

CAPITAL-RIESGO: UN MODELO PARA EL DESARROLLO EMPRESARIAL

José Ángel Sarasa Urtasun

Director General de la Sociedad Capital-Riesgo

Palabras clave: Capital-riesgo, desarrollo empresarial.

Nº de clasificación JEL: E22, G24, G32.

0. INTRODUCCIÓN

La inversión en Capital-Riesgo nació en los EEUU en los años 50, conociendo un desarrollo espectacular después de la segunda mitad de los años 70. Las inversiones en Capital-Riesgo pasaron en ese país de 250 millones de dólares en el

año 75 a los 3.000 en el 84. Esta actividad es menos conocida y desarrollada en los países de la CEE, siendo el Reino Unido el que se sitúa en segundo lugar después de EEUU; en el cuadro vemos la distribución por países de la Comunidad, absorbiendo el Reino Unido el 70% del total:

Tamaño total de los fondos de Capital-Riesgo en la Comunidad Económica Europea

PAÍS		MONEDA LOCAL	MILLONES ECUS
Bélgica.....	BF	4.323	96
Dinamarca	DK	765	96
Francia.....	FF	1.116	163
Alemania	DM	700	314
Grecia	DRs	2.000	22
Irlanda	L	35	49
Italia.....	Lit	235.000	172
Luxemburgo	LF	496	11
Holanda.....	DFIs	1.865	740
Reino Unido	L	2.264	3.708
TOTAL.....			5.371

La actividad de Capital-Riesgo nace como respuesta a la crisis mundial que pone en evidencia una estructura industrial configurada, en gran medida,

por sectores tradicionales y que han tenido un protagonismo fundamental en términos de volumen de empleo

generado. Circunstancias de crisis que se han repetido en nuestro país con características similares.

Esta situación exige, por una parte, el ajuste y la adaptación de estos sectores a los nuevos condicionantes que impone el actual orden económico internacional y, por otra, también exige el planteamiento de acciones que conlleven la búsqueda de ideas e innovaciones que paulatinamente permitan ir definiendo un nuevo sitio en el mercado de la nueva era industrial, cuya característica es el ritmo vertiginoso de los cambios tecnológicos y de mercado.

De ahí que la innovación empresarial, en su concepción más amplia, deba ser uno de los aspectos estratégicos en la situación actual.

Sin embargo, la innovación empresarial, entendida como la generación y explotación de nuevas ideas y tecnologías, se plantea en un momento de dificultades de orden económico y social, que han llevado a sofocar el espíritu innovador y el afán de constituirse en empresario.

Todas estas consideraciones hacen que los esfuerzos por parte de todos los componentes e Instituciones de nuestra sociedad tengan que dirigirse a conseguir que el entorno permita recuperar las motivaciones para emprender, planteando para ello todo tipo de acciones que hagan posible esa generación de ideas y de nuevos empresarios que, en definitiva, son la base de nuestro futuro.

Por otra parte, tiempos de cambio, como los actuales, son también tiempos de oportunidad, lo que favorece el desarrollo de proyectos innovadores. Las nuevas y pequeñas empresas pueden reaccionar más rápidamente al cambio, aprovechan mejor las oportunidades y tienen más capacidad de crecimiento.

Pero para aprovechar todo esto hay que conseguir el clima adecuado y disponer de medios e instrumentos que permitan desarrollar las ideas

y paliar los obstáculos que actualmente existen.

En este sentido, es evidente que uno de los obstáculos más importantes para la implantación de una nueva empresa se centra en la problemática de la financiación que haga posible su desarrollo en condiciones adecuadas.

La carencia de fondos propios es lo primero con que se encuentra aquel que tenga una idea susceptible de ser transformada en una empresa rentable. Por otra parte, las ideas innovadoras, en las actuales circunstancias de incertidumbre económico-financiera, exigen que la estructura financiera inicial de una nueva empresa sea lo suficientemente sólida como para que pueda acometer su período de maduración (5-7 años) con ciertas garantías de estabilidad.

Por todo ello, la actividad de Capital-Riesgo, entendida como aquella actividad que proporciona financiación patrimonial y temporal de proyectos de negocio de características innovadoras apoyándolas hasta su maduración, es un instrumento básico en la creación de nuevas empresas, con todo lo que esto lleva consigo en cuanto a desarrollo económico y creación de riqueza en el país.

1. CARACTERÍSTICAS DE LA ACTIVIDAD CAPITAL-RIESGO EN EL ENTORNO INTERNACIONAL

Definimos la actividad Capital-Riesgo como la financiación patrimonial de proyectos de negocio que, debido a sus características innovadoras o pequeño tamaño y falta de trayectoria probada, es decir, debido a su índice de riesgo, no pueden acudir directamente a fuentes convencionales de financiación a un coste aceptable. Es una financiación temporal durante el período de maduración del proyecto (5-7 años). La rentabilidad de los capitales invertidos se genera en la plusvalía obtenida al desinvertir los mismos.

Como característica fundamental de la actividad definimos la privaticidad de los fondos de inversión, que deben constituirse con capitales privados, de tal forma que la selección de proyectos a participar se realice exclusivamente por criterios de competitividad, rentabilidad y crecimiento.

Y así se dice en una de las conclusiones de un informe de la OCDE de 1985 (1) sobre la actividad de Capital-Riesgo, cuando cita que "la creación de sociedades de Capital-Riesgo con fondos públicos es un mercado original pero ambiguo y difícil, con interferencias de criterios no microeconómicos originando un efecto negativo en todo el entorno empresarial".

La intervención del sector público tiene entre otros los siguientes inconvenientes:

- El riesgo de interferencia de condicionantes políticos en las inversiones.
- La ambigüedad del sector público en la definición de beneficio.
- El posible conflicto entre objetivos económicos y sociales.
- La tendencia probada de que la intervención de la administración conduce a un incremento de las presiones sociales y laborales.

El apoyo público debe dirigirse a crear un marco propicio e incentivar la inversión de Capital-Riesgo y la disponibilidad de créditos para proyectos de negocio sin participar directamente en su financiación.

Una vez definida la actividad de Capital-Riesgo, nos centramos en los conceptos fundamentales de la misma y sus principales características:

- entidad gestora,
- fondos de inversión-origen,
- proyectos a invertir - emprendedor,
- desinversión,
- marco fiscal y medidas de apoyo.

(1) OCDE, "Le capital-risque et les technologies de l'information", París, 1985.

Estos conceptos son similares ya se trate de Sociedades de Capital-Riesgo cuyo Capital es el que se invierte en Proyectos o Fondos de Capital-Riesgo, gestionados para su inversión por Sociedades gestoras. Estas dos son las formas jurídicas típicas de instrumentalizar la actividad.

2. ENTIDAD GESTORA

Ya hemos comentado que el emprendedor no puede acudir directamente a fuentes convencionales de financiación debido al alto riesgo que suponen las características innovadoras y falta de trayectoria probada de su proyecto de negocio.

Por otra parte, al inversor patrimonial se le une al alto riesgo de pérdida de su capital un período de maduración de cinco a diez años sin rendimiento, pero con bastantes posibilidades de tener que aumentar su inversión para proteger-salvar lo ya invertido, aunque se le ofrece la posibilidad de una importante plusvalía.

En muchos casos a estos problemas se añade el hecho que el negocio propuesto se basa en alta o nueva tecnología que escapa a la comprensión del inversor.

Además, el deficiente nivel de eficiencia y falta de control administrativo de que adolecen los negocios de este tipo y el sector de la PYME en general, son problemas que también p o inversor.

Como respuesta a estas preocupaciones y en definitiva al alto riesgo, ha sido lógica la formación de sociedades o fondos de inversión, a través de los cuales los inversores pueden dividir su riesgo repartiendo la inversión en cierto número de proyectos.

Pero el gestor de inversiones tradicional acostumbrado a tratar con sociedades grandes, cotizadas en bolsa y de las que dispone mucha información no se encuentra adecuadamente preparado para seleccionar entre los muchos proyectos de negocio que le serían propuestos como responsable de un fondo de Capital-Riesgo, ni tampoco

para dar el apoyo ni asesoramiento que necesitarían las empresas participadas para optimizar sus posibilidades de éxito.

En estas circunstancias se han encontrado distintas soluciones y, después de un proceso lógico de desarrollo, se ha definido la figura denominada gestor de Capital-Riesgo "Venture Capital Manager", cuyas características funciones detallamos a continuación:

- Impulsar a los inversores a hacer este tipo de inversión captando fondos.
- Atraer y seleccionar los proyectos de negocio de más posibilidades de éxito.
- Canalización de fondos de inversión hacia los proyectos seleccionados.
- Optimizar las posibilidades de éxito a través de la prestación de servicios a los negocios participados.
- Realizar las plusvalías de los inversores consiguiendo un rendimiento satisfactorio.

La entidad de Capital-Riesgo se responsabiliza del apoyo de las empresas participadas no solamente desde el punto de vista financiero sino también del asesoramiento en temas de gestión. A nivel internacional el grado de asistencia que ofrecen los gestores varía desde los que limitan su intervención a la inversión financiera seguida por una mínima supervisión posterior, por ejemplo a través de su representación en el Consejo, a otros que siguen una política de contacto casi continuo, donde el gestor asume un papel casi de liderazgo. Se denomina el enfoque de un nivel intensivo de apoyo y asistencia como "hands-on" y su opuesto como "hands-off".

Lógicamente, el nivel de apoyo que resulte conveniente depende del nivel de eficiencia de la administración de las empresas participadas. El apoyo que necesite el emprendedor-empresario será mucho menor que en el caso de emprendedor – técnico - inventor. Lo

mismo en los países o zonas donde es habitual un alto nivel de control administrativo.

Como ya hemos indicado en la introducción, el país europeo con más desarrollo de la actividad de Capital-Riesgo es el Reino Unido. En él es habitual una política de apoyo continuo, dependiendo la intensidad de las características de la empresa participada. Este apoyo se basa en el nombramiento de un Consejero profesional, que ayuda a la gerencia de la empresa participada en su planificación estratégica y en la toma de decisiones operacionales. En este modelo, este profesional o gestor está dispuesto de una forma continua a responder a las consultas de la gerencia manteniéndose al día sobre el progreso del negocio y aconsejando, por otra parte, la utilización de otros servicios profesionales tanto del sector privado como disponibles a través de programas gubernamentales.

Además el profesional de la entidad de Capital-Riesgo ayuda al emprendedor a no perder de vista los cambios que se dan en su entorno económico-fiscal, así como el propio desarrollo del mercado de sus productos.

El papel del gestor puede resumirse como de apoyo profesional. Su relación con el emprendedor es más de socios en un mutuo empeño que de inversor y empresa o de supervisor y gerencia. Todo ello, por supuesto, sin perder de vista las responsabilidades que el gestor de Capital-Riesgo tiene hacia los inversores de los fondos y asegurar que las empresas participadas estén adecuadamente controladas. En la mayoría de los países donde la actividad de Capital-Riesgo se ha extendido, existe un requisito legal de auditoría y el gestor puede confiar, por lo menos en parte, en su eficacia como herramienta de control.

3. FONDOS DE INVERSIÓN-ORIGEN

Cuatro grandes grupos constituyen las fuentes fundamentales de los fondos de Capital-Riesgo:

- Personas físicas.
- Instituciones financieras.
- Compañías de Seguros y Fondos de pensiones.
- Sociedades.

Ahora bien, centrándonos en el modelo que estamos desarrollando y en la figura del gestor que hemos comentado en el apartado anterior y recordando las características básicas de alto riesgo, período de cinco a diez años sin rendimiento y posibilidades de plusvalías espectaculares, los inversores más interesantes y de gran potencial son las personas físicas. Las Compañías de Seguros y Fondos de Pensiones ven a Capital-Riesgo como el destino de solamente una parte muy pequeña de su cartera pero que resulta muy significativa dentro del volumen de actividad de Capital-Riesgo gestionado por las sociedades gestoras de estos Fondos.

Las características de inversión en Capital-Riesgo, con la intervención del gestor consiguiendo una diversificación del riesgo y optimizando las posibilidades de éxito, pueden coincidir satisfactoriamente con los objetivos de inversión de personas físicas. Aparte de entregar sus fondos para un período de cinco años, se pide al inversor que deje la gestión de las empresas participadas a los profesionales; esta ausencia prolongada de interferencias es más fácil en inversores privados que en compañías o entidades financieras.

Por todo ello, las personas físicas son el origen de fondos más apropiado para la actividad de Capital-Riesgo dirigida por gestores profesionales; por supuesto, y así lo indicamos más adelante, deben estar adecuadamente incentivadas fiscalmente para canalizar sus ahorros hacia este tipo de inversión de alto riesgo, sobre todo en el inicio de esta actividad como es el caso de nuestro país. Hay que crear confianza en el modelo y en las Sociedades Gestoras, y esto se consigue viendo los resultados de los proyectos promocionados en los 5-6 años siguientes.

En el entorno internacional estas cuatro

fuentes de fondos han configurado diferentes estilos de sociedades de Capital-Riesgo.

Si analizamos el caso de la Comunidad Económica Europea:

Fuentes de capital: Inversionistas.

Bancos	32.0 %
Sociedades inversionistas.....	20.9 %
Personas físicas.....	13.3 %
Compañías de Seguros.....	11.4 %
Fondos de pensiones.....	9.6 %
Inversionistas públicos	6.2 %
Otros.....	4.1 %
Mercado de valores (Bolsa)	2.4 %
Universidades y agencias de investigación	0.1%
TOTAL	100.0%

vemos que la principal aportación de fondos se realiza a través de los Bancos pero generalmente creando sus propias sociedades de Capital-Riesgo en las que los objetivos no se centran exclusivamente en la creación de nuevos negocios sino que contemplan el volumen global de actividades del Banco. En las decisiones de inversión entran otros factores y así ocurre, dándose el caso que hay un exceso de fondos sin proyectos para invertir, en países como Alemania, donde los Fondos de Bancos han tenido un notable desarrollo.

El segundo origen importante de fondos en Europa ha sido los provenientes de las grandes corporaciones que han creado sus propios departamentos "Corporate and Venturing Department" creados con el objetivo de generar innovación y proyectos de negocio aunque con perspectiva a menos de cinco años, lo que les ha llevado a un relativo y casi generalizado fracaso. Pensamos sin embargo que son departamentos que adecuadamente incentivados y con objetivos claramente definidos serán una gran fuente de innovación en el futuro.

4. PROYECTOS A INVERTIR - EMPRENDEDOR

Considerando que la actividad de Capital-Riesgo no consiste únicamente en una inyección de recursos financieros en una nueva empresa, sino también en la aportación de competencias necesarias para su establecimiento y en la concepción de estrategia comercial, organización y gestión, esta actividad cubre la financiación de las cuatro fases sucesivas de desarrollo de una nueva empresa, a saber:

- La financiación de semilla: en este caso la empresa no está todavía creada, el emprendedor solamente tiene la idea y no la tiene totalmente definida en los aspectos comerciales y técnicos. En esta fase se financia al emprendedor y fundamentalmente una pequeña parte del equipo de desarrollo y de prospección y el "business plan". Es la fase de mayor riesgo, la más difícil para el inversor de Capital-Riesgo porque, además, dispone de muy pocos elementos de apreciación y de contraste del proyecto.
- La financiación de creación o de start-up: ésta es la fase más clara de intervención del Capital-Riesgo. Se trata de poner en marcha una empresa, producir un producto que ya es conocido y de realizar un plan que está preparado. La viabilidad de la operación es incierta pero el inversor de Capital-Riesgo puede evaluar a través de un "business plan" concreto y preciso las posibilidades de éxito, y además puede aportar todas sus competencias de gestión que contribuyan al éxito de la operación. Es una fase que dura alrededor de un año con riesgos altos por lo que se ha comenzado a syndicar este tipo de financiaciones entre diferentes Sociedades de Capital-Riesgo.
- La financiación de juventud: se tiene ya un producto-servicio en un mercado pero puede faltar imagen

de marca, introducción comercial suficiente y una producción competitiva. En esta fase se ponen todos los mecanismos en las diferentes áreas de la empresa para hacerla competitiva. La intervención de la entidad de Capital-Riesgo es necesaria como elemento de financiación y también, por supuesto, como aportadora de conocimientos de gestión que la convertirán en un negocio viable.

- Financiación de establecimiento: esta fase marca la instalación definitiva de la empresa en el mercado. Significa que aumenta la capacidad de producción y distribución y entra en una línea de explotación plenamente competitiva y de interesantes rendimientos. Puede implicar una última aportación de fondos por parte de Capital-Riesgo y normalmente es en esta fase cuando se realiza la desinversión con la correspondiente plusvalía.

Insistimos en la importancia de la aportación por parte de la sociedad de Capital-Riesgo en las cuatro fases descritas de elementos y sistemas de gestión además, por supuesto, de la financiera.

Independientemente de la fase en la que la actividad de Capital-Riesgo entre en una empresa o perspectiva de negocio, el estudio del mismo y la adecuada decisión es un factor crítico para el efecto de la actividad.

La habilidad del gestor o entidad de Capital-Riesgo para seleccionar entre los proyectos de negocio y para apoyar a las empresas participadas será el factor crítico para que prospere la actividad de Capital-Riesgo.

La información básica que debe aportar el emprendedor incluye el plan de negocio (business plan) que cubre una serie de aspectos que las entidades de Capital-Riesgo definen, entre ellos el presupuesto para el período de maduración del negocio

propuesto. El plan identifica problemas y debilidades y propone medidas para su solución. Aunque dicho plan es responsabilidad del emprendedor normalmente las entidades de Capital-Riesgo colaboran activamente en la elaboración del mismo, repercutiendo o no su coste al emprendedor.

El análisis económico financiero se realiza por el personal de la entidad de Capital-Riesgo y en algunos casos puede contar con la colaboración de profesionales independientes.

La evidencia de la viabilidad técnica en casos en que sea compleja se puede realizar a través de pruebas controladas de laboratorio, fabricación de prototipos, producciones pilotos, informes de las asociaciones sectoriales o instituciones oficiales.

Punto fundamental, es que el emprendedor se comprometa profesional y financieramente con el negocio que propone. La calidad de las personas, el emprendedor y sus asociados, es un factor determinante en la elección de un proyecto. Un proyecto de potencial técnico excepcional fallará si falla el factor humano.

Otros aspectos que se tienen en cuenta al analizar los proyectos son:

- Proyectos que supongan el aprovechamiento innovador de nueva tecnología.
- Proyectos dirigidos a mercados crecientes por sus posibilidades futuras de mejora de productividad.
- Es deseable un elemento de innovación.
- Debe existir una intención de influencia en el desarrollo del mercado.
- Los proyectos de un solo producto o servicio representan mayor riesgo. Por lo menos deben existir planes de evolución de nuevos productos.
- Será ingrediente casi imprescindible una alta capacidad de crecimiento para poder ofrecer posibilidades de altas plusvalías a los inversores.

En cuanto a la distribución por sectores, en el siguiente cuadro se puede ver la distribución de las inversiones de los Fondos de Capital-Riesgo de la Comunidad Económica Europea:

Computadoras.....	18.8 %
Equipos y maquinaria.....	12.9 %
Componentes electrónicos e instrumentación	10.9 %
Técnicas de fabricación avanzadas (automatización industrial y control de proceso/robótica).....	9.2 %
Química y plásticos	6.8 %
Agricultura, forestal y pesca.....	6.1 %
Comunicaciones(incluye y transporte).....	4.8 %
Biotecnología (incluye ingeniería genética)	4.5 %
Venta al por mayor/venta al por menor y sistema de distribución	4.0 %
Finanzas/Seguro/Bienes	3.5 %
Energía y recursos naturales...	3.4 %
Hoteles/Restaurantes y Diversiones (incluye películas y vídeos)	2.5%
Cuidados médicos	1.8%
Publicaciones (ediciones)	1.5%
Otros	8.3%

5. DESINVERSIÓN

Hemos indicado al comienzo de este artículo que se trata de inversiones temporales, es decir, que cuando el negocio está maduro se desinvierte la participación.

Los principales métodos de desinversión son:

- Venta al emprendedor.
- Venta a un tercero.
- Venta en Bolsa.

La venta de la participación de Capital-Riesgo a un tercero puede

realizarse mediante la adquisición del negocio en su totalidad por una sociedad mayor o parcialmente, en cuyo caso representaría el traspaso lógico de una inversión de Capital-Riesgo a una inversión convencional una vez conseguida la madurez de la empresa participada y reducido el grado de riesgo que supone.

Pero el método más interesante de desinversión desde el punto de vista de la economía en general es la venta de la participación de Capital-Riesgo al propio emprendedor. Para evitar posibles futuros problemas o malentendidos, y que la desinversión pueda realizarse de una manera planificada sin trastornos, es interesante que el método de desinversión de la participación sea comentado y acordado en lo posible entre el emprendedor y la entidad de Capital-Riesgo antes de que se realice la inversión.

Referente a la venta en bolsa, su actividad en el caso de Capital-Riesgo a nivel internacional se divide en dos categorías:

La creación de un mercado para las acciones de una sociedad durante su período de desarrollo y la cotización de sus acciones una vez establecida una trayectoria.

La primera categoría incluye el mercado "over the counter" en el Reino Unido; permite al inversor de Capital-Riesgo cierta posibilidad de realizar su inversión anticipadamente, es decir, antes de concluir el período de maduración del negocio. Este método, aunque mejora o favorece la captación de Capital-Riesgo, tiene algunas dificultades, como el fijar el precio equitativo a la vista de la poca frecuencia de las operaciones y las incertidumbres en una empresa en fase de desarrollo.

La segunda categoría corresponde a lo que suele denominarse bolsa secundaria, y consiste en un mercado para las acciones y sociedades de menor tamaño y de historial más corto que las acciones que se cotizan en la bolsa primaria. La

obtención de una cotización suele ser más barata y las condiciones exigidas en términos de historial de beneficios, importe del capital, número de socios, etc., menos exigentes. Este tipo de bolsa representa un buen camino para la venta de la participación de Capital-Riesgo y la realización de plusvalías en empresas que consiguen el éxito. Actualmente no está regulado ni existe este mercado secundario aunque el Gobierno está trabajando activamente para realizarlo en plazo corto. Este mercado se extendería también a pequeñas y medianas empresas no participadas por Capital-Riesgo favoreciendo así los flujos financieros, la liquidez y en consecuencia la inversión en general.

6. MARCO FISCAL Y MEDIDAS DE APOYO

Para fomentar la inversión en Capital-Riesgo y paliar, de alguna forma, los inconvenientes que este tipo de inversión tiene, centrados básicamente en el grado apreciable de riesgo, y el problema de cómo realizar la inversión con su correspondiente plusvalía, en el caso de aquellos negocios que prosperen, los Gobiernos de diferentes países han introducido numerosos apoyos, que se resumen en:

- Inversión directa: la inversión de fondos públicos en Capital-Riesgo.
- Subvención a la inversión: esta subvención puede tomar la forma de una subvención a fondo perdido de un porcentaje de lo invertido o ventajas fiscales al inversor privado, por ejemplo considerándolo como gasto desgravable.
- Préstamos oficiales: líneas de crédito, a veces con intereses bajos y plazos favorables para estos proyectos de negocio.
- Garantía bancaria: sistema de garantía gubernamental a todo o a una parte de los créditos bancarios a proyectos de negocio calificados.

Al margen de estos apoyos a la financiación de los proyectos de negocio se han desarrollado muchos otros incentivos, a la innovación, al establecimiento de nuevos negocios y para las pequeñas y medianas empresas en general, con el objetivo de crear un marco propicio a la actividad de Capital-Riesgo. Citamos, como ejemplo, algunos de esos incentivos:

- Subvenciones a la investigación.
- Subvenciones a los estudios de mercado.
- Subvenciones al desarrollo de nuevos productos o servicios.
- Subvenciones al coste de adquisición de inmovilizado.
- Zonas privilegiadas.
- Terrenos y fábricas cedidas bajo condiciones favorables.
- Creación de centros de empresas.
- Incentivos al empleo.
- Asesoramiento gratuito o subvencionado.
- Ventajas fiscales relativas a las plusvalías.
- Ventajas fiscales relativas a impuestos locales.
- Regulación y transparencia fiscal.
- Incentivos a la exportación.
- Promoción del mercado secundario de bolsa.

Entre los apoyos que se citan en los primeros párrafos de este apartado, merece un comentario más amplio el de incentivación a los inversores en las sociedades o fondos de Capital-Riesgo dado que han sido puntos clave en el desarrollo de la actividad en países como el Reino Unido.

Incentivación a los inversores en Capital-Riesgo.

Características:

- Debe ser superior a la de otros activos financieros; el concepto de riesgo es diferente al de otros valores con trayectoria conocida. Aquí hablamos de inversiones en nuevos proyectos de trayectoria no probada, alto riesgo y gestionada por sociedades de nueva creación.

A igualdad de incentivación fiscal, la persona física se decide por valores de menor riesgo, aunque la expectativa de rentabilidad sea también inferior.

El hecho de que esta incentivación sea superior no significa ningún tipo de discriminación negativa o perniciosa, para el desarrollo económico general del país. Está claro que todos los países (incluso EE.UU.) dirigen los instrumentos económicos (y fundamentalmente el fiscal) en la dirección más idónea para conseguir los objetivos que se marquen, aplicando medidas coyunturales y seleccionadas, según sectores, colectivos empresariales, etc. El liberalismo económico puro no se da en ningún país.

Además, esta incentivación ha de ser temporal, hasta crear en el inversor confianza en esta actividad y en estas sociedades.

- El apoyo debe realizarse fundamentalmente en el momento de invertir en los Fondos: las personas físicas no invierten por una perspectiva de desgravación a cinco años, es decir, en la plusvalía. Invierten pensando en la desgravación del año en curso, cuando esta inversión tiene alto riesgo. Si hay seguridad de plusvalía a plazo, invierten independientemente de la desgravación que ésta tenga. Estamos en un entorno económico con gran dosis de inseguridad.

Son medidas fiscales que apoyan la inversión en nuevos proyectos con gran dosis de riesgo. Si la inversión

proporciona gran rentabilidad en forma de plusvalía, es justo repartir la rentabilidad entre todas las partes que han apostado por los nuevos proyectos (Inversor por sus fondos - Estado por el apoyo fiscal).

Por todo ello, las inversiones en Fondos de las Sociedades de Capital-Riesgo, siempre que éstas cumplan una serie de requisitos y los fondos sean utilizados para su fin previsto, deben tratarse como gastos deducibles en la declaración del I.R.P.F. o del impuesto de Sociedades, por lo que se verán incentivadas al tipo marginal. Esta incentivación es imprescindible en una primera fase, hasta que el inversor adquiera costumbre y confianza para invertir en estos Fondos.

Una adecuada normativa en cuanto a límites, necesidad de inversión en proyectos para abrir otro Fondo, entidades homologadas, etc., puede muy bien controlar el adecuado uso del incentivo sin el riesgo de que se canalicen, hacia estos fondos, inversiones en cantidades no controladas o como refugio fiscal, sin que los Fondos respondan a sus objetivos.

En cuanto a la experiencia en los países, hemos citado el Reino Unido que tiene en vigor el "Business Expansión Scheme" (BES), cuyo apartado fiscal contempla la desgravación en el momento de la inversión y al tipo marginal del IRPF, así como otras consideraciones hacia las entidades de Capital-Riesgo y de apoyo a los emprendedores. Los resultados obtenidos en cuanto a generación de empresas dentro del marco del "Business Expansión Scheme" han sido espectaculares.

7. CONCLUSIONES

La actividad de Capital-Riesgo como desarrollo empresarial ha demostrado ser un elemento muy importante en la primera introducción comercial de una gran parte de los nuevos bienes y servicios que se

han desarrollado en las últimas décadas. Sin embargo, en Europa no ha tenido todavía el desarrollo que se dio en EE.UU., salvo en el Reino Unido, y en este país fundamentalmente por el marco fiscal elaborado con el objeto de canalizar el pequeño ahorro hacia la creación de empresas.

No obstante para reforzar la capacidad de innovación de las industrias, todos los países del área de la OCDE están preparando nuevas medidas destinadas a desarrollar su mercado nacional de Capital-Riesgo.

Del conjunto de características de la actividad de Capital-Riesgo, tanto de los modelos que están funcionando como de los que están en preparación y a modo de conclusión, señalamos cinco que consideramos fundamentales, tres de las cuales se refieren a la oferta de fondos y dos a la demanda.

- La actividad de Capital-Riesgo como actividad financiera no es un mercado aislado de los otros mercados financieros. Tiene estrecha relación con otras instituciones financieras y así la existencia de mercados bursátiles dinámicos sobre todo el segundo mercado, son fundamentales para el desarrollo de la actividad, principalmente como instrumento de desinversión una vez lanzado el proyecto. Es una actividad financiera que presupone una legislación adecuada sobre todo desde el punto de vista fiscal, que cree confianza del inversor en la misma.
- La oferta de Capital-Riesgo no se limita sólo a una oferta de Capitales y a una aceptación del riesgo esperando altos beneficios, sino que, sobre todo, es una oferta de competencias profesionales muy específicas, tanto en lo referente a la evaluación del proyecto como a su gestión de lanzamiento y planificación estratégica futura, en estrecho contacto con el emprendedor.
- La inversión en Capital-Riesgo por el Estado creando Sociedades de

Capital-Riesgo con fondos públicos es una actividad ambigua y difícil, con criterios de decisión de los proyectos no estrictamente económicos. Las Sociedades que se crean sufren muy a menudo interferencias de criterios no microeconómicos en su gestión y tienen la tentación de ser utilizadas por los poderes públicos como instrumentos de política regional, de política de innovación, de política social, etc. En definitiva, enrarecen el entorno empresarial.

—Desde el lado de la demanda de fondos, el desarrollo de la actividad de Capital-Riesgo exige un clima favorable a la figura del empresario, que al final se reflejará en un número elevado de proyectos de creación de nuevas empresas y comercialización de nuevos productos y servicios. Los factores socio-económicos deben permitir y fomentar el desarrollo del espíritu de empresario, a la vez que un entorno fiscal apropiado para el desarrollo de empresas y la investigación.

—Además del clima favorable para el desarrollo y la seguridad del empresario, éste debe estar dispuesto a recurrir a la cofinanciación de su proyecto y aceptar las competencias profesionales en materia de gestión y de planificación del negocio.

Como resumen podemos decir que esta actividad financiera, que en definitiva es el apoyo y la promoción empresarial, se ha erigido como la modalidad financiera de la reindustrialización en el práctica mayoría de los países occidentales. Actualmente a nivel mundial hay alrededor de mil sociedades y

fondos de Capital-Riesgo que están canalizando fondos en torno a los cuatro billones de pesetas, principalmente hacia las pequeñas y medianas empresas que, al final, es donde se están generando la mayor parte de los nuevos puestos de trabajo.

BIBLIOGRAFÍA

- Bank of England, "Risk Capital", Quarterly Bulletin, Diciembre 1982.
- Battini, P., "Capital Risque: les regles du jeu", Les Editions d'Organisation, París, 1985.
- Comisión de las Comunidades Europeas, "Fiscal Environment of, and corporate vehicles for, venture capital in the European Communities", 1985.
- Comisión de las Comunidades Europeas, "Le venture capital pour les PME innovatrices aux Etats Units et en Europe", Luxemburgo, 1984.
- Comisión de las Comunidades Europeas, "Special stock market segments for small company shares: capital", Luxemburgo, 1984.
- EVCA (European Venture Capital Association), "Raising venture capital in Europe", Septiembre 1984.
- Lorenz, T., "Venture capital today: a guide to the venture capital market in the United Kingdom", Woodhead-faulkner Ltd., Cambridge, 1985.

Artículos de prensa

- Big Venture Capital Pool, Financial Times, 24 Mayo 1983.
- Do we have too Many Venture Capitalists, Fortune, 4 Octubre 1982.
- Europe Rediscovered the Entrepreneur, Fortune, 3 Octubre 1983.
- Smoothing the way for Venture Capital... Again, Business Week, Octubre 1984.
- Sociedades de Capital Riesgo, Economía Vascongada, n.º 479, Enero 1985.
- The New Entrepreneurs, Business Week, 11 Octubre 1982.
- Venture Capital Becomes an Industry, International Herald Tribune, 12 Octubre 1983.
- Venture Market Mysteries, Datamation, Septiembre 1982.
- Why we need Venture Capitalists, Financial Times, 27 Agosto 1982.