., 1987, pág. 66-68.

En todos los países desarrollados los bancos tienen una presencia importante dentro del capital riesgo⁶⁰ y pueden participar en dicho sector a través de tres vías diferentes:

- Constituyendo una empresa de capital riesgo promovida por la propia entidad bancaria.
- Participando como un inversor más en una sociedad o fondo de capital riesgo.
- Promoviendo empresas junto a alguna sociedad de capital riesgo públicas.
- Los fondos de pensiones y las empresas aseguradoras. Que buscan preferentemente colocaciones a largo plazo y que diversifican el mayor riesgo de éstas con la dedicación al capital riesgo de porcentajes reducidos de sus, por otra parte, elevados recursos.
- Los grandes grupos industriales. Orientados hacia la promoción de nuevos productos y la captación de nuevos mercados potenciales, por la vía de la inversión en capital riesgo.

⁶⁰ Se calcula que más de un tercio del capital riesgo europeo y norteamericano procede de la banca.

Dado que las inversiones en nuevas tecnologías y nuevas líneas de actividad son arriesgadas buscan cubrirse de ellas mediante la compra de cierto grado de participación a través de una filial inversora de capital riesgo. Si la nueva empresa resulta exitosa siempre podrán comprarla, si, por el contrario, resulta un fracaso o los planes cambian, siempre podrá vender obteniendo un beneficio o, al menos, habrá adquirido un mejor conocimiento de los mercados, productos o tecnologías poco familiares hasta entonces.

Al utilizar el método de la inversión en capital riesgo, las empresas que tratan de diversificarse esperan a ver resultados y cuando el proyecto resulta rentable optan por involucrarse más directamente⁶¹.

- Los inversores privados. Si bien esta categoría es la que más frecuentemente se cita, y se mitifica, no es la más importante. Se

⁶¹ Este argumento teórico utilizado por la mayoría de grupos industriales que invierten en capital riesgo, en la realidad apunta hacia el sentido opuesto. En la práctica, como demuestran los autores FELDA HARDYMON, G.; NINO, Mark J. De; SALTER, Malcom S. en su artículo sobre "La inversión de capital de riesgo y la diversificación". *Harvard - Deusto Business Review*. 4º trimestre de 1984, núm. 20, pág. 85-92, los mismos factores que contribuyen al éxito de las unidades inversoras de capital riesgo comprometen su capacidad para servir al objetivo de la diversificación.

Las razones que avalan esta sorprendente conclusión son: el restringido abanico de oportunidades de inversión, los problemas que surgen a la hora de adquirir las nuevas empresas, las dificultades de obtener tecnología de éstas y las diferencias irreconciliables existentes entre las exigencias que plantea un programa de diversificación y las que plantea la formación de una cartera de inversiones bien saneada.

compone de individuos competentes y lo suficientemente ricos como para arriesgar sus fortunas individuales en esta actividad.

- Cuando el sector público invierte sus recursos en capital riesgo tiende a promover la innovación empresarial en general y la tecnológica en particular. Todos los países presentan algún tipo de participación en la financiación del capital riesgo⁶².

Las instituciones públicas que promueven la oferta de capital riesgo en su demarcación intentan, con ello, favorecer la creación de empresas y la aparición de nuevos empresarios que aprovechen los recursos materiales y humanos existentes y que puedan incrementar el nivel de competitividad de la estructura productiva en el ámbito de sus respectivos territorios.

2.3.2. Los intermediarios especializados

A pesar de que el capital riesgo viene siendo desarrollado, aunque de forma muy ocasional, por personas a título particular, cabe afirmar que

⁶² En la Comunidad Europea, excepto España donde el porcentaje es mucho mayor, el capital riesgo público cubre aproximadamente un 10% del volumen total invertido. Aunque inicialmente fueron los promotores del capital riesgo en Europa (v., cap. 2.2.) su papel ha cambiado de orientación.

La baja participación de los organismos oficiales europeos en la financiación de proyectos a través de capital riesgo se debe "a que los gobiernos se han dado cuenta de que es mejor dar facilidades fiscales a esta actividad que destinar recursos públicos directamente", según declaraciones de Michiel de HAAN, expresidente de la Asociación Europea de Capital Riesgo.

se trata, básicamente de una actividad financiera llevada a cabo por entidades, públicas o privadas, especializadas⁶³.

Estas entidades especializadas en capital riesgo suelen adoptar dos formas de constitución para el ejercicio de su actividad: sociedades⁶⁴ y fondos⁶⁵. La principal diferenciación entre ambos tipos de formas societarias radica, de manera fundamental, en la fuente de obtención de los recursos para la realización de las correspondientes inversiones.

Mientras que en el caso de las sociedades de capital riesgo, SCR, los recursos se encuentran permanentemente dedicados a la actividad, en los fondos de capital riesgo, FCR, los recursos se captan de manera temporal para la financiación de actividades y proyectos concretos. Es decir, si la entidad de capital riesgo, ECR, adopta la forma societaria y la selección de proyectos y el resto de la gestión la realizan los administradores de la misma o si la ECR se basa en una serie de inversores que confían sus capitales a un tercero para que éste lo invierta en capital riesgo.

⁶³ V., cap. 2.1.

⁶⁴ Las sociedades de capital riesgo son las llamadas en EEUU Venture Capital Company.

⁶⁵ Los fondos de capital riesgo se denominan en el mundo anglosajón Venture Capital Funds o Venture Capital Pools.

2.3.2.1. Sociedades de capital riesgo

Estas sociedades suelen adoptar la forma de sociedades anónimas y están sometidas, corrientemente, a las normas mercantiles en materia de sociedades. En la mayoría de países, especialmente en Europa, este tipo de sociedades tiene un régimen financiero específico que ordena la estructura de su accionariado y de sus inversiones.

Invierten sus propios recursos en empresas innovadoras de forma temporal y con vocación de permanencia en la actividad que desarrollan, para lo cual mantienen una infraestructura que les permite el estudio, la realización y el seguimiento de la inversión.

Las SCR no buscan rentabilidad mediante dividendos o intereses, ya que su único objetivo es poder obtener, en el momento de su retirada, unos beneficios superiores a los normales para el capital que aporta como riesgo. Por ello, estudia en profundidad la situación global de la empresa en la que va a participar, deduciendo que es un negocio predecible, de alto potencial de crecimiento, capaz de generar fuertes cash - flow futuros.

2.3.2.2. Fondos de capital riesgo

Consisten en fondos patrimoniales gestionados por una sociedad gestora y cuyo objeto es el mismo que las SCR.

Las sociedades gestoras de fondos de capital riesgo tienen como función:

- Reunir grupos de especialistas del sector que se dediquen a formar fondos de capital riesgo de duración temporal, facilitando así la diversificación de los elevados riesgos que implica el crear o potenciar el desarrollo de empresas.
- Captar recursos financieros entre inversores privados, que busquen rentabilidades superiores a las ofrecidas por el mercado.
- Invertir y realizar el seguimiento de las empresas participadas con la intención de obtener la máxima rentabilidad de la inversión.
- Facilitar la salida de la empresa participada para que los inversores privados que le confiaron sus recursos vean compensado el dinero invertido.

Entre los inversores privados y la gestora del fondo se suelen celebrar unos contratos de gestión en los que se especifica la responsabilidad de las partes y la retribución que recibirá la gestora por los servicios prestados⁶⁶.

⁶⁶ Normalmente las gestoras reciben un tanto por ciento en función de los recursos gestionados, en concepto de comisión por gestión, y además perciben otra parte,

De estos fondos hay que resaltar que:

- Normalmente no se constituyen por tiempo indefinido. El plazo de duración del mismo se especifica en los correspondientes contratos.

Los FCR a diferencia de las SCR, tienen una duración limitada, que oscila entre 8 y 12 años. Al final de este periodo se produce la definitiva liquidación del fondo, con el reparto de las plusvalías y títulos no vendidos entre los partícipes.

- Se constituyen para un proyecto o varios proyectos predeterminados. Es decir, la comunidad de riesgos e intereses que se crean vienen referidos a la financiación de empresas concretas.

2.3.2.3. Otras entidades de capital riesgo

La evolución que el sector del capital riesgo está teniendo en todos los países desarrollados, desligándose de la financiación de pequeñas

que se denomina interés soportado, y que suele estar en función de los beneficios obtenidos, una vez que el inversor ha recuperado la totalidad de su inversión.

Un artículo aparecido en el diario Expansión del 23 de septiembre de 1992 ponía de relieve que los importantes beneficios de los fondos de capital riesgo en EEUU, una media anual de un quince por ciento en los últimos veinte años, había permitido que los inversores estén dispuestos a pagar altas comisiones a las gestoras, cuyas ganancias resultan sorprendentes.

empresas⁶⁷, obliga a buscar, por parte de éstas, otras fuentes de financiación, siendo el capital riesgo informal⁶⁸ una de ellas.

El término de capital riesgo informal se utiliza para referirse a todo un conjunto de inversiones que realizan los particulares en pequeñas empresas sin intermediar un operador de capital riesgo.

Este sector informal del capital riesgo se empezó a desarrollar hace unos años en EEUU y el Reino Unido para cubrir la necesidad que pequeñas empresas tenían de recursos y por la ausencia de operadores de capital riesgo que realizaran dichas operaciones.

El principal problema con que se encuentra este tipo de capital riesgo radica en cómo los emprendedores tienen conocimiento de los posibles inversores y viceversa. Sólo con la máxima información se puede lograr que se financien aquellas iniciativas más interesantes y que los emprendedores logren acuerdos con los inversores deseados. Para intentar solucionar esta dificultad han surgido agencias⁶⁹ que sirven para poner en relación a los emprendedores y posibles inversores, creando una red de información.

⁶⁷ V., cap. 2.1.

⁶⁸ El término capital riesgo informal fué acuñado por autores como Wetzel o Manson. Vid. GURRIARÁN, Ramón. Op. cit., Octubre de 1997, pág. 24.

⁶⁹ Conocidas con el nombre de "business angles networks".

La acepción "business angles" surge en EEUU para referirse a aquellos particulares que financiaban espectáculos en Broadway.

Las funciones de cada uno de los miembros que intervienen en estas redes son:

- Los emprendedores. Encargados de remitir un plan de negocio en el que especifiquen cuales son sus planes a desarrollar y el porcentaje que están dispuestos a ceder en la propiedad de su empresa.
- Los inversores. Que igualmente deben especificar cuales son los sectores en que están interesados invertir, la cuantía de la misma, zona geográfica, etc.
- La agencia. Encargada de recibir toda la información remitida por emprendedores e inversores y a partir de ahí intermediar, realizando una búsqueda activa de emprendedores e inversores que puedan tener objetivos comunes.

El enfoque específico que adopte una red puede ir desde el modelo de servicio informático de citas que conserva el anonimato hasta otro que suponga una participación más personal y activa, pero sea cual sea su papel debe abstenerse de dar recomendaciones o consejos relativos a inversiones determinadas.

A través de este tipo de iniciativas se pretende compensar el alejamiento que los operadores de capital riesgo tradicionales mantienen,

en los últimos años, frente a los proyectos de inversión de nuevas empresas⁷⁰.

En realidad, estas organizaciones no tratan de competir con las entidades tradicionales de capital riesgo. Para una empresa pequeña o que se encuentre en sus etapas iniciales, este sistema puede ofrecer una mayor flexibilidad, y un apoyo más puntual que el ofrecido por el capital riesgo. La experiencia ha demostrado que las inversiones realizadas por inversores individuales y por redes de inversión suelen llegar en la etapa de realización de prototipos, que normalmente es anterior al momento en el que los capitalistas de riesgo actuales desean entrar a formar parte del proyecto.

2.3.3. Las empresas demandantes

Los demandantes del capital riesgo son empresas de carácter innovador, que adolecen de un elevado riesgo económico y que no

⁷⁰ El éxito que este tipo de redes está teniendo en EEUU ha llevado a la Administración americana a poner en marcha un ambicioso proyecto que une diferentes redes existentes en diversas partes de los EEUU con el fin de darle un carácter nacional. Esta red, conocida como Angles Capital Electronic Network (ACE-Net) es accesible para empresarios e inversores particulares a través de Internet y se puso en marcha en noviembre de 1996.

Por lo que respecta al Reino Unido, datos publicados por la British Venture Capital Association y que recopilan inversiones canalizadas a través de 36 agencias agrupadas a esta asociación, demuestran la importancia del sector. Durante el periodo de julio 1995 a junio 1996 se realizaron un total de 212 inversiones con un desembolso de 22.207 millones de libras.

pueden ofrecer las garantías ampliadas que les exigen, en consecuencia, los mercados financieros convencionales.

Las empresas interesadas en acudir al capital riesgo para resolver sus problemas de desarrollo suelen ser:

- Empresas familiares sin continuidad, con problemas generacionales o de gestión, o sin suficiente tamaño para salir a bolsa.
- Empresas en fase de crecimiento acelerado, que carezcan de capital propio suficiente o de financiación asequible, o que no dispongan de equipos directivos capaces.
- Empresas jóvenes, dos o tres años de vida, con metas de mercado estables y que necesiten una mayor dimensión, sobre todo en autonomía financiera, para poder crecer en volumen de negocio, diversificar en nuevos productos, adquirir otras empresas o desarrollarse internacionalmente.
- Equipos de gestores de probada experiencia que tengan un buen proyecto empresarial, medible, para el cual necesiten apoyo de capital externo.
- Grupos de inversores que, incluyendo o no a los directivos de la empresa, están interesados en adquirirla total o parcialmente, con

el objetivo o no de venderla, con importantes plusvalías, cuando se haya desarrollado.

- Compañías con distintos grupos accionariales con frecuencia descendientes lejanos del fundador, que se encuentran desligados de la gestión o mantienen posturas enfrentadas, o simplemente, necesitan liquidez.
- Empresas rentables pero que no han medido bien su crecimiento. Están demasiado endeudadas, y con una inyección de recursos, después de devolver los créditos, volverían a ser competitivas.

Resumiendo, la situación ideal es un empresario decidido a financiar sin endeudarse, un proyecto de expansión.

2.4. PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS CON QUE OPERAN LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Tal como indicamos en la definición propuesta sobre capital riesgo⁷¹, la aportación de la empresa inversora a la empresa participada, se realiza a través del suministro de capitales en forma de recursos permanentes. Para llevar a cabo esta intervención las ECR pueden

⁷¹ V., cap. 2.1.

utilizar diversos instrumentos financieros e incluso hacerlo de manera simultánea y complementaria.

“La estructura de la intermediación puede ser un “traje a medida”, al variar los parámetros de cada instrumento y combinar éstos de la manera más adecuada. De esta forma puede llegar a negociar la intervención más oportuna, combinando los intereses de los antiguos accionistas y de los nuevos participantes”⁷².

La intención por parte de las ECR es que cualquier proyecto empresarial con capacidad de salir adelante pueda ser financiado. Para ello la aportación de recursos que se ofrece al empresario es variada con la intención de adaptarse a las necesidades financieras del proyecto.

Existen tantos elementos que someter a consideración que de no haber flexibilidad e imaginación en las formas de participación, podrían reducirse mucho los casos de actuación.

A continuación describiremos los principales instrumentos de intervención y las características y posibilidades que ofrecen los mismos.

⁷² CENTELLES, Enrique. Op. cit.. Mayo/junio de 1983, pág. 135.

2.4.1. Acciones ordinarias

Es el instrumento utilizado con mayor frecuencia. El inversor de capital riesgo toma una participación determinada en el capital de la empresa a través de la adquisición de acciones en una ampliación de capital o directamente mediante la compra a antiguos accionistas, que le otorga una parte proporcional de derechos económicos y políticos.

Este tipo de instrumento financiero es especialmente indicado en las primeras etapas de la sociedad, ya que le permite menores costes financieros y muestra un capital social más elevado, que confiere mayores garantías a los acreedores.

Por otra parte, representa el máximo riesgo para el inversor, pero le permite alcanzar la mayor participación y derechos en la sociedad a igualdad de dinero invertido. Las ECR lo utilizará preferentemente cuando prevea un gran éxito.

En gran parte de los casos, la ECR, negociará condiciones contractuales que le mejoren las posibilidades de liquidez, tales como acuerdos de recompra por los accionistas, compromisos de venta conjunta, etc. En general, deseará eliminar las cláusulas restrictivas de la venta de acciones que existan en los estatutos sociales.

2.4.2. Acciones preferentes

Son aquellas acciones que confieren a su titular unas ventajas o derechos especiales respecto a las acciones ordinarias. Estos derechos pueden ser de índole político o económico.

Las acciones preferentes de mayor utilización son las que contienen un derecho privilegiado al beneficio y que en general se establece en un derecho preferente al dividendo.

Se pueden utilizar distintos tipos de privilegio al dividendo. En general suelen contener un derecho a un dividendo mínimo del orden del 7 al 10 por ciento del valor nominal. Este derecho puede ser acumulativo, es decir, si no se satisface el dividendo en un ejercicio, se acumula al siguiente o sucesivos. Igualmente el derecho puede limitarse a un dividendo fijo o bien a ser un dividendo mínimo con derecho a participar en igualdad con las acciones ordinarias al reparto de los beneficios restantes.

Las acciones preferentes en base a un derecho especial sobre la cuota de liquidación es de utilización mucho menos frecuente. Este derecho puede consistir en una preferencia respecto a las acciones ordinarias para reintegrar el valor nominal.

Si bien la utilización de este instrumento produce una despreocupación entre los derechos de los accionistas, puede ser de

gran utilidad para atraer recursos financieros a la empresa en diversas circunstancias. Así, pueden entrar determinados capitales privados o institucionales, motivados por una mayor garantía de obtención de dividendos o una mayor participación en los mismos. En otros casos podrá incentivarles la mayor garantía de recuperación en caso de liquidación.

La emisión de acciones preferentes provoca una mayor rigidez y riesgo financiero al resto de las acciones; por ello, puede incluso plantearse la posibilidad de conversión de acciones ordinarias e incluso en amortización.

Este método para la canalización de la inversión se ha usado en numerosas ocasiones en Estados Unidos, con menos frecuencia en Europa y en España apenas se ha utilizado.

Tanto si el inversor de capital riesgo se decide por la adquisición de acciones ordinarias como si lo hace por acciones preferentes, su comportamiento no va a ser el de un inversor tradicional, que adopta una situación pasiva y distante frente a la empresa en la que ha invertido, sino que es, al contrario, activo e interesado, tienen que colaborar y controlar la empresa en la que ha confiado ya que el éxito de ésta depende, directamente, su propio beneficio. Es por ello necesario que en el contrato en que se plasme la inversión de capital riesgo se impongan a los beneficiarios determinadas obligaciones con la finalidad de asegurar al inversor, por una parte, que el negocio va a seguir unas determinadas políticas consideradas por éste como esenciales para el éxito del

proyecto, y por otra, asegurarle también de que va a disponer en todo momento de eficaces mecanismos de control.

Las cláusulas complementarias que se incorporan al contrato de capital riesgo ponen de manifiesto las peculiaridades de la operación y los objetivos que se pretenden conseguir con ella además de financiar a la empresa.

Los puntos claves que deben ser tenidos en cuenta para que el inversor de capital riesgo pueda asegurar el control que necesita a lo largo de la vida de su inversión son:

- El inversor deberá participar en el Consejo de Administración de la sociedad al menos en proporción al porcentaje de capital que detente. Derecho éste amparado, con carácter de mínimo, por nuestra Ley de Sociedades Anónimas. En el caso de que el inversor obtuviera en el Consejo de Administración una participación superior a la que le correspondería proporcionalmente, ésta podría ser suprimida en cualquier momento por la Junta General. Para evitar esta supresión, es conveniente que los estatutos establezcan "quorums" reforzados de votación para los acuerdos sociales de nombramiento y revocación de administradores.
- En el seno del propio Consejo de Administración deberían reforzarse los "quorums" legales de presencia o votación al efecto

de que ciertos acuerdos de especial importancia necesiten para su adopción el concurso del inversor de capital riesgo.

- Del mismo modo que se hace con el Consejo de Administración, deberán establecerse también “quorums” reforzados de votación para la adopción de acuerdos de Juntas Generales que se refieran a la determinación de la política de beneficios, reservas y dividendos, emisión de nuevas acciones u obligaciones, modificación del objeto social, fusión, transformación, modificación de los estatutos en general y de otros acuerdos sociales que se consideren de importancia, de forma que no puedan ser adoptados sin el voto a su favor de los accionistas inversores de capital riesgo.
- Deberá exigir también la presencia del accionista de capital riesgo para la adopción de acuerdos que impliquen modificaciones en las políticas de producción, calidad, venta, empleo y financiación.
- La dirección deberá elaborar y presentar periódicamente balances que permitan al inversor el control debido.

Con todo ello se trata de establecer ciertos límites a la libertad del empresario al que se le conceden los fondos y supervisar sus actuaciones a veces incluso interviniendo directamente en la gestión.

“Restringir la capacidad de decisión del empresario supone asumir costes de oportunidad; por otra parte la dedicación a supervisar y a coger la nueva empresa supone unos costes directos que recaen en la empresa de capital-riesgo”⁷³.

La existencia de estos costes de oportunidad surge por la limitación en la disponibilidad de tiempo, por parte de la ECR, para el control y seguimiento de los proyectos que componen su cartera y para el análisis de nuevas inversiones que pueden formar parte de actuaciones futuras de la compañía.

Mientras que los costes de supervisión y control incurridos por las empresas de capital riesgo pueden ser, al menos parcialmente, repercutidos hacia la empresa invertida por medio del establecimiento de un contrato de suministro de servicios; los costes de oportunidad carecen de esta posibilidad y deben ser asumidos íntegramente por la ECR⁷⁴.

⁷³ SALAS FUMAS, Vicente. “Instrumentos financieros en la creación de empresas: análisis desde la economía de los costes de transacción”. *Economía industrial*. Marzo/abril de 1990, núm. 272, pág. 32.

⁷⁴ Infra cap. 5, donde se analizan las repercusiones que la existencia de los costes de oportunidad tienen para las relaciones entre los distintos agentes que intervienen en una operación de capital riesgo.

2.4.3. Obligaciones convertibles

Consiste en la emisión de un empréstito por la empresa que es suscrito, al menos en parte, por la entidad de capital riesgo, que, en ciertas ocasiones, se encuentra acompañada por otras instituciones financieras, por los propios accionistas o por otros inversores.

Se suele establecer un plazo del orden de cinco años, con alguno de carencia. Normalmente se hace sin garantías, utilizándose en contrapartida análisis previos, auditorías etc.

Tradicionalmente se ha mantenido la presunción de que a través de las obligaciones convertibles se dan seguridades adicionales al inversor externo durante un plazo de tiempo que le permite conocer mejor las posibilidades de la empresa y decidir si se convierte o no en accionista.

Como aliciente a la suscripción de obligaciones, se establece la posibilidad de conversión a voluntad del suscriptor, según una tasa de conversión, que puede permitir una cierta plusvalía en dichos momentos.

La tasa de conversión representa la relación de cambio entre las acciones y las obligaciones. Puede ser una relación fija, con cláusulas que impiden la dilución del valor de la acción o variable en función de la evolución del valor de la sociedad o del plazo de conversión, lo que permite la generación de interesantes plusvalías en el momento de la conversión.

Se establece un periodo de conversión, a partir del cual pasan a ser obligaciones simples. Los intereses suelen ser inferiores al mercado y, en ocasiones, para compensar al inversor de esta diferencia si no decide convertir, se aplica una prima de "no conversión", pasando a un interés normal a partir de que se transforman en obligaciones simples.

Este tipo de obligaciones, tienen, para el inversor, la ventaja de asegurarle una retribución durante el periodo de tiempo que no convierte. Le permite tener un plazo para conocer mejor a la empresa antes de convertirse en accionista, e incluso tomar la decisión si se cumplen las expectativas. En caso de no conversión, la salida de la empresa queda determinada mediante la amortización de las obligaciones.

Para la empresa tiene el inconveniente del coste financiero y reduce su capacidad de endeudamiento. Aunque también hay que señalar que el coste financiero originado es menor que el de un crédito normal, con menores garantías y con la posibilidad de convertirlo en financiación permanente.

El posible atractivo de las obligaciones convertibles como instrumento financiero a utilizar en la financiación de operaciones de capital riesgo se encuentra en la capacidad de estimular la eficiencia en la gestión de la empresa. El valor del derecho de conversión de las obligaciones por acciones es una carga para la empresa que se hace menor a medida que aumenta el valor de cotización de las acciones. "La posibilidad de reducir el coste efectivo de la operación de deuda es un estímulo a la eficiencia, maximización del valor de mercado de la

empresa, actuando en última instancia como un elemento que reduce los costes de transacción de la operación en cuanto contribuye a conseguir un mayor valor económico de la empresa⁷⁵.

La suscripción de obligaciones es pues un vehículo para la realización de operaciones de capital riesgo cuando el inversor no quiere adquirir desde el primer momento la condición de accionista y prefiere mantener en una primera etapa, la posición más segura de obligacionista. La fórmula más adecuada en este caso sería la suscripción por el inversor de obligaciones convertibles en acciones a opción del propio inversor, o la suscripción de obligaciones convertibles a opción del obligacionista que tengan carácter participativo según lo cual se podrán fijar los intereses en función de los resultados de la empresa.

2.4.4. Préstamos participativos

El instrumento financiero de los préstamos participativos surge en el contexto de la reconversión industrial y con el propósito principal de canalizar ayudas públicas para aquellas empresas que concertaban con la Administración una determinada estrategia de reconversión.

⁷⁵ SALAS FUMAS, Vicente. Op. cit.. Marzo/abril de 1990, pág. 32.

Consiste en la concesión de un préstamo que normalmente incorpora un periodo de carencia y cuya amortización puede ser ordinaria o con la particularidad de la devolución del importe al final del periodo.

En particular en el caso español, a partir de la nueva redacción del art. 12 del RDL 1/86 establecida por el RDL 7/96 se incluye específicamente que "para el desarrollo de su objeto principal las sociedades y fondos de capital riesgo podrán facilitar Préstamos Participativos u otra forma de participación..."⁷⁶. Puesto que la anterior regulación legal de los préstamos participativos databa del año 1983⁷⁷, el mismo RDL 7/1996 les otorgaba nueva definición en su artículo 20, cuyas principales características son las siguientes:

- El tipo de interés será variable y se determinará según criterios que consideren la evolución de la actividad de la empresa prestataria, como beneficio neto, volumen de negocio, patrimonio total o cualquier otro previamente acordado. Asimismo, se podrá acordar un tramo de interés de tipo fijo o que no tenga en consideración la evolución de la empresa.

⁷⁶ Infra cap. 4.6.2.

⁷⁷ V., RDL 8/1983 de 30 de noviembre, en el que, como medida de apoyo financiero a los planes de reconversión y reindustrialización se definían los préstamos participativos en su artículo 11, estableciendo que "...las entidades públicas o privadas podrán conceder préstamos de carácter participativo en los que, con independencia del pacto de intereses, se acuerde la participación del acreedor en el beneficio neto del deudor".

- Se podrá acordar cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada, la cual únicamente será aceptable si proviene de una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios, quedando excluida la actualización de activos.
- Son préstamos de último rango: la Ley coloca a los acreedores por préstamos participativos detrás de todos los acreedores comunes.
- Tendrán la consideración de patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil.

En cuanto a los derechos del prestamista, además de su derecho al cobro de intereses y al reembolso del capital, no le corresponde ningún derecho de voto ni de información y control contable sobre la empresa prestataria: solamente podrá ejercitar el derecho de verificación contable que le reconoce el Código de Comercio.

Dadas la restrictividad de las características examinadas, "será difícil encontrar entidades que concedan créditos participativos en régimen de inversión de capital riesgo a muy largo plazo, diez años por ejemplo, si esos créditos nacen automáticamente postergados y no se

concede a esa postergación la contrapartida natural. Un cierto control sobre la vida social”⁷⁸.

Los beneficios del sistema de préstamos participativos se dirige íntegramente en favor de las empresas prestatarias así:

- Los préstamos participativos permiten obtener a esta sociedad medios financieros a largo plazo a un interés fijo más bajo que el corriente en el mercado para operaciones crediticias ordinarias y vincular el pago de la parte variable de interés a la evolución positiva de la magnitud pactada.
- Permite a la sociedad deudora reducir su coste de explotación, mejorando su competitividad, y, al menos teóricamente, su cuenta de resultados.
- Al colocar a los acreedores por estos préstamos como últimos acreedores, en caso de dificultad financiera, no estarán éstos interesados en que se inicie una situación de suspensión de pagos ni de quiebra.

⁷⁸ URÍA MERUÉNDANO, Rodrigo. “La problemática de los contratos de Capital-Riesgo en España”. *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa. Madrid: Editorial Instituto de Empresa. 3 y 4 de abril de 1984, pág. 91.

Una de las razones que han llevado a las ECR a la utilización de recursos ajenos para la financiación de sus proyectos, obligaciones convertibles y préstamos participativos, ha sido la de salvaguardar una rentabilidad mínima de la inversión y garantizar la recuperación de los nominales invertidos. No puede olvidarse, a este respecto, que el sustrato de la rentabilidad financiera y de la creación de valor por parte de las empresas es la rentabilidad económica y que ésta, durante los periodos de recesión, no alcanzan a cubrir las expectativas de rendimiento de las ECR.

La complejidad de la situación que surge en la promoción de una empresa, motivada por los elevados riesgos y las asimetrías en la información, exige de instrumentos financieros técnicamente complejos para lograr un resultado eficiente. Cada vez resultará más necesario, por lo tanto, que las ECR dispongan de personal altamente cualificado y expertos conocedores de los mercados financieros capaces de diseñar operaciones concretas.

CAPÍTULO 3. DESARROLLO DE UNA OPERACIÓN DE CAPITAL RIESGO.

3.1. Análisis de la viabilidad de la financiación por medio del capital riesgo.

3.1.1. Contactos previos y preselección de proyectos.

3.1.2. Presentación, estudio y valoración del proyecto.

3.1.2.1. Modelos descriptivos.

3.1.2.2. Modelos de regresión múltiple.

3.1.3. Materialización de la inversión.

3.2. Apoyo a la gestión empresarial.

3.3. Desinversión o salida de la empresa participada.

3.3.1. Venta pública de acciones a través de los mercados de valores.

3.3.2. Venta a terceros, de la empresa o de la participación de la ECR.

3.3.3. Recompra por parte de los accionistas originarios o de la dirección de la empresa.

3.3.4. Liquidación de la empresa participada.

3.1. ANÁLISIS DE LA VIABILIDAD DE LA FINANCIACIÓN POR MEDIO DEL CAPITAL RIESGO

3.1.1. Contactos previos y preselección de proyectos

Cuando un empresario opta por la financiación a través del capital riesgo es importante que seleccione cuidadosamente al tipo de ECR a la que acudirá. Debe de tener en cuenta la especialización y reputación de la misma, así como, la particularidad de que algunas firmas de capital riesgo limitan el tipo y la cuantía de sus inversiones.

Por consiguiente, si no se posee experiencia en la captación de este tipo de financiación, deberá identificar las ECR que le ofrecen y que se ajustan a los requerimientos de su proyecto. A este respecto, los expertos aconsejan no acudir a más de dos entidades distintas, porque el esfuerzo que éstas invierten en el análisis del proyecto es decreciente en función del número de posibles inversores que lo conocen.

El objetivo que se persigue en estos primeros contactos es despertar el interés de la ECR por el proyecto⁷⁹, para ello la empresa deberá preparar una presentación breve pero bien meditada en la que se

⁷⁹ A este respecto, hay que tener presente que las ECR pueden recibir anualmente entre 80 y 150 proyectos de los cuales sólo un 15% aproximadamente, llegan al final del proceso de análisis y únicamente un 5%, como máximo, se convierten finalmente en operaciones de capital riesgo.

incluya información sobre los aspectos fundamentales del proyecto que quiere llevar a cabo.

Las ECR evalúan esta primera información sobre la inversión y deciden si es interesante profundizar en su estudio. Igualmente, el empresario se informa sobre las exigencias de aquélla.

3.1.2. Presentación, estudio y valoración del proyecto

Durante un periodo que oscila entre seis semanas y seis meses, la ECR analiza en profundidad el proyecto, exigiendo a las empresas que superaron la fase precedente una propuesta de solicitud de financiación debidamente justificada y documentada.

Como indica Alcalá Olid⁸⁰ los formatos de presentación de propuestas varían de una ECR a otra, aunque se puede sintetizar la información solicitada en los siguientes puntos que podemos considerar como el Plan Empresarial :

- Datos de la empresa solicitante.
- Resumen del proyecto.

⁸⁰ ALCALA OLID, Francisco. *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. Madrid: Editorial Civitas, S.A., 1995, pág. 350-351.

- Descripción de la actividad y situación del mercado en la actualidad, así como expectativas de futuro.
- Equipo directivo.
- Información económica y financiera auditada, con proyecciones a cinco años.
- Rentabilidad esperada de la inversión y propuesta de salida.
- Otra información que se considere relevante.

Todos los elementos del plan se analizan con el fin de determinar la viabilidad económico - financiera de la intervención en el capital por parte de la ECR. En líneas generales los elementos que mayor peso tendrán en el estudio del proyecto serán los siguientes:

- la relación del riesgo estimado en la inversión con el beneficio esperado de la misma.

La evaluación del riesgo depende de varios factores: el tipo y la fase de financiación que se requiere, el sector industrial en que la empresa se ubica, el desarrollo esperado de la misma, la estructura financiera, etc.

En la determinación de la rentabilidad que espera obtener la ECR que invierte en una empresa se tienen presentes tanto los dividendos que genera la empresa en el futuro como las plusvalías que dicha inversión puede proporcionar, y son éstas

últimas las que poseen una mayor importancia a la hora de tomar una decisión de inversión, por lo que las aportaciones de fondos tienden a dirigirse hacia aquellas empresas que puedan demostrar buenas perspectivas de crecimiento.

- Calidad del equipo directivo y gestor de la empresa. Se realiza una valoración de los gestores basados en su historial, sus objetivos y su capacidad de gestión de la empresa. La confianza en el equipo de dirección hace atractiva la aportación de fondos a la empresa⁸¹.

“Al no existir garantías reales, la mejor garantía con que cuenta la sociedad de capital riesgo es la capacidad de aquél para desarrollar un proyecto empresarial definido. Una de las claves para el éxito de esta actividad financiera se encuentra, a nuestro juicio, en que el empresario, a pesar del apoyo recibido, arriesgue una parte sustancial de su patrimonio”⁸².

- La ECR buscará, además, que su inversión mantenga una estructura financiera equilibrada para la empresa, con ratios

⁸¹ Uno de los principales inversores de capital riesgo de Estados Unidos, ROCK, Arthur expone en “Estrategia y táctica analizadas por un inversionista de capital riesgo” . *Harvard - Deusto Business Review*, 1988, núm. 35, pág.96-101, que “la estrategia es fácil; lo difícil son las tácticas” ... “Una buena idea continúa siendo sólo una buena idea si no hay nadie que la ponga en práctica. Por otra parte, los buenos directores de empresas no pueden perder. Si una estrategia no da resultado, puede crear otra. Si viene un competidor, puede dedicarse a otra cosa. Las grandes compañías están hechas por grandes personas y es en esas compañías en las que quiero participar”.

⁸² MARTÍ PELLÓN, José. Op. cit.. Octubre de 1988, pág. 41.

adecuados de capital, de endeudamiento a corto y a largo plazo y de otros conceptos financieros que permitan su crecimiento sin problemas.

- Finalmente, otro de los factores de evaluación consistirá en determinar las vías de desinversión como medio de materializar las expectativas de rentabilidad de las ECR.

Han sido numerosos los autores que han propuesto la tipificación de un método práctico que les sirva a las ECR para simplificar el proceso de selección de los proyectos. Podemos agrupar los resultados obtenidos a este respecto en dos tipos de modelos: los descriptivos y los de regresión múltiple.

3.1.2.1. Modelos descriptivos

Se les denomina modelos descriptivos, ya que la única información que nos presentan es una medida de la importancia de determinados factores que influyen a la hora de tomar la decisión por parte de la ECR.

Entre estos estudios pueden citarse los realizados por Wells⁸³, Tyebjee y Bruno⁸⁴.

Wells partió del análisis de siete entidades de capital riesgo americanas, seis privadas y una pública, y tras una entrevista con las mismas determinó cuales eran las fases que seguían cada una de estas entidades a la hora de seleccionar sus proyectos de inversión. La principal conclusión a la que llegó Wells a este respecto es que los emprendedores llegan a conectar más fácilmente con la ECR cuando su proyecto está referenciado o informado por terceras personas. Al mismo tiempo propuso un modelo que sintetizara los criterios utilizados a la hora de seleccionar los proyectos, demostrando que los inversores en capital riesgo conceden una importancia similar a ciertos criterios de evaluación, si bien existen diferencias en los que se consideran fundamentales para unas y otras ECR.

Por su parte Tyebjee y Bruno basaron su estudio en una encuesta telefónica a 46 ECR llegando a la conclusión de que suelen utilizarse cuatro criterios, a modo de filtro, para reducir la multitud de proyectos que llegan para su análisis. Estos criterios son:

⁸³ La aportación realizada por este autor en el estudio de una metodología general para la toma de decisiones en materia de inversión en capital riesgo ha sido extraída de ZOPOUNIDIS, Constantin. *La gestion du capital-risque*. París, Ed. Economica, 1990, pág. 90-93.

⁸⁴ ZOPOUNIDIS, Constantin. Op. cit., 1990, pág. 93-97 y 108-109.

- **Tamaño de la inversión y política de inversión de la empresa.** Es decir, los límites cuantitativos entre los que puede variar el volumen de fondos que la ECR está dispuesta a invertir en el proyecto. Este margen vendrá por la limitada disposición de recursos, así como por la existencia de un número limitado de profesionales que pueden atender la cartera de inversiones de la ECR.
- **Nivel tecnológico y sector de actuación de la empresa.** Tyebjee y Bruno constataron que más de un 75% de los contratos financiados procedían de sectores de alta tecnología y más del 90% pertenecían a ramas industriales.
- **Localización geográfica de la empresa.** Justificada por el hecho de que la ECR espera establecer visitas periódicas a la participada, por lo que la proximidad espacial favorecerá la aceptación del proyecto.
- **Etapas de financiación.** La ECR tiene en cuenta el desarrollo del proyecto empresarial así como el número de años que lleva funcionando a la hora de invertir.

Una vez seleccionados los proyectos en base a los criterios antes mencionados Tyebjee y Bruno determinaron una serie de factores cruciales en el procedimiento de selección definitivo de las inversiones, considerando como de mayor importancia: la capacidad de la dirección y su historia, la dimensión de mercado y su potencial de crecimiento, la

tasa de rendimiento del proyecto y el potencial competitivo de la empresa.

3.1.2.2. Modelos de regresión múltiple

Son aquellos, con los que se pretende cuantificar el proceso de evaluación de los proyectos por parte de las ECR. Entre estos estudios cabe resaltar los realizados por Tyebjee y Bruno⁸⁵, Zopounidis⁸⁶.

Tyebjee y Bruno parten de una muestra de 90 proyectos de empresas aceptados por ECR en Estados Unidos y construyen cinco grandes criterios mediante un análisis factorial: atracción del mercado, diferenciación del producto, capacidad de dirección, resistencia al entorno y posibilidades de salida. A través de un análisis de regresión múltiple demuestran que la tasa de rendimiento esperado de un proyecto está correlacionada con la atracción del mercado y la diferenciación del producto, mientras que el riesgo de la inversión se correlaciona con la capacidad de dirección y la resistencia al entorno.

Con todos estos datos se determina una función discriminante bicriterio basada en la tasa de rendimiento esperado y el riesgo de la inversión de la siguiente forma:

⁸⁵ ZOPOUNIS, Constantin. Op. cit., 1990, pág. 110-114.

⁸⁶ ZOPOUNIDIS, Constantin. Op. cit., 1990, pág. 114-139.

$$z = 0,52 X_1 - 0,87 X_2$$

donde X_1 representa la tasa de rendimiento esperado, X_2 el riesgo y z la puntuación obtenida por un contrato.

La contrastación empírica de la función se realizó para una muestra de 68 contratos, para los cuales ya se había tomado una decisión acerca de su aceptación o rechazo. La utilización de la función discriminante permitió clasificar correctamente el 68,4 por ciento de los contratos rechazados, así como el 95,2 por ciento de los efectivamente aceptados.

Cabe preguntarse, sin embargo, si esta consideración del problema de evaluación de las inversiones en base a dos únicas variables resulta válida para la totalidad de ECR. En este sentido cabe destacar que la validación del modelo con SCR americanas pone de manifiesto que la capacidad de gestión, por parte del equipo directivo de la empresa invertida, resultan un indicador más fiable para la tasa de rendimiento esperado incluso que el de nivel de riesgo.

El análisis de los trabajos empíricos anteriores, elaborados a partir de un modelo de evaluación, nos conducen hacia tres conclusiones importantes como son:

- en primer lugar, la existencia de criterios de investigación, de evaluación y de selección de proyectos por parte de los inversores en capital riesgo;

- en segundo lugar, algunos de los modelos desarrollados han intentado relacionar las características propias de cada empresa con un indicador de rechazo. Estos intentos no han tenido el éxito esperado debido a la complejidad del problema de evaluación, ya que éstos se basan mucho más en criterios subjetivos y complejos que en objetivos y cuantificables, puesto que, también toma en consideración a las personas implicadas, prejuicios y motivaciones personales. Otros modelos se basan únicamente en dos criterios de evaluación: el binomio capital - riesgo. De esta manera, los modelos de evaluación existentes hasta el momento no llegan a explicar las decisiones de inversión que ya han sido tomadas por los inversores, y, consecuentemente, resultan muy difíciles de utilizar,
- por último, es necesaria una revisión del cuadro metodológico de evaluación de las inversiones en capital riesgo para el desarrollo de un modelo que tome en consideración los juicios, las experiencias y las preferencias de los inversores y que introduzca en los procesos, al mismo tiempo, los auténticos criterios de evaluación utilizados por éstos.

Zopounidis, por su parte, propone un nuevo modelo que nos permite la evaluación de las inversiones en capital riesgo por medio de un sistema multicriterio e interactivo. Es multicriterio puesto que para la evaluación de una empresa o de un proyecto se precisan del conocimiento de los múltiples aspectos que la afectan, tales como el mercado, el equipo directivo, o la situación financiera, entre otros. Es

interactivo porque se constituyen por una sucesión de cálculos, o de tratamiento de los datos, y de diálogos entre el analista y el agente decisor de la inversión.

El objetivo del modelo de Zopounidis consiste en la estimación de funciones de utilidad aditivas⁸⁷, mucho menos restrictivas que las obtenidas en el modelo lineal utilizado en el análisis de regresión, que, además, permite la integración de criterios cualitativos, esto es, de criterios de evaluación sobre escalas cualitativas.

La formulación matemática del modelo de la función de utilidad aditiva viene dado por las siguientes relaciones:

$$u(\underline{g}) = \sum_{i=1}^n p_i u_i(g_i) \quad (1)$$

$$u_i(g_i^*) = 0 \quad \forall i = 1, 2, \dots, n \quad (2)$$

$$u_i(g_i^*) = 1 \quad \forall i = 1, 2, \dots, n \quad (3)$$

$$\sum_{i=1}^n p_i = 1 \quad (4)$$

$$p_i \geq 0 \quad \forall i = 1, 2, \dots, n \quad (5)$$

donde:

⁸⁷ Estas funciones de utilidad aditivas dependen de los parámetros que la ECR objeto de estudio tuvo en cuenta a la hora de tomar la decisión de invertir.

$\underline{g} = (g_1, g_2, \dots, g_n)$ es el vector de las distintas situaciones de una empresa sobre n criterios;

g_i^* y g_i^* son, respectivamente, los niveles de menor y mayor preferencia para la empresa con respecto al criterio g_i ;

$u_i(g_i)$ representa la utilidad marginal definida sobre el criterio g_i ;

p_i es el peso relativo de la utilidad $u_i(g_i)$ y

$u(\underline{g})$ es la utilidad global de \underline{g} .

El método de investigación utilizado consistió en analizar las empresas cuyos proyectos habían sido aprobados por dos ECR francesas, donde se reflejaban los distintos criterios utilizados con unos valores determinados. Tras la aplicación iterativa de toda la formulación matemática presentada por Zopounidis se obtiene un modelo que reflejará la política de inversión llevada a cabo por cada ECR, así como una clasificación ordinal de cuales son las empresas que se encuentran mejor o peor colocadas en el citado intervalo. Por tanto, este modelo servirá a la empresa inversora como ayuda en la toma de decisión, sin más que puntuar las variables del cuestionario base y sustituir sus valores en la función de utilidad construida.

Cabe señalar, por otra parte, que los resultados obtenidos con estos estudios no han sido en algunos casos lo satisfactorios que sus autores hubieran deseado, ya que en algunos de ellos, las conclusiones que se obtienen es que no es posible cuantificar el proceso de evaluación de la

inversión de capital riesgo. Este sería el caso del estudio realizado por Hoban⁸⁸ donde llega a la conclusión que los criterios de evaluación de la inversión en capital riesgo susceptibles de prever el éxito de la operación son demasiado complejos y/o subjetivos para poder ser identificados y modelizados de manera cuantitativa.

Lo cierto es que tanto las ECR que utilizan un modelo a la hora de decidir los proyectos en los que invertirán, como aquellas que se dejan llevar por criterios subjetivos, se basan en tres razones básicas que marcan la decisión de la ECR de asumir un riesgo determinado:

- El equipo directivo debe ser sólido.

Para ello se analiza en profundidad tanto el equipo directivo como el empresario, se observan sus características individuales en cuanto a creatividad, tenacidad, liderazgo; las aspiraciones psicológicas entendidas como gusto por la autonomía, poder, etc.; la formación y experiencia, así como el nivel de involucrarse en el proyecto que puede llevarse a cabo.

- La oportunidad de inversión debe ser única o con algún tipo de ventaja diferencial con respecto a la competencia.

⁸⁸ ZOPOUNIDIS, Constantin. Op. cit., 1990, pág. 110.

- La inversión debe poseer una posibilidad real de obtener plusvalías a largo plazo.

El método utilizado normalmente para valorar la compañía es: por una parte el descuento de flujos de caja, suponiendo una tasa de descuento y una prima de riesgo determinada, así como un crecimiento del beneficio operativo del proyecto en un determinado porcentaje, y por otra los ratios de mercado de otras compañías del sector.

Como puede observarse, la utilización de una tasa de descuento y una prima de riesgo determinada permite incorporar las supuestas variaciones futuras del tipo de interés e intenta hacer más realistas los resultados obtenidos. Pero lo cierto es que, en unas situaciones cambiantes como las actuales, resultaría más lógico, la mayor parte de las veces, incorporar en el modelo la imprecisión a través de intervalos de confianza, tripletas, cuádruplos, números borrosos triangulares, trapezoidales o cualquier elemento numérico que represente esta obligada incertidumbre⁸⁹.

Para ello podríamos suponer que los administradores de las ECR, personas responsables de la selección de los proyectos de inversión, trabajan la información presentada por la empresa, en

⁸⁹ Para ello utilizaremos el modelo de selección de inversiones propuesto por GIL ALUJA, Jaime en *Invertir en la incertidumbre*. Madrid: Ediciones Pirámide, S.A., 1997, pág. 146-149.

relación con los tipos de interés esperados, mediante números borrosos triangulares, que normalmente se presentan en forma ternaria. Se tendrá así:

$$\tilde{I}_i = (r_i, m_i, s_i), \quad i = 1, 2, \dots, n$$

siendo n la vida útil del objeto de inversión.

Ahora bien, dado que los cálculos para la selección no se realizan directamente con los tipos de interés sino, a través de ellos, con los tipos de actualización, será necesario ver la forma que adquieren, en este caso, los coeficientes:

$$(1+i_1)^{-1}, (1+i_1)^{-1}(1+i_2)^{-1}, \dots$$

Habida cuenta que la obtención de los tipos de actualización comporta unos cocientes, en los cuales el tipo de interés aparece en el denominador, el resultado de la operación (división) no es lineal, y, por lo tanto, no resulta correcto operar directamente con la forma ternaria. Será, así, necesario que una vez recogidas las estimaciones (normalmente expresadas en forma ternaria) sean transformadas en la forma de α -cortes.

Como es conocido, si se parte de :

$$\tilde{I}_i = (r_i, m_i, s_i)$$

se tendrá, en forma de α -cortes:

$$I_{i\alpha} = [r_i + (m_i - r_i)\alpha, s_i - (s_i - m_i)\alpha], \quad \alpha \in [0,1]$$

Si se presentan los extremos del intervalo de la siguiente manera:

$$r_i + (m_i - r_i)\alpha = r(\alpha)$$

$$s_i - (s_i - m_i)\alpha = s(\alpha)$$

Se obtiene:

$$I_{i\alpha} = [r(\alpha), s(\alpha)]$$

en donde, evidentemente, $r(\alpha)$ y $s(\alpha)$ son funciones lineales.

Una vez hechas estas consideraciones, nos hallamos en disposición de pasar del tipo de interés al coeficiente de actualización. Recordemos que:

$$\frac{1}{1+i_1}$$

es el tipo de actualización, en la certeza, correspondiente al primer año.

Conservando la misma expresión, al expresar el tipo de interés i_1 a través de un número borroso triangular en forma de α -cortes, se tendrá:

$$\frac{1}{1+[r(\alpha),s(\alpha)]}$$

en donde el intervalo ha sustituido al número preciso.

Por otra parte, el número preciso 1 puede ser representado mediante al intervalo de confianza [1,1]. Sumando los dos intervalos de confianza del denominador se obtendrá:

$$\frac{1}{[1,1](+)[r(\alpha),s(\alpha)]} = \frac{1}{[1+r(\alpha),1+s(\alpha)]}$$

Como el numerador también puede expresarse por el intervalo de confianza [1,1], se realizará la correspondiente división y se tendrá:

$$\frac{[1,1]}{[1+r(\alpha),1+s(\alpha)]} = [1,1](:)[1+r(\alpha),1+s(\alpha)] = \left[\frac{1}{1+s(\alpha)}, \frac{1}{1+r(\alpha)} \right]$$

Con lo que se ha expresado el tipo de actualización a través de un número borroso expresado por el par intervalo de confianza-nivel de presunción.

Para la obtención de los tipos de actualización para los períodos siguientes si partimos de:

$$\frac{1}{1+i_1} \cdot \frac{1}{1+i_2}$$

que representa la actualización precisa para el segundo año, obtenemos en la incertidumbre:

$$\left[\frac{1}{1+s_1(\alpha)}, \frac{1}{1+r_1(\alpha)} \right] (\cdot) \left[\frac{1}{1+s_2(\alpha)}, \frac{1}{1+r_2(\alpha)} \right]$$

es decir:

$$\left[\frac{1}{1+s_1(\alpha)} \cdot \frac{1}{1+s_2(\alpha)}, \frac{1}{1+r_1(\alpha)} \cdot \frac{1}{1+r_2(\alpha)} \right]$$

Terminemos diciendo que:

$$\frac{1}{1+i_1} \cdot \frac{1}{1+i_2} \cdot \frac{1}{1+i_3}$$

es la actualización para el tercer año en el ámbito de la precisión.

Al pasar a los números borrosos triangulares será:

$$\left[\frac{1}{1+s_1(\alpha)}, \frac{1}{1+r_1(\alpha)} \right] (\cdot) \left[\frac{1}{1+s_2(\alpha)}, \frac{1}{1+r_2(\alpha)} \right] (\cdot) \left[\frac{1}{1+s_3(\alpha)}, \frac{1}{1+r_3(\alpha)} \right]$$

Es decir:

$$\left[\frac{1}{1+s_1(\alpha)} \cdot \frac{1}{1+s_2(\alpha)} \cdot \frac{1}{1+s_3(\alpha)}, \frac{1}{1+r_1(\alpha)} \cdot \frac{1}{1+r_2(\alpha)} \cdot \frac{1}{1+r_3(\alpha)} \right]$$

Una vez conocida la técnica de actualización en la incertidumbre, se aplicaría al campo de la selección de inversiones, objeto de nuestro estudio, a través del criterio del "valor capital de una inversión" o "valor actualizado neto". Para el tratamiento de un problema de inversión con tipos de interés inciertos expresados mediante números borrosos triangulares, se tendrá que la renta total actualizada, V_n , vendría dada por:

$$V_n = -M[1,1](+)M_1 \left[\frac{1}{1+s_1(\alpha)}, \frac{1}{1+r_1(\alpha)} \right] (+)$$

$$(+M_2 \left[\frac{1}{(1+s_1(\alpha)) (1+s_2(\alpha))}, \frac{1}{(1+r_1(\alpha)) (1+r_2(\alpha))} \right] (+) \cdots (+)$$

$$(+M_n \left[\frac{1}{(1+s_1(\alpha)) (1+s_2(\alpha)) \cdots (1+s_n(\alpha))}, \frac{1}{(1+r_1(\alpha)) (1+r_2(\alpha)) \cdots (1+r_n(\alpha))} \right])$$

Esta expresión permite obtener todos los posibles “beneficios” actualizados existentes, entre los cuales se hallará el resultado que se dará en la realidad. También será posible conocer cada uno de los posibles resultados, expresados por intervalos, a los que quedarán asociados todos los niveles de presunción.

3.1.3. Materialización de la inversión

Una vez llevado a cabo el contacto de intereses, con todos los datos necesarios, se elabora un estudio que permite redactar un “protocolo de entrada”, contrato privado entre las partes, en el que se determina la forma de entrada, eliminación de trabas estatutarias a la libre transmisión de acciones, reserva de puestos en el Consejo de Administración, mínimo de reuniones del mismo, información periódica futura que la empresa debe suministrar a la ECR, auditoria anual, etc. Realizado el definitivo plan estratégico de empresa, que incluye el proyecto de inversión, se negocia el monto, precio y forma de entrada en la empresa.

Podemos clasificar las formas concretas de financiación del capital riesgo atendiendo a la fase en la que se encuentra el proyecto a desarrollar en las siguientes categorías⁹⁰:

⁹⁰ La clasificación utilizada está basada en el informe anual de KPMG/EVCA. 1997 Yearbook. Belgium: Vanden Broele Int, 1997, pág. 57.

- Seed financing o financiación semilla, corresponde a la etapa en la que incluso se debe atender a la definición de la estructura organizativa de la empresa y a la designación de sus gestores. Es la fase que requiere normalmente menos capital y, por tanto, si el proyecto tiene éxito, las plusvalías para la ECR pueden ser muy elevadas, pero al mismo tiempo, es la fase más arriesgada de todo el ciclo.
- Start-up financing o financiación de capital inicial, puesta en marcha efectiva de la empresa. Etapa en la que, ya conocidos los estudios de mercado y las posibilidades de introducción, deben aportarse los capitales necesarios para el arranque de la producción y la adecuada planificación del marketing.

En ella se financian los primeros pasos de una sociedad recién creada, participando, normalmente, en el capital fundacional.

- Expansion financing o fase de expansión⁹¹. Se corresponde con aquél instante en la que la empresa necesita de aportaciones adicionales de capital con el que financiar su desarrollo y abordar la consolidación del proyecto empresarial.

Esta etapa incluye una casuística muy heterogénea que sólo tiene en común el hecho de que la empresa no puede

⁹¹ También conocida con el nombre de growth financing.

autofinanciar el rápido crecimiento necesario, por lo que podemos distinguir algunas subfases:

- Other early stage u otras de las primeras fases donde se está financiando a empresas que han completado el desarrollo de sus productos y necesitan fondos adicionales para iniciar la comercialización, producción y venta.
- Financiación de la expansión, que consiste en la aportación de fondos a empresas que ya han alcanzado el umbral de rentabilidad y pretenden un aumento de la capacidad productiva, del mercado potencial o del desarrollo de los productos. Esta financiación puede completar las necesidades de capital trabajo.
- Bridge finance o financiación puente, que es la que se concede a las compañías a lo largo del período de transición de cambio de accionistas o ante una salida a cotización en los mercados de valores.
- Turnaround o financiación de empresas ya existentes pero que han entrado en dificultades comerciales, con el objetivo de reconvertirlas por medio de un plan que las devuelva a la viabilidad económica.

Además, junto a estas modalidades típicas, el propio desarrollo de los mercados de capital riesgo y el incremento de los volúmenes ofertados de financiación han conducido a otras formas más sofisticadas, entre las que pueden citarse:

- **Management / Leveraged buy out.** Caso en que el equipo inversor de la ECR participa en operaciones de adquisición apalancada, por parte del equipo directivo de la propia empresa con o sin la ayuda de otros inversores externos.
- **Management /Leveraged buy in.** Cuando el equipo directivo que adquiere la empresa es externo a la misma.
- **Replacement capital.** Corresponde a la adquisición de unas acciones ya emitidas de una compañía por parte de otra sociedad o de otro u otros accionistas individuales.
- **Purchase of quoted shares.** Consiste en la simple adquisición de acciones en los mercados públicos correspondientes.

Por lo general y a pesar de que se llevan a cabo este tipo de operaciones por parte de las ECR, la adquisición de acciones ya emitidas, ya sea en los mercados públicos o por medio de operaciones privadas, no se toman en consideración para el análisis de las operaciones típicas de capital riesgo.

“En definitiva, cada necesidad de financiación encuentra los fondos adecuados; recíprocamente, cada inversor con un determinado perfil de riesgo, de mayor o menor propensión al riesgo, se sitúa en la fase que más se acomoda a su propio perfil: los más arriesgados colocan sus fondos en las fases preliminares y esperan por ello compensaciones extras. Los que sienten mayor aversión al riesgo sólo buscan las etapas

finales, por cuyo motivo la rentabilidad esperada se aproxima más a la de los activos financieros que disponen de un buen mercado secundario”⁹².

3.2. APOYO A LA GESTIÓN EMPRESARIAL

Aunque evidentemente, la función básica de las ECR es aportar recursos, no por ello pierde relevancia otro tipo de apoyo a la gestión de la empresa participada, pues no hay que olvidar que la ECR posee una importantes experiencia a través del análisis de multitud de casos y el asesoramiento directo de muchas empresas en los más variados sectores económicos. Por otra parte, hay que tener también presente que estos grupos inversores suelen estar, en la mayoría de los casos, vinculados a grupos financieros, fundamentalmente bancarios, e incluso desarrollan importantes relaciones y contactos a nivel internacional.

Las ECR son administradas por un equipo profesional reducido y debidamente escogido.

“Las sociedades de Capital-Riesgo deben de tener más concedores de empresas y menos analistas financieros. El inversor de capital riesgo no necesita analizar una cuenta de resultados, lo que necesita es tener olfato, saber que una empresa es buena y que está gestionada por un buen equipo directivo. Es más una labor de campo que

⁹² TORNABELL, Robert; OLSON, Kristine. “El sueño del capital-riesgo”. *Mercado*. Junio de 1987, núm. 299, pág. 52.

de análisis, Suelen ser equipos que combinan conocimientos de hombres de negocios, con un gran sentido común, y la capacidad de distinguir entre lo bueno y lo malo de una empresa, para lo que deben tener grandes conocimientos técnicos e industriales”⁹³.

El profesional del capital riesgo, por su formación y experiencia, suele estar más cercano al empresario que al puro financiero. La propia naturaleza del negocio exige a las ECR y sus profesionales una cierta especialización.

Una de las labores más difíciles en el desarrollo de esta actividad es la búsqueda de proyectos cualificados. Esto exige una estrategia comercial profunda, difícil y lenta, que se complica aún más ya que, depende de las oportunidades existentes en el mercado y del nivel de desarrollo en que se encuentren los proyectos empresariales. Esta labor conlleva una complicada combinación de conocimientos que, en forma de asesoramiento de todo tipo, se concentren en favor del proyecto, y hacen que finalmente el empresario se anime a llevar adelante su aventura empresarial.

Por otra parte los directivos de las ECR tienen que disponer de una gran capacidad de enjuiciamiento de los proyectos tecnológicos y de los mercados.

⁹³ BERGARECHE, Santiago. “Debate sobre capital-riesgo”. *Conferencia celebrada en la Universidad Menéndez Pelayo. Santander, 1988.*

Como señala García Echevarría “es necesario disponer de managers, directivos, y no “administradores” al frente de sociedades de Capital-Riesgo, lo que implica la búsqueda de empresarios en su sentido nato que tengan capacidad de aunar las dimensiones que corresponden al proyecto, dimensiones técnicas y de mercado, lo que implica una eficiente dirección empresarial”.⁹⁴

No se trata de contar con científicos que lo conozcan todo, desde un aspecto técnico, de un determinado sector. Se trata, sin embargo, de disponer de hombres que, partiendo de un talante eminentemente financiero-comercial, estén perfectamente familiarizados con todos los negocios que se producen en un determinado sector así como de los hombres que hay detrás de ellos.

De esta forma la cantera de profesionales del capital riesgo tiene un doble origen. Por una parte el sector financiero, como es obvio pensar. Por otra parte la industria en si misma. Las empresas de capital riesgo intentan pues dotarse de plantales de profesionales donde la experiencia financiera y la empresarial - operativa mantengan un equilibrio perfecto.

Por todos estos motivos, muchas ECR se especializan en inversiones en determinados sectores de la vida económica e industrial, lo cual es de gran importancia a la hora de valorar el proyecto, pues el

⁹⁴ GARCÍA ECHEVERRÍA, Santiago. “ Capital-Riesgo para la empresa española”. *Alta Dirección*, 1991, núm.158, pág. 328.

inversor conoce de antemano la posible amplitud del mercado para el nuevo producto o servicio, los potenciales clientes del mismo, etc⁹⁵.

En este tipo de estrategia de personal las ECR encuentran un punto de aproximación al empresario que facilita enormemente el diálogo entre ambas partes.

La clave del éxito de este negocio sigue siendo el elemento humano. En esta identidad cultural que se produce entre el profesional del capital riesgo y el empresario, intrínsecamente ligada al hecho de compartir riesgos y beneficios, radica el factor más importante en el desarrollo de esta manera de financiar a la empresa.

Y es precisamente la característica de compartir riesgos y beneficios la que conlleva una filosofía de actuación determinada, es decir un involucrarse en la manera de actuar de la empresa. La intensidad y extensión de este apoyo y asesoramiento a la participada está en función de dos variables básicas:

- Las necesidades de la empresa donde ha invertido la ECR, que a su vez dependen de la fase de desarrollo en que ésta se encuentre.

⁹⁵ Infra cap. 5.6.2.2.

- Las disponibilidades de servicios con que cuenta la ECR. La dedicación que la empresa inversora presta a la participada varía en función de la respuesta aportada por la ECR a la siguiente pregunta: ¿una peseta invertida en seguimiento supone más que una peseta en inversión directa?⁹⁶. En función de la respuesta la ECR asumirá en el seno de la empresa ya sea un papel de catalizador, de arquitecto, de estratega, o adoptará un papel de accionista en la aportación de fondos y pasivamente esperará su devolución.

Se trata, por lo tanto, de optimizar, los recursos disponibles por la ECR en su utilización en el control y gestión de su cartera al objeto de maximizar el beneficio de su inversión⁹⁷.

Normalmente la estrategia seguida por la ECR en el seguimiento de sus proyectos depende de múltiples y diversos factores, de los que podemos extraer la siguiente clasificación esencial:

- Si la ECR es multidisciplinaria, es decir si se dedica tan sólo a invertir financieramente en proyectos o si puede ofrecer a la sociedad participada, además de la financiación, una serie de servicios complementarios como pueden ser de informatización de la sociedad, de marketing y de asesoramiento general.

⁹⁶ Pregunta formulada por PHILIPPE, Xavier. "Le Capital Risque création en France". *La Revue Banque*. Julio/ agosto de 1989, núm. 496, pág. 716.

- Si la ECR sigue una política de inversión en un gran número de sociedades, diversificando así sus riesgos, u opta por invertir en un número más reducido de ellas especializándose en varios sectores, con lo cual sus riesgos se concentran.

Es por esto que tradicionalmente se distinguen dos tipos de relación con las participadas: haciendo un seguimiento muy de cerca de la inversión (Hands-on approach) o limitándose a seguir superficialmente la marcha de la sociedad a través de sus documentos contables (Hands-off approach)⁹⁸.

- Hands-on: para aquellas ECR cuyas actividades habituales no se limitan a la mera inversión financiera y, aquellas otras que, por el número de entidades participadas concentran más sus riesgos y, por lo tanto, no pueden permitirse el fracaso en demasiadas sociedades.

Estas ECR que colaboran asiduamente con la empresa participada son de gran ayuda para los nuevos empresarios, cuya

⁹⁷ Infra cap. 5.6.1.3.

⁹⁸ En este sentido MARMOLEJO OÑA, Cristóbal. Op. cit., 1987, pág. 72, indica que "algún autor denomina a las SCR que siguen la primera opción uncertainty reducers (reductores de incertidumbre), porque el seguimiento cercano de la evolución de las participadas permite una mayor captación de información, necesaria para la toma de decisiones. A las que siguen la segunda opción las denomina relative risk evaluators (evaluadores de riesgo relativo). Ante el elevado nivel de incertidumbre, éstas se deciden por la inversión en una gran multitud de proyectos, de forma que la diversificación resulte lo más adecuada posible. Mientras que el primer enfoque es característico de la práctica norteamericana, en Europa tuvo más importancia, en principio, el enfoque hands-off. Pero esto ha cambiado en los últimos años por el éxito del capital riesgo en Estados Unidos".

experiencia en el lanzamiento de sociedades, nuevos productos, etc. no es excesiva y puede verse complementada o suplida con la experiencia de la persona que la ECR haya asignado a la sociedad participada.

- **Hands-off:** Para aquellas ECR cuya actividad sea exclusivamente la financiera por adolecer de personal adecuado para hacer el seguimiento más de cerca; así como para aquellas que diversifiquen mucho sus riesgos mediante la inversión en muchas sociedades, con lo que les es imposible dedicar su personal al seguimiento de todas las sociedades participadas

En este tipo de colaboración la ECR tiene contactos con sus participadas tan sólo esporádicamente, quizá una o dos veces al año. “Es la situación en que el emprendedor normalmente está más cómodo ya que tiene un socio capitalista que no se “inmiscuye” en la gestión diaria de su “sociedad” mientras le presente buenos resultados. Sin embargo, en el momento en que se originan problemas de envergadura dentro de la sociedad, el emprendedor le gustaría en la mayoría de ocasiones que la entidad de capital riesgo estuviera más cerca”⁹⁹.

Esta clasificación, sobre el seguimiento de las empresas participadas, no es única, por lo que se podrían introducir tantos grados intermedios como sean necesarios para su análisis. Así, a modo de

⁹⁹ MARTÍN MENDOZA, José Luís. Op. cit., 1988, pág. 102.

ejemplo, indicaremos que autores como MacMillan, Kulow y Khoylian¹⁰⁰, identifican tres niveles distintos de participación adoptados por la ECR:

- Participación de tipo Laissez Faire: en la que la ECR muestra una implicación limitada.
- Participación moderada: en la que la ECR muestra una implicación moderada.
- Participación cerrada: en la que la ECR muestra una implicación mayor que el empresario en la mayoría de las actividades identificadas.

Sea cual sea la clasificación seleccionada, parece claro que, en definitiva, será la propia ECR la que decidirá que tipo de participación escoge para cada uno de los riesgos de su cartera en función de los siguientes aspectos básicos:

- La fase de desarrollo de la empresa participada.
- El riesgo relativo asumido por la ECR en una participación determinada con respecto al volumen total de su cartera.

¹⁰⁰ MACMILLAN, Ian C.; KULOW, David M.; KHOYLIAN, Roubina. "Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance". *Journal of Business Venturing*, 1988, núm. 4, pág. 27.

- El volumen de la participación concreta.
- La composición de su cartera de participación.
- El tiempo disponible por los técnicos de la ECR para el seguimiento de las participadas.

Esto significa que, en función del tipo de participación seleccionado por la ECR existen distintas estrategias que hacen que ésta resulte más adecuada. Si son capaces de reconocer el tipo de participación, pueden adoptar la política idónea que les conduzca a la optimización de los recursos materiales y humanos comprometidos en cada inversión, y, por lo tanto, maximizar los rendimientos obtenidos de cada una.

Si bien, como hemos indicado, son las propias ECR quienes deciden qué tipo de participación mantendrán para cada una de las inversiones, existen tres tipos de limitaciones al alcance de los medios empleados en el seguimiento y grado de implicación en el proceso de gestión de la empresa participada:

- Límites de tipo psicológico. Se trata de no coartar la libertad y creatividad del empresario imponiéndole un sistema gerencial que, de hecho, le deja al margen de la toma de decisiones en su propia empresa y puede generar tensiones y conflictos.

- Límites de tipo objetivo: que se encuentran en función de las características propias de la inversión determinada, volumen, riesgo asumido, etc., y de la composición de la cartera.
- Límites de tipo económico: relacionados con una combinación óptima y eficiente de recursos materiales y humanos orientada hacia la maximización de rendimientos de la cartera.

La optimización de los recursos disponibles unida a la necesidad de minimizar el riesgo interno de la cartera y al crecimiento del capital util para inversiones por parte de las ECR han llevado a una concentración de las participaciones en aquellas que se encuentran en una fase concreta de desarrollo.

Todo esto nos lleva a que, aunque existen varios grados de actividad en cuanto a la intervención de la ECR en la gestión empresarial que depende, básicamente, del acercamiento y política seguida por la misma, como norma general, cuanto más cerca nos encontramos del momento de la inversión, mayor será la actividad de la ECR en el seguimiento y participación en la toma de decisiones de la empresa. Algunas de las áreas de gestión en las que las ECR participan directamente son:

- Asistencia en la selección y reclutamiento del equipo directivo clave.
- Búsqueda de clientes y proveedores esenciales.

- Planificación estratégica.
- Asistencia en la obtención de financiación adicional.
- Planificación operativa.
- Cambio del personal de dirección cuando sea necesario.

De las seis actividades sustanciales de participación de la ECR, la de apoyo al equipo directivo en tareas de consultoría es el más importante por cuanto es la más extendida, junto con las de orientación financiera, entendida como obtención de fuentes alternativas, relaciones con el grupo inversor, seguimiento de la situación financiera, etc.. Por el contrario la participación en la operaciones estratégicas y funcionales son las menos habituales.

La razón para este comportamiento podemos buscarlo en la cantidad de tiempo y dedicación que su seguimiento supone para la ECR. Así, las actividades relacionadas con planificación estratégica y funcional requieren una cantidad sustancial de tiempo invertido y una base continua de seguimiento, por lo que son tareas con menor participación por parte de la ECR.

La selección del equipo directivo: búsqueda de candidatos, selección del equipo y negociación de contratos, requieren una cantidad sustancial de tiempo, pero no un seguimiento continuado. Una de las principales razones por las que el equipo directivo es objeto de una evaluación muy detallada por parte de la ECR es que una de las condiciones que determinarán la decisión de la ECR de asumir un riesgo

determinado en una posible empresa, es la existencia de un equipo directivo sólido.

Las actividades que significan trato y asistencia al equipo directivo de la participada: actividades de consultor, motivador del personal y manejo de crisis y problemas; suponen un seguimiento continuado, pero no necesariamente una cantidad sustancial de tiempo.

Por último, las actividades de naturaleza financiera, que son las más ampliamente desarrolladas por las ECR, no requieren una dedicación continuada, y, además, son las más adecuadas a la experiencia de la ECR.

Sin embargo, aunque estas sean las áreas donde más actúan las ECR, en el desarrollo de un proyecto de inversión pueden surgir diversas situaciones de auténtico peligro que obliguen a la ECR a asumir un papel más activo, en particular, si el volumen de inversión es cuantitativamente importante. En estos casos, pueden involucrarse directamente en decisiones operativas y presionar activamente para conseguir cambios en el equipo directivo de tal manera que les permita desligarse de las actividades relacionadas con la planificación estratégica y funcional.

3.3. DESINVERSION O SALIDA DE LA EMPRESA PARTICIPADA

Para comprender la razón de esta última fase de la operación de capital riesgo hay que recordar que la ECR tiene como objetivo

fundamental, desde el punto de vista de la rentabilidad, el obtener unas adecuadas plusvalías en el momento de cesión de su participación, es decir, como resultado de la desinversión¹⁰¹.

Podría decirse que el éxito de las empresas participadas marca el principio del fin de esa participación, pues es la premisa para que la expectativa de rentabilidad buscada se resuelva como plusvalías al liquidar la participación. Por todo ello una de las características que normalmente acompañan al término de capital riesgo es el de temporalidad.

Este carácter de temporalidad lleva a plantear el problema más difícil al que se enfrentan las ECR, junto al de selección o establecimiento de unos criterios de inversión, y que es la salida, realización o desinversión de sus acciones.

3.3.1. Venta Pública de acciones a través de los mercados de valores

Una de las vías que tienen las ECR para desinvertir es la venta de las acciones de la sociedad participada a terceras personas a través de los mercados de valores. Esta oferta pública de acciones, por tratarse de empresas pequeñas y medianas, no puede realizarse en las Bolsas

¹⁰¹ V., cap. 2.1.

Oficiales de ahí que apareciera la figura de los segundos mercados de valores como centros de negociación de títulos que no cumplen los requisitos de cotización en los mercados oficiales y que, por lo tanto, establecen unas condiciones de mantenimiento en la negociación menos estrictas.

Las motivaciones para interesar la introducción de una sociedad en el mercado de valores son: liquidez para los accionistas, aumentar las alternativas de financiación, valoración de las acciones, salida de socios minoritarios, etc.; pero, además, a las empresas en crecimiento les permite establecer, a medio plazo, una estrategia financiera para la financiación de su desarrollo.

Los primeros referentes de segundos mercados de valores aparecen en la década de los años setenta en el mercado estadounidense y recibe el nombre de NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation)¹⁰².

El NASDAQ nació como una respuesta espontánea a las necesidades de transparencia y liquidez del ya existente mercado informal, over-the-counter (OTC), en el que venían realizándose negociaciones con títulos no incluidos en las Bolsas y que agrupaban a negociadores bursátiles de todo el país. Por tanto, el segundo mercado

¹⁰² La Asociación Nacional de Intermediarios de Títulos, National Association of Securities Dealers, (NASD), estableció su propio mercado en febrero de 1971, con una cierta normativa tendente a proteger al inversor y utilizando un sistema de cotización automática (AQ). De ahí que este mercado se hay hecho famoso bajo el nombre de NASDAQ.

estadounidense ya tenía una estructura establecida, una organización informal y un éxito garantizado antes de su creación, lo único que le faltaba era transparencia y seguridad para los inversores. Defectos que fueron subsanados gracias a los avances en el campo de la informática y al NASD.

El éxito del NASDAQ animó a muchos otros países a poner en funcionamiento segundos mercados. Particularmente, en el Reino Unido¹⁰³, Francia¹⁰⁴ e Italia¹⁰⁵. Estos mercados experimentaron un éxito

¹⁰³ En 1977 la comisión Wilson, preocupada por la desaparición de sociedades de la cotización en los mercados oficiales y por la aparición de brotes de mercados paralelos, estudió la posibilidad de poner en funcionamiento un mercado de valores de más fácil acceso, que facilitará financiación a pequeñas y medianas empresas y que estuviera abierto a las empresas jóvenes y dinámicas que estaban surgiendo en el ámbito de los sectores innovadores y de las nuevas tecnologías.

Este mercado recibió el nombre de Unlisted Securities Market (USM) y empezó a funcionar en noviembre de 1980, regulado y centralizado por el Stock Exchange (Bolsa de Londres).

Las condiciones de inclusión en este mercado eran menos onerosas y más atractivas para las nuevas empresas que las exigencias de la cotización oficial, aunque se mantenían los requisitos que suponen una defensa del inversor, es decir, calidad de la información sobre la organización e historia de los dirigentes.

¹⁰⁴ Al amparo de la Ley de 3 de enero de 1983 sobre "Le développement des investissements et la protection de l'épargne", artículos 11-1 y 47 y gracias a la "Décision generale de la Commission des Opérations de Bourse" del 7 de septiembre de 1982, se crea en Francia el Second Marché. Mercado de pleno derecho organizado por cada una de las siete Bolsas de Valores francesas que actúa como un segundo mercado y al que las empresas podrán acceder con menos requisitos.

El Second Marché se creó con la intención de cumplir una doble misión: por una parte servir de lugar de aclimatización antes de que las empresas entraran a las Bolsas oficiales de valores y por otro con la intención de convertirse en un mercado perfectamente consolidado para empresas que no tengan previsto cotizar en el primer mercado.

¹⁰⁵ La contratación de títulos fuera de los cauces oficiales había sido una práctica normalmente utilizada en Italia, al igual que en otros países, pero tal forma de operar se vio interrumpida como consecuencia de una sentencia de la Corte di