

El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico

Ferran Lemus

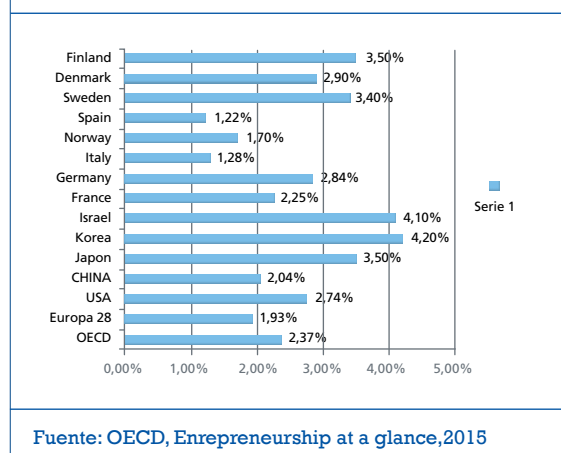
Hablar de Venture Capital es hablar del estadio más arriesgado y a la vez más innovador y potencialmente más remunerador del denominado capital de riesgo. Es decir, es hablar de la inversión en capital o casi-capital en empresas en fase incipiente de desarrollo con un proyecto innovador de carácter tecnológico y de proyección global.

Introducción

Una idea del riesgo que entraña este tipo de inversión viene dado por el hecho de invertir en proyectos cuyos planes de negocio no han sido verificados, y en consecuencia carecen de historia empresarial que pueda ser contrastada. Según un informe de la OCDE, más de la mitad de estas empresas cierran antes del quinto año de vida¹. Esta afirmación es ratificada y aumentada por la Comisión Europea y la National Small Business Administration de los Estados Unidos (NBIA), según las cuales, el 80% de las nuevas empresas desaparecen durante el primer año de vida y del restante 20% solo la mitad sobrevive al cabo de cinco años.

La inversión en proyectos innovadores de carácter tecnológico, ha sido siempre especialmente atractiva para los hacedores de la política pública conscientes del su impacto en el crecimiento económico del país, su capacidad para crear empleo y el efecto difusión que producen en diversos sectores de la economía. No es de extrañar pues, que desde el sector público se le preste una especial atención, máxime teniendo en cuenta el éxito de aquellos países cuyo esfuerzo en I+D y en políticas educativas les sitúa en el ranking de los países más avanzados, tales como Estados Unidos, los países nórdicos, Alemania, Israel, o Corea del Sur. Véase Gráfico nº1.

Gráfico 1. Inversión en I+D en % sobre el PIB

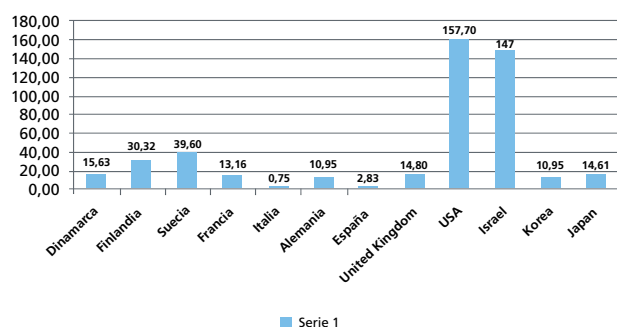


Fuente: OECD, Entrepreneurship at a glance, 2015

No es de extrañar tampoco, que sean estos países los mayores generadores de propiedad intelectual. Los Estados Unidos generan el 30,2% de las patentes mundiales, Europa el 24,1%, (entre Alemania, Francia, Reino Unido y países nórdicos absorben un 75%), Japón el 20,8%, y Corea el 5,8%.

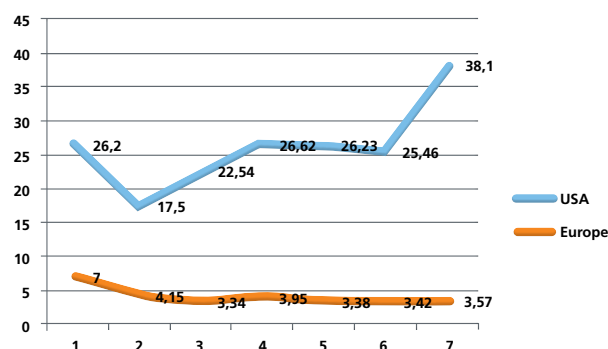
Ello no obstante, el Venture Capital invierte menos del 0,05% del PIB en este tipo de proyectos

Gráfico 2. Inversión en Venture Capital per cápita, 2014, datos en USA \$



Fuente: OECD Entrepreneurship at a glance, 2015 y elaboración propia

Gráfico 3. Inversión en Ventures Capital, USA, Europa, años 2008-2014 (datos en miles de millones de €)



Fuente: EVCA Statistics, 2014- Dow Jones Venture Sorce y elaboración propia

salvo en el caso de Israel y los Estados Unidos, países en los que se invierte el 0,38% y el 0,28% respectivamente, lo que nos da una idea de la dificultad de movilizar el capital privado dispuesto a asumir los riesgos y de generar la masa crítica suficientemente atractiva para movilizar la inversión. Por otra parte, el promedio de inversión «per cápita» va de los 157 \$ en los Estados Unidos, al 0,75 \$ de Italia o los 2,83 \$ de España. Lo cual no solo tiene que ver con la disponibilidad de recursos, sino también con la tipología y cultura inversora de cada país. Ver gráficos, 2 y 3.

Con el advenimiento de la crisis del 2008, el interés del sector público se ha visto acrecentado dada la necesidad de generar empleo y neutralizar parcialmente los efectos devastadores de la crisis, especialmente graves desde el punto de vista financiero. El viejo enunciado de J. Schumpeter² sobre «la destrucción creativa» y su relación con la innovación, vuelve a estar de rabiosa actualidad y es percibido por no pocos economistas como un referente fundamental para el fomento del crecimiento económico.

Sobre la base de este interés, los poderes públicos, juntamente con los denominados «*Business Angels*», y algunos fondos especializados que dedican una parte de sus recursos al capital semilla, prestan especial atención a las fases más incipientes de inversión en proyectos innovadores, dejando para los inversores profesionales el complemento de la misma una vez que los proyectos inicialmente financiados alcanzan la madurez suficiente, es decir, cuando la tecnología y su aceptación por el mercado han sido probadas.

El caso es que para favorecer la actividad, además de recursos, se requiere voluntad de inversión, marcos regulatorios adecuados, competencia técnica en la evaluación y seguimiento de los proyectos por el lado de la oferta. Mientras que la demanda necesita disponer del entorno adecuado para posibilitar la generación de proyectos de interés. En este sentido, los entornos con cultura

de emprendimiento, una buena base industrial, la presencia de universidades y centros de investigación, la posibilidad de acceso a los concursos públicos y el talento humano, son la base para el surgimiento de proyectos innovadores.

Por ello, la inversión se concentra en aquellos emplazamientos donde existe una mayor densidad de las características reseñadas. Por ejemplo, en los Estados Unidos, fundamentalmente en California, destina un 45% de la inversión en Venture Capital del total país, New England, el 10%, Nueva York, el 5,2% y Texas, el 4,7%³. En Europa los países más intensivos en inversión per cápita son Finlandia, Suecia, Dinamarca e Inglaterra, tal y como ha quedado reflejado en el gráfico 2.

La importante aparición de entornos tecnológicos, en ocasiones de manera espontánea y en otros fomentados y financiados en todo o en parte por las autoridades públicas, es un fiel reflejo del compromiso político para con la innovación. Entre otros muchos cabe citar: el Silicon Valley en California, la Route 128 en Massachusetts, Kista en Suecia, Silicon Fen en Cambridge, Biotech en Múnich, Silicon Wady en Israel, Giant en Grenoble, Medicon Valley en Dinamarca. En España entre los años 85 y 90 del pasado siglo, se pusieron en marcha una serie de parques científico-tecnológicos de entre los que, cabe señalar: el Parque Científico de Madrid, www.fpcm.es; el Parque del Vallés en Barcelona, www.ptv.es; el Parque Tecnológico de Andalucía en Málaga, sede además de la Asociación mundial de parques tecnológicos, www.IASP.ws; Zamudio en Bilbao, www.parque-tecnologico.es. Más tarde, se han desarrollado diversos parques científicos en el entorno universitario. Ello nos da una idea de la voluntad de crear la base de un hábitat favorecedor de la innovación en concierto público-privado. Cierto es, que como consecuencia de la crisis ha decaído la inversión pública en la creación de este tipo de entornos. Sin embargo, ha surgido un amplio abanico de

entidades incubadoras y aceleradoras, que acogen nuevos proyectos y ayudan a situarlos en condiciones de abordar el mercado. Cabe mencionar de entre ellos, empresas tales como: Wayra, Seed Rocket, Intercom, Plug&play, Founder Institute, etc. Dado lo reciente de esta actividad no existe suficiente evidencia empírica en nuestro país para valorar su acción pero, no cabe duda de que la experiencia histórica de la más antigua, Intercom, ha mostrado con empresas como Infoljobs o Softonic, la validez del planteamiento.

En base a lo descrito, cabe afirmar que numerosos países están haciendo un esfuerzo notable en materia de infraestructuras favorecedoras del emprendimiento, el desarrollo científico y la creación de un ecosistema impulsor de la innovación y del Venture Capital. Todo ello, con la vista puesta en un nuevo modelo de sociedad basado en la economía del conocimiento, modelo cuya adaptación a los negocios clásicos y al conjunto de la sociedad, genera no pocas disfunciones y constituye un reto para el diseño de las políticas económicas de futuro.

Origen remoto de la inversión en Venture Capital

¿Es realmente novedoso financiar grandes ideas y proyectos? Ciertamente, si nos remontamos a tiempos pasados, ni la abundancia de proyectos era significativa, ni la cantidad de mecenas susceptibles de financiarlos era apreciable. La realidad económica era absolutamente incomparable con la actual. Sin embargo, genios como Leonardo Da Vinci o aventureros como Cristóbal Colón entre otros, encontraron el soporte institucional necesario para hacer frente a sus proyectos.

El caso de Colón es especialmente significativo, pues las características de su actuación en la búsqueda de apoyo financiero tienen mucho de similitud con el comportamiento de los nuevos aventureros. Efectivamente, Colón tenía un sueño y perseveró para obtener la financiación necesaria durante más de siete años, hasta que por fin obtuvo el apoyo de la Corona Española.

No pretende esta nota hablar de la gesta de Colón ni de su perseverante y visionario proyecto. Es pertinente señalar, no obstante, que las bases del acuerdo se fundamentaron en la colaboración público-privada y la obtención de un retorno económico para el promotor del proyecto en función del éxito obtenido. En definitiva un principio cercano a la filosofía del moderno Venture Capital, cuyo desarrollo se produce en el curso del siglo XX.

Venture Capital en el siglo XX

Piero Scaruffi⁴, sitúa los orígenes del moderno Venture Capital en los Estados Unidos, allá por los años 20 del pasado siglo, cuando el «Industrial Securities Committee» elaboró un informe en el que afirmaba que el VC es necesario para

el desarrollo y crecimiento del país, a la vez que necesario para la seguridad de la inversión. El aumento de la actividad inversora derivada de este posicionamiento público, se vio frenada, no obstante, por la crisis de 1929, únicamente las grandes corporaciones que disponían de los recursos necesarios para la inversión en I&D pudieron mantener una cierta actividad.

Posteriormente, con el conflicto de la Segunda Guerra Mundial, el gobierno USA jugó un activísimo papel en la financiación de proyectos en connivencia con las universidades y centros de investigación, subcontratando numerosos programas, lo que unido a un mejor tratamiento fiscal de las ganancias del capital, propició el desarrollo del sector. Destacados empresarios invirtieron, finalizada la guerra en proyectos que permitían readaptar para fines civiles tecnologías usadas durante el conflicto bélico. Se pretendía con ello, obtener un atractivo retorno económico, beneficiarse del tratamiento fiscal de las plusvalías, crear un sistema más efectivo de financiar los nuevos proyectos empresariales, y ofrecer una imagen de eficiencia del libre mercado frente a la economía planificada.

La American Research and Development Corp (ARD)

El primer gran proyecto de Venture Capital que mezclaba inversores privados e instituciones tales como el MIT, o Rice Institute, nació en Boston el año 1946 de la mano de G. Doriot (fundador y promotor de ARD). Doriot, pionero y animador del moderno Venture Capital se convirtió en referente del sector y entre sus numerosos éxitos figura la financiación de Digital Equipment Corp, empresa en la que consiguió un éxito espectacular.

ARD realizó numerosas inversiones y sobre todo aportó un nuevo concepto en el fomento de inversiones alternativas, siendo el primer vehículo inversor no dependiente de las grandes familias que hasta la fecha operaban en este mercado. De hecho, fue también el vivero de aprendizaje de numerosos ejecutivos que con el paso de los años abandonaban ARM y fundaban sus propias entidades de inversión.

Paralelamente, el congreso de los Estados Unidos creó en 1958 la Small Business Investment Company (SBIC) para ayudar a las empresas PYME a obtener los recursos necesarios no disponibles en el mercado, a través de dos modalidades: préstamos subordinados a largo plazo, y vehículos inversores de naturaleza público-privada gestionados por el sector privado. Dichos vehículos solicitan del promotor privado una cantidad mínima de 5 millones de \$ pudiendo aportar el SBIC una cantidad de hasta tres veces el importe inicial privado.

En sus 57 años de historia, el SBIC ha facilitado 73,3 mil millones de USA \$ de deuda a largo plazo y participación accionarial a más de 118.000 PYMES, algunas de ellas se

han convertido a posteriori en líderes mundiales. Algunos nombres relevantes son: APPLE, Intel, Amgen, Sun Microsystems, AOL, Fedex, Callaway, y un largo elenco de empresas punteras inicialmente financiadas por SBIC.

Aunque puesta en duda por algunos autores⁵, la importancia del impulso público ha sido determinante para el desarrollo del Venture Capital tanto en Europa, como en el continente americano y asiático, en los que las agencias de financiación multilateral, tales como el Banco Mundial, el Banco Inter-Americano de Desarrollo, el Banco Europeo de Inversiones, y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Fomento, han jugado un relevante papel motor como complemento de una visión política más amplia, que es el fomento de entornos innovadores para potenciar el desarrollo económico.

Venture Capital en Europa

El Venture Capital inicia tímidamente su andadura en Europa en la década de los años 80. Sin embargo, no es hasta mediados de los años 90 cuando se produce el verdadero despegue de actividad. Europa toma conciencia del desfase existente entre la capacidad innovadora y de creación de riqueza económica que existe con los Estados Unidos, e interpreta que el Venture Capital es un instrumento de financiación adecuado, aunque no único para el fomento de la innovación.

El informe de la OECD sobre la importancia de la financiación de la innovación publicado en 1996⁶, reclama una acción decidida de los gobiernos en la adopción de medidas de estímulo a la financiación de empresas tecnológicas de nueva creación, facilitando: Una legislación y un tratamiento fiscal favorable a la adopción de posiciones de riesgo, la puesta en marcha de medidas para aumentar la liquidez, y la creación de organismos de apoyo y consejo, entre otros. El posicionamiento de la OECD constituye una buena muestra de la implicación institucional en favor de la innovación, su financiación y su importancia para el crecimiento económico.

Posteriormente, la Comisión Europea, en el curso de la celebración del Consejo Europeo celebrado en Lisboa en marzo del año 2000, adoptó una serie de medidas para afrontar los retos de la economía del conocimiento y el desfase Europeo frente a la misma. En las conclusiones del Consejo, las autoridades europeas se afanaron en formular una serie de recomendaciones para cubrir el mencionado desfase, basadas entre otras, en:

- Las potenciación de las relaciones universidad-empresa.
- El papel a jugar por la estrategia innovadora de las grandes firmas.
- La adopción de mecanismos financieros «ad hoc».
- Políticas activas de transferencia de tecnología.

En el ámbito financiero prestaron especial atención al Venture Capital y al papel que para impulsarlo debía jugar el Fondo Europeo de Inversiones, Fondo que actúa activamente como fondo de fondos de capital riesgo, y como garante de operaciones crediticias en las empresas PYMES.

Hay que admitir, sin embargo, que las inversiones de finales de la década de los 90 y principios del 2.000 no obtuvieron los retornos esperados y se produjo un importante número de fallidos. Diversos estudios ponen en cuestión el potencial de éxito del Venture Capital en Europa⁷ en comparación con los resultados en los Estados Unidos. Según dichos estudios, ello viene dado entre otras razones, por: el exceso de barreras burocráticas y rigidez de la legislación laboral, las diferencias entre países en el tratamiento de las ganancias del capital, la ausencia de una legislación Europea para el conjunto de la UE, la poca flexibilidad en el tratamiento de las quiebras empresariales, y la insuficiencia de la cultura empresarial en algunos países.

Dada la relativa novedad del VC existen pocos estudios cuantitativos sobre la materia. Sin embargo, la EVCA (Asociación Europea de Venture Capital) conjuntamente con Thomson Reuters, realizó un estudio comparativo de los rendimientos obtenidos por los Estados Unidos y Europa entre los años 1980 y 2013. En ese año 2013 y con una perspectiva de cinco años, los rendimientos del Venture en los Estados Unidos fueron del 5,86%, mientras que en Europa se situaron en el 1,32%. El estudio pone también en evidencia que los rendimientos suelen ser crecientes cuanto mayor es la dimensión de los fondos, probablemente ello deriva de su capacidad para dar apoyo a la trayectoria de la empresa en diferentes momentos de su desarrollo⁸.

Otra reflexión de calado deriva de que el Venture capital no dispone en Europa, salvo excepciones, de un ecosistema equivalente al de los Estados Unidos, es decir entornos de emprendedores, inversores, asesores legales y sensibilidad empresarial que permita emprender con la misma facilidad y convicción.

Admitiendo esta realidad, debemos considerar también que los Estados Unidos llevan sesenta años de adelanto a Europa en esta materia, que los obstáculos señalados están siendo aceleradamente neutralizados y que existe una firme voluntad de potenciar el sector. Dicho de otra forma, la crítica no cuestiona la validez del Venture Capital como instrumento potenciador de la innovación y el crecimiento, lo que cuestiona son los obstáculos con lo que se enfrenta para su desarrollo.

Con todo, hoy en día existen en Europa un buen número de empresas innovadoras exitosas, (Shazam, Spotify, Skype, Vente Privé, etc.), lo que no hay todavía es una acción suficientemente decidida de los fondos de pensiones y compañías aseguradoras para invertir en el sector a un nivel semejante al del mercado de los Estados Unidos. Entre

2010 y el 2014 las inversiones medias en Europa por lo que al Venture se refiera han sido de 3.600 millones de euros anuales, lo que representa el 0,024% del PIB Europeo⁹, en tanto que en Estados Unidos se ha situado en el entorno de los 27.000 millones de euros. Véase gráfico nº4.

Desarrollos en España

Por lo que se refiere a España, las inversiones en Venture Capital se iniciaron tímidamente durante la década de los 90 amparadas en el apoyo de sociedades públicas como el C.D.T.I (Centro de Desarrollo Tecnológico Industrial), constituido en los años 70 por recomendación del Banco Mundial y propulsor de la inversión en capital semilla vía diferentes programas de acción, ENISA (Empresa Nacional de Innovación) o AXIS sociedad de capital riesgo perteneciente al ICO, así como sociedades vinculadas a los gobiernos autonómicos. En los primeros años, estas sociedades

Gráfico 4.

	7	4,15	3,34	3,95	3,38	3,42	3,57
Europa							
España	0,45	0,2	0,22	0,349	0,291	0,274	0,346

Fuente: MAB/AIM y Euronext (12)

ayudaban a cubrir la aversión de otros operadores hacia este tipo de inversión permitiendo afrontar en parte, las carencias de financiación que experimentaban los nuevos emprendimientos tecnológicos.

Con el cambio de siglo, las políticas públicas empezaron a evolucionar y se constituyeron fondos mixtos con la ayuda parcial de instituciones financieras, nacionales,

Tabla 1. Principales instrumentos financieros para el fomento de la innovación

Modelo operativo del Venture Capital		
Instrumento financiero	Características de la financiación	Consideraciones
Préstamo bancario	Es necesario disponer de garantías y trayectoria probada.	Obligación de pagar la deuda.
Subvención, subsidio	Financiación semilla en la fase muy inicial de los proyectos, la mayoría de los países de la OCDE disponen de mecanismos públicos para facilitar este tipo de financiación.	Sirven para complementar las ineficiencias en financiación por parte del mercado en las fases iniciales.
Business Angel	Inversores particulares que suelen invertir en forma sindicada y en fases iniciales, aportando además de dinero, apoyo y experiencia para el desarrollo del proyecto.	La financiación se produce bien en la fase inicial o en los momentos posteriores pero todavía muy incipientes «early stage».
Venture Capital	Tiene que invertir cuando ya hay actividad de mercado y el proyecto es plenamente operativo, tiene voluntad de permanencia durante un periodo razonablemente largo. Existen fondos de capital semilla que suelen ser públicos o mixtos.	Financiación en capital, en fase avanzada de desarrollo del proyecto.
Corporate Venturing	Usado por grandes firmas para invertir en «Start Ups» innovadoras de cara a mejorar su propia competitividad y con proyección estratégica.	Motivación estratégica.
Crowd funding	Herramienta de financiación colectiva vía Internet que facilita la financiación de fases iniciales de desarrollo, a través de aportaciones de capital.	Complejidad de gestión.
Crowd lending	Financiación colectiva vía internet para fases iniciales a través de préstamos.	Favorece la no dilución de los promotores.
Revenue Royalties	Financiación en forma de préstamo, ligada a facturación obtenida.	Permite menor dilución y una estructura flexible.
Peer-to-peer Lending	Servicio online que pone en contacto prestamista y prestatario.	Condiciones económicas más interesantes para ambos.
Tax incentive	Los poderes públicos han adoptado de manera heterogénea diferentes medidas de carácter fiscal para facilitar este tipo de inversiones.	Medidas indirectas, no discriminatorias.

Fuente BME y MABIA (16)

autónomas, y el Fondo Europeo de Inversiones, a la vez que se incorporaban otras instituciones vinculadas al sector privado. En paralelo, a mediados de la década empezaron a aparecer fondos no vinculados al sector público y con vocación internacional. A día de hoy hay en el país 48 operadores dedicados al Venture Capital, la mitad de ellos localizados entre Madrid y Barcelona y el resto, repartido en las diferentes comunidades autónomas.

Cabe destacar que a través de los programas lanzados por el Ministerio de Industria y diversos organismos autonómicos, se ha dado un fuerte impulso al desarrollo del Venture Capital y a la creación y estímulo, aunque todavía insuficiente, de centros de investigación y potenciación de la relación universidad y empresa. Estos esfuerzos, se han visto reforzados en los dos últimos años por el Fondo de Fondos Públicos lanzado por el ICO a través de Axis que ha paliado significativamente la atonía inversora derivada de la crisis. Ver Gráfico, nº 5.

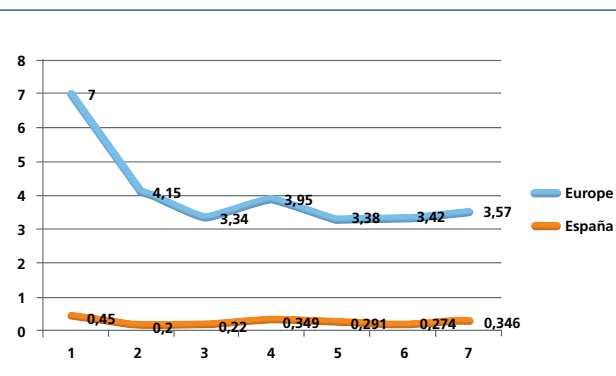
Efectivamente, a partir del año 2008 se produjo una caída de la inversión, tanto en Europa como en España, frenada por una cierta recuperación el año 2014 y confirmada por las recientes cifras del año 2015 que han llevado la inversión del sector a los 596 millones de euros.

Por otra parte, desde el año 2004 las compañías aseguradoras y fondos de pensiones pueden invertir hasta el 10% de sus reservas técnicas en inversiones alternativas, no pudiendo colocar más del 3% en una única entidad. Si bien, hasta la fecha, la reacción inversora ha sido tímida, teniendo en cuenta la atonía de los rendimientos de otros tipos de inversión, es de presumir que la participación de estas compañías en la financiación del Capital Riesgo seguirá una línea ascendente en un próximo futuro, sobre todo, si el gobierno crea los incentivos fiscales adecuados para que ello se produzca.

El Fondo de Fondo lanzado por el ICO con una dotación prevista de 1.200 millones de euros y gestionado por AXIS (sociedad de capital riesgo perteneciente al ICO), ha servido de palanca para el lanzamiento de nuevos fondos bajo gestión privada. Su objetivo a medio plazo consiste en movilizar 5.000 millones de euros y crear alrededor de 40 nuevos fondos.

Otro ejemplo en la misma línea pero de dimensión más modesta, lo constituye la pro-activa actitud del Instituto Catalán de Finanzas desde los inicios de los años 90, mediante el apoyo a la capitalización de fondos gestionados de forma privada, fundamentalmente en segmentos de Venture denominados capital semilla, (proyectos en fase muy incipiente), y en fondos más comprometidos con la expansión y el crecimiento una vez que los primeros alcanzan su estadio de comercialización. Un reciente estudio ha puesto de manifiesto que la actividad inversora del ICF en 25 fondos ha contribuido a la creación de 7.600 puestos de

Gráfico 5. Inversión en Venture Capital, Europa, España, años 2008-2014 (datos en 000 millones de €)



Fuente: OECD, *Entrepreneurship at a glance*, 2015

trabajo en 207 empresas, con una inversión global superior a los 300 millones de euros¹⁰.

Otra autonomía muy activa en el desarrollo del capital riesgo, y en el compromiso con la innovación, ha sido la del País Vasco donde se ha prestado una especial atención al desarrollo de empresas innovadoras en sus fases iniciales, con un fuerte compromiso por parte del sector público. En este sentido, la Agencia Vasca para el desarrollo Empresarial, SPRI, ha jugado un papel determinante.

La tabla nº 1 muestra las distintas tipologías de financiación de nuevos proyectos innovadores de carácter tecnológico. Como se puede apreciar, se recogen desde las medidas de apoyo público a través de subvenciones y desgravaciones impositivas, hasta las diferentes modalidades de financiación en capital, complementada con diferentes tipos de préstamo.

Fases del desarrollo de inversión en Venture Capital

El desarrollo de producto, constituye el pilar fundamental para el lanzamiento de nuevas empresas innovadoras, su proceso de maduración puede ser más o menos largo y costoso en función de la tecnología de la que se trate. Por ejemplo, la investigación de proyectos bio suele ser muy laboriosa y requiere de mucho tiempo; en tanto que los proyectos relacionados con internet suele tener un tiempo inferior de maduración.

En cualquiera caso, el primer empujón inversor suele darle el entorno próximo del promotor, apoyos públicos y algún fondo especializado. Alcanzado y testado el prototipo, se abordan los primeros pasos de comercialización en el que se sigue, normalmente, contando con el apoyo de los Business Angels y los fondos iniciales.

Comprobada la reacción del mercado y con la adopción de clientela se afronta una fase expansiva de naturaleza global, la cual necesitará en la mayoría de los casos de la inversión de fondos especializados.

Suponiendo la buena marcha de la compañía, los fondos querrán convertir en líquida su aportación económica, bien mediante la venta de su participación a terceros o bien, mediante la salida al mercado de valores (IPO).

Procedencia y aplicación de los recursos del Venture Capital

Los fondos que gestionan las sociedades de Venture Capital ya sea en la forma de sociedad gestora o sociedad inversora, suelen proceder de fuentes institucionales, grandes corporaciones, agencias gubernamentales e inversores privados sensibles a este tipo de inversión de alto riesgo. En Estados Unidos, a partir de 1979 un cambio regulatorio, permitió e impulsó notablemente la inversión, autorizando a los fondos de pensiones a invertir en Venture Capital. Ya hemos señalado que en España, a pesar de que la legislación autoriza este tipo de inversión, su impacto es todavía muy débil.

Desde el punto de vista legal pueden adoptar la forma de sociedad de inversión de duración ilimitada o bien, de fondo de inversión de duración limitada al plazo de diez años, ampliables en caso necesario.

Una vez dispone de los fondos, la sociedad administradora, detecta, evalúa y decide sobre la inversión en los proyectos que le parecen satisfactorios una vez efectuado el análisis pertinente y contrastada la veracidad de los datos analizados en su vertiente comercial, financiera y legal. Para alcanzar este estadio la administradora habrá prestado especial atención a:

- La capacidad y competencia del equipo promotor en la resolución de problemas y la adopción de decisiones.
- La viabilidad tecnológica del proyecto, su aplicación al mercado y la protección legal del mismo.
- El potencial de mercado.
- Las expectativas de retorno y de salida del proyecto en un periodo de tiempo razonable.

Los fondos suelen invertir su patrimonio durante los cuatro primeros años de su existencia y el tamaño medio de su inversión por empresa se sitúa entre 0,250 y 2 millones de euros, lo cual para un fondo de 20 millones de euros suele representar un volumen de entre 10 y 12 inversiones. La legislación no permite dedicar más de un 25% del patrimonio social en un solo proyecto.

Cuando las inversiones alcanzan un nivel de maduración determinado, (normalmente, entre cuatro y seis años después de la inversión), los gestores se desprenden de la/s empresa/s en cuestión, bien mediante la venta de su participación a terceros, o mediante la salida al mercado bursátil. Los inversores perciben entonces el capital invertido más las ganancias que se hayan obtenido, ganancias que una

vez retornado todo el capital se repartirán en una proporción preestablecida con la sociedad gestora (normalmente, 80% para el inversor y 20% para la sociedad gestora).

Hay que destacar que la mayoría de operadores del Venture Capital que invierte en las fases iniciales de los proyectos, no solo aportan financiación, sino que actúan como mentores, y aportan capacidad de contacto y orientación estratégica a los nuevos emprendedores.

Mecanismos de intervención y rol público

Existe una gran variedad de modelos de intervención pública para cubrir las ineficiencias que existen en el mercado para la financiación de proyectos novedosos. En opinión de los expertos pueden resumirse como sigue:

Modelos de inversión pública indirecta:

Préstamos a los fondos: el sector público facilita préstamos a los fondos de capital riesgo en condiciones ventajosas, a condición de que vayan dirigidos a una determinada tipología de empresas.

Fondo de fondos o fondos mixtos: previa exigencia de requisitos con finalidad innovadora, el sector público inyecta fondos en un vehículo privado que los administra y destina a la tipología de inversión pre-definida.

Modelos de inversión pública directa:

Coinversión: el sector público adquiere conjuntamente con el sector privado una participación empresarial. En ocasiones dicha participación es en forma asimétrica, de manera que la exigencia en el retorno es más favorable en el sector privado.

Inversión directa: el sector público invierte directamente o facilita préstamos a empresas por él seleccionadas.

En paralelo a los modelos de inversión ya sea directa o indirecta, se han desarrollado una serie de mecanismos fiscales, especialmente para los Business Angels, que incentivan la inversión propiciando desgravaciones de entre el 20% y el 100% de la base impositiva topada en una determinada cantidad.

Así mismo, se establecen incentivos fiscales a las ganancias del capital¹¹ si una determinada inversión se mantiene un mínimo de tres años en cartera, lo que puede favorecer una desgravación alrededor del 20%. Con ello, se estimula la inversión de alto riesgo, neutralizando parcialmente los aspectos negativos que pudieren derivarse de la misma, a la vez que premiando los éxitos que se puedan alcanzar minorando el impuesto de las ganancias del capital.

Aun no disponiendo de un detalle de las inversiones directas en forma de capital o préstamo subordinado procedentes del sector público, un reciente estudio del

Boston Consulting Group¹² ha estimado que en Europa el sector público aporta un 35% de los recursos que sirven para financiar las iniciativas empresariales innovadoras en la modalidad de Venture Capital.

Por otra parte, ASCRI la Asociación Española de Capital Riesgo, detalla como inversión en primeras etapas, una inversión pública canalizada directamente del 23,4% (promedio 2010-2014). No disponemos de datos de las inversiones indirectas a través de fondos participados por el sector público pero cabe estimar que la cifra debe de estar en conjunto incluso por encima del 35% estimado por BCG.

Conclusión

De lo dicho podemos afirmar que existe un amplio consenso en considerar que el motor fundamental del crecimiento económico debe de atribuir a aquellos negocios capaces de utilizar tecnologías novedosas generadoras de nuevos productos, procesos y servicios. Por consiguiente, para que este proceso de innovación fructifique es necesario que se sustente en los siguientes pilares: (i) conseguir la existencia de un entorno innovador en el que se establezca un maridaje entre la ciencia y la empresa; (ii) disponer de un sector público sensible al fomento del emprendimiento; (iii) lograr un apoyo social al espíritu emprendedor generador de proyectos. Todo ello, apoyado en un entramado inversor dispuesto a arriesgar y un entorno profesional, jurídico, fiscal, etc., de competencia contrastada.

El Venture Capital es y ha sido una herramienta valiosísima para financiar estos proyectos en fases iniciales, empresas que a día de hoy son la referencia de la denominada economía del conocimiento, tales como: Intel, Apple, Genentech, Google, Airbnb, o Amgen, recibieron decidido apoyo financiero del Venture Capital. En nuestro país, a pesar del parón inversor de los años de crisis, surgen historias de éxito tales como: Trovit, Wallapop, Carto D.B, Privalia, Smadex, etc, fruto de un nuevo espíritu emprendedor y del apoyo financiero recibido.

El concluyente estudio de Will Gornal y Illya Strebulaen¹³, señala que desde 1979, momento en el que se autorizó invertir en los fondos de pensiones en operaciones de riesgo, se han incorporado al mercado de valores USA 1.330 empresas, de las que el 43% han sido apoyadas por el Venture Capital, y representan el 38% de los empleos, el 82% de la inversión en I+D y el 57% de capitalización del colectivo objeto de estudio. Estos datos son lo suficientemente concluyentes para afirmar que el Venture Capital es, tal y como lo ha entendido el sector público desde sus inicios, una magnífica herramienta de índole financiera para estructurar juntamente con otras medidas, una política de estímulo a la innovación y el desarrollo económico.

Bibliografía

1. *Entrepreneurship at a glance*. OECD, 2015.
2. J.Shumpeter: «Capitalismo, Socialismo y Democracia». Ediciones Folio 1984.
3. Roger Wyse: *What the Public Sector Should Know about Venture Capital*. IPHandbook of best practices, 2007.
4. P.Scaruffi, Arun Rao: *A history of Silicon Valley*. Omniware Group, 2013.
5. J. Lerner: *The boulevard of broken dreams*; Kauffman foundation series on Innovation and Entrepreneurship, 2009.
6. OECD, *Venture Capital and Innovation*, 1996.
7. EIF, *The performance and prospects of European Venture Capital*, 2011.
8. www.investeurope.eu/research/performance-data.
9. J.Meyer, *Venture-Capital-a European story*, Business Training News, Abril 2012.
10. Ver estudio IESE (Departamento de Emprendimiento), sobre el impacto de la cartera global de Fondos de Capital Riesgo participados por el ICF, enero 2016
11. Foro de expertos de Capital Riesgo: Red.es, febrero 2008.
12. *bcg perspectives- The State of European Venture Capital*, Boston Consulting Group. Octubre 2015.
13. Illya Sreubulaev, Will Gornal: *How much does Venture Capital drive the US economy*, Stanford Graduate school of business. Octubre, 2015.
14. James Cameron, *Accel Partners: Spain startup ecosystem shows big potential*, febrero, 2016.
15. *Frontier Economics, Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, Mayo 2013.
16. ASCRI, Informe actividad del Capital Riesgo en España, 2015.
17. Ernst and Young, EY, *Global venture capital insights and trends*, 2014.
18. Parlamento Europeo: El potencial del Venture Capital en la Unión Europea, febrero 2012.
19. Thomas Meyer: *The Public Sector's Role in the promotion of Venture Capital Markets*, Development Bank of Japan, agosto 2007.

Notas al pie

1. OECD, *Entrepreneurship at a glance*, 2015.
2. J.Shumpeter: "Capitalismo, Socialismo y Democracia", Ediciones Folio 1984.
3. Roger Wyse: *What the Public Sector Should Know about Venture Capital, IPHandbook of best practices*, 2007.
4. P.Scaruffi, Arun Rao: *A history of Silicon Valley*, Omniware group, 2013.
5. J.Lerner: *The boulevard of broken dreams; Kauffman foundation series on Innovation and Entrepreneurship*, 2009.
6. OECD, *Venture Capital and Innovation*, 1996.
7. EIF, *The performance and prospects of European Venture Capital*, 2011.
8. www.investeurope.eu/research/performance-data
9. J.Meyer, *Venture-Capital- a European story*, *Business Training News*, April, 2012.
10. Ver estudio IESE (departamento de emprendimiento), sobre el impacto de la cartera global de Fondos de Capital Riesgo participados por el ICF, Enero 2016.
11. Foro de expertos de Capital Riesgo: Red.es, Febrero 2008.
12. *bcg perspectives- The State of European Venture Capital*, October 2015, *Boston Consulting Group*.
13. *How much does Venture Capital drive the U.S. economy? Stanford Graduate Scholl of Business*.

Sobre el autor

Ferran Lemus es economista por la Universidad de Barcelona, Máster of Arts en Estudios Europeos por la Universidad de Reading, Reino Unido, y tiene el curso de postgrado (senior Executive) de la Universidad de Columbia, EEUU.

Su carrera profesional se ha desarrollado fundamentalmente en el sector bancario en el que ha ocupado cargos de responsabilidad en el antiguo Banco de Vizcaya y Banco Exterior-Argentaria, y también, en el mundo del capital riesgo en el que ha sido director general de Catalana de Iniciativas, y Consejero Delegado de Highrowth Partners, SGECR. En la actualidad ejerce como mentor del Máster Internacional en la Universidad Pompeu Fabra.

El Sr. Lemus ha sido además jefe comercial de Cobega, S.A., director general de Fira de Barcelona y director ejecutivo en USA del CZF (Consortio de la Zona Franca).

Otras publicaciones ODF

Jul	2016	DT	MAB: Una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruga Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
may	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo

dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Olga del Orden
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la heredoxia fiscal	Sergi Martrat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro