

IDE Instituto de dirección
y organización de empresa.

**Cátedra de Política
Económica de la Empresa**

PROF. DR. DR. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

**CAPITAL RIESGO PARA LA
EMPRESA ESPAÑOLA**



CONFERENCIAS Y TRABAJOS DE INVESTIGACION DEL
INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION
DE EMPRESAS / Núm. 146
DIRECTOR : Prof. Dr. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

CAPITAL RIESGO PARA LA EMPRESA ESPAÑOLA

PROF. DR. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES



C Prof. Dr. Dr. Santiago García Echevarría

Redacción :

- Srta. Dolores Marcos Díaz
- Srta. Cristina Elorza Aranzábal
- Srta. María Luisa Rodríguez

Dirección del I.D.O.E. : Plaza de la Victoria, 3 Alcalá de Henares. Teléfono : 888.09.62/66. Ext. 220.

INDICE

	<u>Pág.</u>
I. INTRODUCCION	4
II. CAPITAL RIESGO E INNOVACION	7
III. SITUACION FINANCIERA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA.	14
1 - Coste de la financiación	21
2 - Autofinanciación	22
3 - Estructuras financieras	26
4 - Rentabilidad de la empresa	27
5 - Repercusión fiscal	29
IV. CONDICIONES QUE DEBEN DARSE PARA LA CONFIGURACION DE CAPITAL RIESGO	32

CAPITAL RIESGO PARA LA EMPRESA ESPAÑOLA

Prof. Dr. Santiago García Echevarría

Catedrático de Política Económica de la Empresa

Universidad de Alcalá de Henares

I. INTRODUCCION

No cabe la menor duda que uno de los principales problemas con el que se enfrenta el desarrollo económico es la disposición de capital riesgo que esté dispuesto a introducirse en nuevos procesos y mercados. Esto constituye un cuello de botella, por muy diversos motivos, entre los cuales deben destacarse fundamentalmente, y en algunos casos se le da prioridad, el que corresponde al tratamiento fiscal (1), así como también, el impacto de la fuerte absorción por parte de los de los Estados de los recursos financieros en unas condiciones de riesgo y rentabilidad que plantean

1 . La posición de la Administración puede verse en términos generales en "Más facilidades para el capital riesgo, pero sin ampliar sus ventajas fiscales", en El País, 1 octubre 1987, así como en García Echevarría, S., "Capital riesgo y política de amortizaciones". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid 1985.

serios problemas de competitividad a la iniciativa privada. Pero también son las propias características de las estructuras jurídicas de las empresas y, no por último, la estructura de los propios mercados de capitales las que crean dificultades para la introducción de nuevos canales e instrumentos que permitan integrar capitales con destinos específicos de asunción de riesgo real económico.

Estos temas han sido tratados con suficiente detalle en otras publicaciones⁽¹⁾.

Pero el verdadero problema de la actual política económica es un problema predominantemente organizativo. Cada vez juega un papel más importante en los resultados de la eficiencia de una economía o de una institución el éxito o fracaso de la organización. La organización se ha configurado como uno de los factores de producción más decisivos, ya que a través de ella se produce la asignación de los recursos. Por lo tanto, la eficiencia o ineficiencia no depende sólo de las características de los recursos, sino también de la forma en la que se organiza la canalización de esos recursos. A nivel de las economías nacionales o internacionales, el elemento organizativo genera obstáculos e

1 . Aquí nos remitimos fundamentalmente a las aportaciones de Felds. G., "Más capital riesgo para la empresa privada", en ESIC MARKET, núm. 47, Madrid 1985; la aportación que corresponde asimismo a Albach. H., "Qué medidas deben aplicarse para mejorar la dotación con recursos propios con capital propio a la empresa a largo plazo?" y la propuesta del Dictamen que corresponde a la Comisión de Expertos Alemana "Dictamen de la Comisión de Expertos Bursátiles del Ministerio Federal de Hacienda con las propuestas para facilitar el acceso de las empresas a la Bolsa mediante la creación de nuevos mercados", en ESIC MARKET, núm. 47, Madrid 1985.

ineficiencias muy significativos. A nivel de las instituciones empresariales se tiene en estos momentos una de las mayores preocupaciones en la respuesta organizativa.

Esta problemática se deriva del hecho de que todo proceso de apertura de los sistemas económicos implica una descentralización de los procesos y se necesitan otras formas organizativas muy diferentes a las que tradicionalmente han imperado en los sistemas económicos más cerrados. Las relaciones entre los sistemas cerrados se han anclado en las estructuras de comercio exterior como forma de organización intereconomías.

Por lo tanto, el problema de capital riesgo no sólo tiene que ver con las necesidades financieras de las empresas, sino que está fuertemente implicando lo que corresponde a la política patrimonial y de rentas, su repercusión o formas de entender el ahorro y, no por último, puede tener una seria repercusión en torno a la política social. Bien sea en cuanto a la disposición por los individuos de recursos suficientes cara a su vejez, o por la forma en la cual se instrumenta la presencia de instituciones de seguros sociales o instituciones de fondos de inversión, etc. en estos procesos entre ahorro del individuo y disposición de los recursos en las empresas.

II. CAPITAL RIESGO E INNOVACION

La dinámica de una economía moderna exige innovación como consecuencia, por un lado, del avance tecnológico permanente y, por otro lado, de la apertura de mercados. Ambos elementos son interdependientes y no se produciría el avance tecnológico sin una consecuente apertura de mercados y viceversa. Todo ello conduce conjuntamente a una nueva permanente división internacional de trabajo, que modifica de forma muy rápida las situaciones de competitividad entre empresas y economías. La dimensión de multinacionalidad hace todavía más complejo el sistema, ya que esa nueva división de trabajo implica otras formas de plantearse el cálculo económico y las necesidades de información y de búsqueda de divisiones internacionales de trabajo en otras culturas, en otros contextos jurídicos y fiscales, etc.

La dinámica de la economía en los momentos actuales implica la necesidad de disponer de personas que sean capaces de organizar esta participación en la nueva división de trabajo y que, por lo tanto, tengan un planteamiento por su propia esencia multinacional y exige de un tipo de empresario distinto al que ha venido rigiendo los mercados nacionales.

Lo que se necesita como respuesta a esa dinámica en la economía es, en primer lugar, empresarios, hombres que descubran legítimamente nuevos campos de acción en esa división

internacional de trabajo y una vez que dispongan de la idea tenga a su disposición, para su desarrollo, recursos materiales y financieros.

En cuanto al capital riesgo, el punto de arranque es, sin duda, la dinámica de la economía y la apertura de mercados en la búsqueda de nuevas divisiones de trabajo internacionales. Lo primero es la idea y la persona, o el equipo de personas capaces de realizarla, y esta idea debe tener para su desarrollo como idea innovadora, una gran oportunidad de éxito porque, al mismo tiempo, tiene que asumir un riesgo más incierto y elevado que lo que corresponde al riesgo en situaciones de procesos ya conocidos, calculables.

La garantía de todo este proceso viene definida en gran medida por la capacidad del management, quiere decir, por la capacidad de los hombres en la implementación de esa idea.

Es por lo que el aspecto organizativo constituye la pieza clave en todo el diseño de capital riesgo. Por eso resulta extraño cómo se están planteando en la sociedad española, bajo este nombre de capital riesgo, acciones y planteamientos que tienen poco que ver con esta figura empresarial y la necesidad de estructuración financiera correspondiente.

Las empresas clásicas participan en la dinámica de la evolución económica con estructuras a las que les es muy difícil asumir con rapidez y flexibilidad la adaptación. Son instituciones generalmente con capacidad financiera y de garantía, pero son organizaciones con baja creatividad, entendiéndose por ello, sobre todo, el largo plazo que necesitan para innovar. Las organizaciones actuales se caracterizan porque disponen de poca capacidad de aceptación de riesgo difícilmente calculable, ya que son estructuras muy centradas en dimensiones burocráticas y el problema de la falta de identificación en las personas de riesgo y oportunidad.

Por esta razón muchas de estas grandes corporaciones descentralizan los procesos de riesgo buscando instituciones, incluso jurídicamente diferenciadas, de manera que exista una independencia de management muy clara. A pesar de todo, y esto afecta especialmente a la Banca, se tropieza siempre con la dificultad de que se intenta traspasar a las nuevas formas institucionales, más independientes, esquemas de control y medición que son semejantes a las ideas de precaución tradicionales, con lo que se inhabilita en parte el proceso de capital riesgo en su sentido nato.

El problema básico es que una sociedad moderna no sólo necesita capital riesgo, sino que además el problema organizativo posee una segunda dimensión : que el capital riesgo se canalice precisamente allí donde más se necesite, que son

las inversiones productivas y, muy en particular, los procesos innovadores. La competitividad de una empresa en el futuro de una economía abierta se encuentra en la capacidad de definir estructuras institucionales con ventajas competitivas basándolas en el equipo de hombres y no tanto de la máquina o del hard.

La situación española es, dentro del contexto de la evolución de capital riesgo, muy curiosa. Por un lado, se ha producido una larga tardanza en ir integrando estos procesos y, por otro, ha adquirido matices que tienen poco que ver con las estructuras e ideas del capital riesgo⁽¹⁾.

Pero la situación económica española viene definida, al propio tiempo, por una gran necesidad de capital riesgo como consecuencia de que al abrirse la economía española vía integración en la CEE, se tiene que ir definiendo el nuevo papel de las empresas y de las actividades económicas españolas en el contexto de la división internacional del trabajo, proceso que está comenzando. Durante toda una década no se ha invertido en España, o dicho en otros términos, la evolución de la cuota de inversión ha sido negativa, lo

1 . Véase el detallado artículo publicado en Información Comercial Española donde se recogen el desarrollo, estructura y situación actual del "capital riesgo" en España así como Cinco Días. Martí Pellón, J., "La oferta de capital riesgo en España en 1986", en Información Comercial Española, núm. 651 p. 81 y ss.

cual, a la vista de la situación actual, no debe necesariamente evaluarse siempre negativamente.

Pero, sin embargo, lo que sí está claro es que muchas de las inmovilizaciones en las empresas españolas no se han recuperado a través de la actividad económica, a lo que debe añadirse el insuficiente nivel tecnológico de los procesos y equipos, el bajo grado de utilización de esos equipos, con el consiguiente alargamiento de la vida de los equipos y la lentitud de la recuperación del inmovilizado vía amortizaciones.

Pero además, y éste es quizás el gran problema de la economía española cara a una seria innovación en materia de capital riesgo, debe añadirse el gran déficit de la organización de nuestra economía, en general, de sus instituciones y, muy en particular, también, de la propia empresa. Los nuevos esquemas organizativos orientan fuertemente a buscar el diferencial de competitividad en el *soft*, en la capacidad de la idea que es difícil de ser asimilada por un competidor, mientras que en cuanto al *hard* puede ser en periodos relativamente cortos que se acomode el competidor a los mismos niveles de ventajas competitivas.

Además en nuestra cultura no existe una clara predilección por el riesgo y sí por la especulación, elementos totalmente distintos. La necesidad de ir introduciendo en la cultura económica una mayor capacitación hacia el riesgo integrándolo en el comportamiento de asignación de recursos,

constituye una de las piezas más importantes en esta nueva dimensión de oportunidades y riesgos. A ello se une la baja tasa de ahorro y el fuerte déficit tradicional en cuanto a la creación de nuevas empresas.

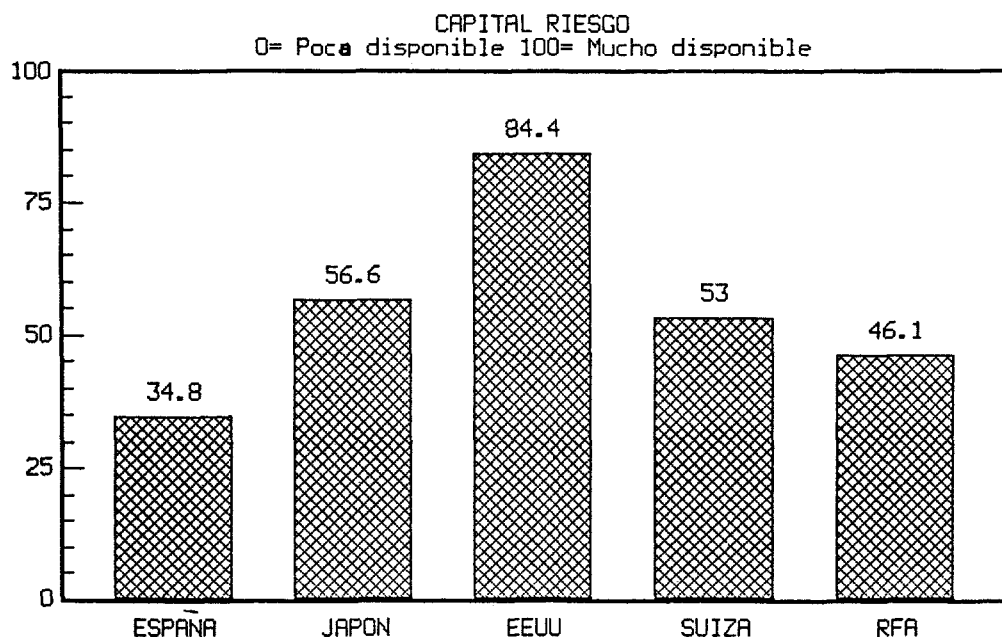
España se encuentra, en cuanto a la capacidad innovadora, con la necesidad de desarrollar campos innovadores empresariales mediante fomento de empresas, nuevas formas de organización de las instituciones que canalizan los recursos, tales como los mercados bursátiles, los sistemas financieros y además que debe generarse una mayor predisposición al riesgo, fomentándolo. El componente fiscal constituye una de las piezas fundamentales, pero, sobre todo, es lo que concierne a las oportunidades y garantías vía estabilidad monetaria, o vía de instituciones que no conduzcan nuevamente a la desconfianza, principalmente en operaciones de largo plazo.

España es el país de las grandes contradicciones en el proceso de capital riesgo, puesto que el sector público es el que está asumiendo el papel predominante, dentro de la reducida dimensión de su desarrollo. Así, según los datos disponibles, el sector público aporta el 64,86% del total de los recursos de las "sociedades de capital riesgo" y solamente provienen el 3,36% de empresas privadas y el 15% del área bancaria⁽¹⁾.

1 . "La autofinanciación media de las empresas sólo alcanza el 20%", en Cinco días, 28/11/87.

Puede plantearse perfectamente la pregunta, de si esta forma institucionalizada de generación de capital riesgo, tiene algo que ver con capital riesgo, o solamente se identifica con una determinada institucionalización jurídica a la que se denomina capital riesgo. ¿Quién es el que corre con el riesgo? Y sobre ¿dónde está la sinergia que debe mediar entre la idea empresarial y la asunción de riesgos de su financiación?

Figura núm. 1 : Comparación internacional de la disposición de capital riesgo



Fuente : The EMF's World Competitiveness Report y elaboración propia S. García Echevarría (1986).

En la Figura número 1 puede apreciarse el bajo nivel de disposición de capital riesgo en comparación con los países competidores

Lamentablemente la respuesta no puede ser muy positiva, en el sentido de que capital riesgo difícilmente puede asumirse como tal institución innovadora en sistemas burocráticos, o de los cuales depende, puesto que o juega al éxito asegurado y/o a privilegios, o a concesiones administrativas, etc. En caso contrario provocará un rápido desgaste de estas instituciones públicas en el momento en el que se plantee el problema de los controles correspondientes.

III. SITUACION FINANCIERA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Para poder enjuiciar cuál es la situación concreta de las posibilidades de capital riesgo en la actividad económica española debe partirse, en primer lugar, de cuál es la situación financiera real de la empresa española. No se trata aquí de un mero análisis de la empresa española en sí y de su evolución⁽¹⁾, sino que, fundamentalmente, se realiza este análisis comparativamente, buscando en los diferenciales con los países competidores dentro de la CEE la posición en la que se encuentra la empresa española por lo que afecta a su situación financiera.

1 . Véase a este respecto "La empresa española : estructura y resultados", ed. por E. Bueno Campos, Madrid 1987.

Aquí se ha tomado como referencia el análisis comparativo con la empresa alemana, ya que sitúa la posición de la estructura y condiciones financieras de la empresa española con uno de sus principales competidores en el contexto europeo⁽¹⁾.

Pero antes deben diferenciarse claramente tres formas en las que prácticamente se plantea la interpretación institucional del capital riesgo :

1 - Capital riesgo en el sentido que se acaba de mencionar, que es el caso típicamente español, en el que se asume como tal por instituciones públicas. De esta forma se da entrada a las instituciones públicas en las actividades empresariales, fuera de los esquemas tradicionales burocráticos, presupuestarios, y con todo lo que implica de un papel distinto al que debe caracterizar al capital riesgo como tal.

2 - El capital entendido como la necesidad de capital propio de las empresas existentes y que constituye uno de los grandes problemas, no solamente de España, sino de casi todos los países europeos. En la propia Alemania la preocupación por el capital propio que ha descendido fuertemente en las últimas décadas, es uno de los motivos claves del debate fiscal y del debate de la reforma bursátil, así como de la preocupación generalizada por

1 . Véase García Echevarría, S., "En búsqueda de la competitividad", (en preparación).

la capacidad de respuesta de la empresa alemana⁽¹⁾. Pero no hay que olvidar que en la situación alemana se genera una capacidad de autofinanciación muy elevada que llega a cifras cercanas al 90% de la inversión. En la empresa española, la situación de sus niveles de capital propio es semejante a la empresa alemana, pero a ello se añade, como se verá más adelante, la falta de capacidad de autofinanciación de la empresa.

En este tipo de capital propio o capital riesgo para las empresas existentes, el riesgo de este capital incorporado se diluye dentro de la organización empresarial existente y, por lo tanto, no se identifica más que con el riesgo que asumen dentro del conjunto de esa corporación. Puede definirse como un "capital riesgo" reducido en cuanto a su identificación con riesgos específicos, pero que, sin duda, constituye uno de los grandes déficits de la empresa española cara a potenciar nuevas instituciones empresariales que asumiesen otro tipo de papel.

Aquí, sin embargo, hay que insistir en la gran dificultad organizativa, de que las empresas, al crear nuevas instituciones, no trasladen no sólo normas de funcionamiento y control de la casa matriz, sino la propia mentalidad del directivo trasladado desde la casa matriz

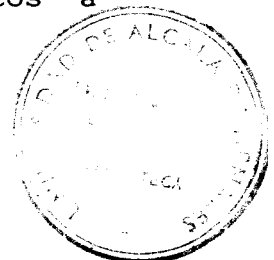
1 . Ver Albach, H., "¿Qué medidas deben aplicarse para mejorar la dotación de capital propio en la empresa a largo plazo?", en ESIC MARKET, núm. 47, Madrid 1985.

que se rige por normas y costumbres, por una cultura empresarial, que actúa creando obstáculos para el proceso innovador de capital riesgo.

- 3 - Se tendría, por último, el capital riesgo nato, que es el que del nacimiento de una idea, de una nueva participación en la división internacional de trabajo resulta difícil de calcular, prácticamente imposible, la relación entre los riesgos que se corren y sus resultados y, por lo tanto, del capital destinado a ese riesgo.

El cálculo económico es inviable, mientras que en las anteriores figuras el cálculo económico sigue rigiéndose dentro del contexto de la corporación existente.

El capital riesgo se caracteriza por la existencia de una incertidumbre muy amplia sobre el destino de la nueva empresa y la situación de posibles resultados. Esto puede apreciarse magníficamente en el trabajo presentado por Yukio Gotoh⁽¹⁾, en el que al analizar la situación del capital riesgo en Japón, destaca como los motivos fundamentales de los fracasos : la falta de competencia del empresario o gerente, los errores tecnológicos cometidos, la mala participación o ubicación en el mercado de nuevos productos y, muy en particular, la falta de técnicos investigadores que estén dispuestos a



1 . Gotoh, Y., "Capital riesgo en el Japón", ob. cit.

participar en un proyecto innovador y que, por tanto, abandonen esquemas organizativos de grandes corporaciones más burocráticas, pero más "seguras".

Lo cual, señala Gotoh, conlleva a que uno de los límites básicos del capital riesgo sea la falta de técnicos capacitados para evaluar las tecnologías que se proponen como nuevas ideas, para evaluar las nuevas oportunidades de mercado y, muy en particular, el problema que concierne a que muchos de los administradores provienen de una cultura empresarial bancaria, con todo lo que ello representa de restricción al sistema creativo e innovador con alto riesgo⁽¹⁾.

En España existe una fuerte interdependencia entre estos tres tipos de institucionalización de capital riesgo en la terminología usual, más que en cuanto a su contenido real, pero que ciertamente se encuentran fuertemente interdependientes. España es un país con un bajo nivel de ahorro y, sobre todo, con un bajísimo nivel de autofinanciación por parte de la empresa, lo que obliga necesariamente a revisar seriamente si los resultados empresariales están basados en un adecuado cálculo de los costes económicos de los procesos productivos.

1 . Véase "Capital riesgo en el Japón", Gotoh, Y., en : ESIC MARKET, núm. 47. Madrid 1985.

Independientemente de que el Estado esté absorbiendo capital de la financiación privada, la capacidad de captación de recursos propios por parte de las empresas ya existentes, es relativamente baja, problema que también afecta a la situación concreta de las empresas alemanas⁽¹⁾.

Según estimaciones podría alcanzar para Alemania un déficit total de capital propio que se acercaría a la cifra de 250.000 millones de DM⁽²⁾.

El principal problema con el que tropieza la configuración con capital riesgo en España es el desarrollo de nuevas actividades empresariales, bien a nivel de innovaciones tecnológicas, o bien a nivel de descubrimiento de nuevos mercados dentro de la apertura de nuestro sistema económico y empresarial, son las ideas eficientes. La falta de tecnología e investigación, la falta de una capacidad de penetración en mercados extranjeros, el problema de que es un país sin tradición en su economía exterior y, sobre todo, la falta de instituciones que organicen eficientemente la nueva forma de captar y canalizar los recursos, son los obstáculos más importantes para un desarrollo serio de capital riesgo en España.

1 . Véase fundamentalmente la aportación que realiza Albach, H., sobre los aspectos que conciernen a la situación concreta del capital propio en las empresas alemanas. Según los datos señalados en ese artículo la cuota de capital propio que alcanzaba el 31,4% en 1967 en relación con la suma del balance se redujo al 21,3% en 1980 y está situada en 1985 en 17%.

2 . Albach, H., "¿Qué medidas deben aplicarse para mejorar la dotación de capital propio en la empresa a largo plazo?", en ESIC MARKET, núm. 47, Madrid 1985.

España es un país de empresas medias y pequeñas con serios problemas de institucionalización de estas empresas vía mercados organizados. Sin embargo, el problema se centra en cómo generar nuevas formas institucionales para canalizar recursos a estas instituciones de tipo medio y pequeño sin interferir en los procesos de dirección o en los procesos de la función empresarial estrictamente señalados.

Las restricciones a la generación de capital propio han sido tratadas con gran amplitud en otro lugar⁽¹⁾. Aquí nos remitimos al fuerte déficit en formas jurídicas e institucionales y a los problemas fiscales, que constituyen, junto al déficit de una capacidad de ahorro adecuada, las piezas más significativas que implican fuertes dudas sobre la capacidad de desarrollo del mercado de capital riesgo en España en las situaciones actuales⁽²⁾.

¿Cuál es la situación real de la empresa española desde su perspectiva financiera y desde su estructura financiera? Se va a analizar aquí esta situación comparativamente en lo que afecta a su cuenta de resultados y también por lo que respecta a su relación con las estructuras patrimoniales recogidas en los balances⁽³⁾.

1 . Ver García Echevarría, S., "Capital riesgo", ob. cit.

2 . Véase a este respecto García Echevarría, S. "Capital riesgo y Política de amortizaciones", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid 1986.

3 . Aquí se basan en una muestra del banco emisor alemán que abarca más de 40.000 empresas y la muestra referente a la Base de Datos del Banco de España en su Central de Balances.

1 - Coste de la financiación

El coste de la financiación de la empresa española se sitúa, si lo medimos en función del valor de la producción, en un coste medio del 7% de ese valor de la producción, mientras que en la empresa alemana esta cifra implica un 1% y en la empresa de tipo pequeño y medio el 2,5%.

Estos datos varían, como puede verse en el Cuadro número 1, de acuerdo con las dimensiones empresariales y también por lo que afecta a las nuevas formas empresariales de ser empresa nacional o empresa multinacional. Puede apreciarse cómo los costes de las empresas multinacionales en España, a pesar de estar incluidas las "viejas" multinacionales en España, son muy diferentes del coste financiero de la empresa española.

Desde la perspectiva del capital riesgo, implica la necesidad imperiosa de la empresa española de reducir esos costes, no ya sólo por el hecho de nuevas estructuras financieras y del coste del dinero, sino particularmente, por la disposición de capital propio.

Cuadro núm. 1 : Coste de la financiación en la empresa española (en % del valor de la producción).

	1984	1985
Empresa española		
Total	8,77	7,7
Empresa privada	7,71	6,7
Empresa pública	11,14	10,06
Empresa nacional	9,55	8,49
Empresa multinac.	7,74	3,95
Empresa pequeña	6,24	5,71
Empresa mediana	5,64	4,98
Empresa grande	8,9	7,82
Empresa alemana	1,5	1,48

Fuente : Central de Balances del Banco de España, Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

2 - Autofinanciación

Una de las diferencias fundamentales a la hora de analizar la situación financiera es la baja autofinanciación de la empresa española. El problema es grave no ya sólo desde la dimensión que concierne a la incapacidad de generación de fondos por parte de la empresa, esto es, su dimensión financiera, sino que el cálculo económico que se hace de los costes empresariales es erróneo si se tiene en cuenta lo que los competidores, en este caso las empresas alemanas, están calculando como costes de amortización.

Puede decirse que si tomamos como referencia la interpretación que realizan sobre el riesgo que está corriendo la empresa alemana, la empresa española está cometiendo un grave error de cálculo; se está transfiriendo en el precio de venta su patrimonio.

Si bien es cierto que la empresa española en los últimos años ha realizado una seria recuperación de los importes dedicados a la amortización en relación con el valor de su producción, este volumen no significa una correspondiente reducción de riesgo incorporado en los activos de las empresas.

Si se analiza la situación con respecto al inmovilizado neto puede apreciarse que la empresa española, a pesar de los grandes esfuerzos que viene realizando a partir de 1985, no alcanza cifras más que de un 7/8% del valor del inmovilizado, con lo que el riesgo es prácticamente superior a 12 años, mientras que la empresa alemana, con unos niveles de amortización del 23% del inmovilizado neto, alcanza un payout time de aproximadamente 4 años.

Cuadro núm. 2 : Amortización y financiación en la empresa española

		1985
Amortización (en % del valor de la producción)		
Empresa española		
	Total	5,32
Total	Pequeñas	4,07
	Medianas	3,45
	Grandes	5,55
	Empresa nacional	5,88
	Empresa multinacional	3,3
	Empresa Pública	7,8
	Empresa Privada	4,26
Empresa alemana		3,59
Amortización (en % del inmovilizado neto)		
Empresa española		
	Total	7,07
Total	Pequeñas	6,18
	Medianas	6,75
	Grandes	7,41
	Empresa privada	6,9
	Empresa pública	7,3
	Empresa multinac.	16,3
	Empresa nacional	6,72
Empresa alemana		23,23
Cash-flow (en % s/inmovilizado neto)		
Empresa española		
	Total	9,33
Total	Pequeñas	8,88
	Medianas	11,55
	Grandes	9,58
	Empresa privada	11,64
	Empresa pública	6,17
	Empresa nacional	8,32
	Empresa multinac. España	30,46
Empresa alemana		53,27

Fuente : Central de Balances del Banco de España, Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

El problema se agrava, sobre todo, cuando se considera la capacidad de generación de fondos financieros a través del cash-flow en el que se incorpora la amortización y los resultados. Mientras que en la empresa española, este cash-flow se sitúa en el 9,3% del valor inmovilizado neto, lo que corresponde a un riesgo de aproximadamente 10 años, la empresa alemana, antes de impuestos, alcanza en 1985 un cash-flow que asciende a un 53% del valor del inmovilizado con un pay-out time de dos años.

Lo cual quiere decir que si la empresa alemana tiene dificultades para captar recursos propios con una estructura de resultados financieros de esta magnitud, difícil puede tenerlo la empresa española con la situación actual de sus resultados financieros.

Independientemente del problema financiero, hay un problema muy grave que concierne al error en el cálculo de los costes empresariales y, consiguientemente, en la fijación de los precios de venta y, al mismo tiempo, en todas las repercusiones fiscales. Las cargas fiscales basadas en beneficios ficticios es otro de los elementos importantes que está influyendo de forma obstaculizante en el desarrollo de capital riesgo y de capital propio en la empresa española.

3 - Estructuras financieras

En el análisis de las estructuras financieras, con todas las precauciones que implica este análisis basado en los sistemas de balances españoles, como consecuencia de la regularización, debe y puede apreciarse cuál es la situación, sin regularización, de las estructuras horizontales del balance, especialmente por lo que afecta al componente riesgo en los activos de las empresas españolas.

Puede apreciarse en el Cuadro número 3 que los recursos propios existentes en la empresa española cubren aproximadamente un 49% del inmovilizado neto de esas empresas, mientras que las empresas alemanas están cubriendo con sus recursos propios un 65%.

Cuadro núm. 3 : Estructuras financieras

		1985
Medios propios (en % del inmovilizado neto)		
Empresa española		
Total		48,92
Total	Pequeñas	81,37
	Medianas	85,09
	Grandes	45,64
	Empresa privada	53,38
	Empresa pública	42,85
	Empresa nacional	45,98
	Empresa multinac. España	109,66
Empresa alemana		65,07
Medios a largo plazo (en % del inmovilizado neto)		
Empresa española		
Total		114,9
Total	Pequeñas	124,1
	Medianas	124,79
	Grandes	113,87
	Empresa privada	118,71
	Empresa pública	109,72
	Empresa nacional	113,16
	Empresa multinac. España	145,11
Empresa alemana		128,57

Fuente : Central de Balances del Banco de España, Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

4 - Rentabilidad de la empresa

Una de las condiciones básicas para generar una mayor capacidad y predisposición a la inversión en riesgo lo suponen las oportunidades de rentabilidad de las empresas. En este sentido, y a pesar de la mejora en los últimos años, la

situación de rentabilidad de la empresa española es muy difícil de presentar como atractivo para captar recursos de riesgo. Y ello teniendo en cuenta que se pueden plantear serias dudas sobre el valor de esta rentabilidad si se considera la política irreal de amortizaciones que se sigue a la hora de establecer los resultados empresariales.

En el Cuadro número 4 se ha recogido la rentabilidad de la empresa española y su comparación con la rentabilidad de la empresa alemana.

Independientemente de la valoración que se ha realizado sobre el cash-flow, que es la magnitud que permite situar la dimensión del riesgo, la rentabilidad constituye uno de los elementos que condicionan las expectativas de futuro y, consiguientemente, la situación española es realmente una situación que difícilmente permitirá acceder a un capital riesgo para las instituciones ya existentes.

Cuadro núm. 4 : Rentabilidad de la Empresa Española

		1985
Rentabilidad de la empresa (en % del valor de la producción)		
Empresa española		
Total		1,7
Pequeñas		1,78
Total	Medianas	2,45
	Grandes	1,62
	Empresa privada	2,93
	Empresa pública	- 1,21
	Empresa multinac.	2,87
	Empresa nacional	1,4
Empresa alemana		4,65
Rentabilidad (en % inmovilizado neto)		
Empresa española		
Total		2,26
Pequeñas		2,7
Total	Medianas	4,8
	Grandes	2,17
	Empresa privada	4,74
	Empresa pública	- 1,13
	Empresa multinac.	14,16
	Empresa nacional	1,6
Empresa alemana		30,05

Fuente : Central de Balances del Banco de España, Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

5 -Repercusión fiscal

Uno de los problemas básicos con los que se enfrenta la configuración de capital riesgo es el tratamiento fiscal que se hace con la doble imposición a la que se somete al capital propio con respecto al tratamiento fiscal del capital ajeno en España. Pero además debe considerarse algo que no se ha captado en las dimensiones políticas y culturales de este país. Se trata del problema de los beneficios ficticios como resultado de un cálculo económico erróneo, con las

cargas fiscales "ficticias" originadas al determinar el cálculo fiscal sobre realidades no existentes o ficticias de resultados⁽¹⁾.

Todo ello plantea urgentemente nuevas exigencias al ordenamiento fiscal por lo que se refiere a la figura institucional de capital riesgo.

El análisis de la situación española en torno al papel del capital riesgo ha sido analizado recientemente por lo que se refiere a su propia estructura que confirman los datos anteriormente mencionados⁽²⁾. El capital riesgo solamente se genera si existe una disposición empresarial al mismo y, consiguientemente, se necesita disponer de empresarios con tecnología y capacidad de mercado. Uno de los grandes errores que ha llevado a fracasos importantes de

-
- 1 . Y a pesar de ello la insistencia de la Administración sobre no modificar la situación fiscal tal como se aprecia en las afirmaciones recogidas en "Más facilidades para el capital riesgo, pero sin ampliar sus ventajas fiscales", en El País, 1 octubre 1987.
 2. Véase Pellón, J.M. "La oferta de capital riesgo (Venture Capital) en España en 1986", en Información Comercial Española núm. 651, Nov. 1987 p. 81 y ss. En este artículo se recoge de forma exhaustiva y muy bien detallada toda la estructura que afecta a la actividad de capital riesgo entendida bajo esta denominación en la forma de financiar en España. No entramos aquí en los detalles de este análisis que descriptivamente hace una estructuración realista de esta situación. También nos remitimos aquí a los análisis que corresponden a las estructuras financieras de periodos anteriores en la obra de García Echevarría, S., "Capital riesgo y política de amortizaciones", ob. cit. y, muy en particular nos remitimos al número 47 de la revista ESIC MARKET de 1985 dedicado a "Capital riesgo y financiación empresarial" en el que se pueden recoger a nivel internacional los principales elementos que permiten definir correctamente las estructuras de capital riesgo.

capital riesgo, especialmente en Japón, es la seria problemática del que asume el papel principal de manager de esa entidad y el problema de la difícil evaluación tecnológica⁽¹⁾. La figura de la persona empresarial, gerencial, que acomete la tarea constituye la pieza clave desde las dimensiones tecnológicas, de mercado y gerenciales.

No cabe la menor duda que el tratamiento fiscal existente no permite la generación de capital riesgo en el sentido de capital riesgo nato, y que con la actual estructura del mercado de capitales no se puede dar una respuesta eficiente a la nueva institucionalización de forma que permitan separar lo que condiciona la dirección de esa empresa y el problema de la cesión de capital⁽²⁾.

No prosperará la idea de capital riesgo. Se invertirá en una vía sustitutiva de otras formas institucionalizadas de participación financiera en las empresas. Los entes públicos y la Banca están asumiendo este papel casi con exclusividad.

1 . Véase Gotoh. Y., "Capital riesgo en Japón". ob. cit.

2 . Véase a este respecto la aportación de Albach. H., "¿Qué medidas deben aplicarse" ob. cit.

IV. CONDICIONES QUE DEBEN DARSE PARA LA CONFIGURACION DE CAPITAL RIESGO

De modo esquemático se presentan a continuación una serie de condiciones que tienen que darse para que pueda generarse una configuración de capital riesgo en la sociedad española. Las condiciones claves que deben darse son las siguientes :

- 1 - Tienen que existir expectativas de oportunidades y, por lo tanto, una de las condiciones básicas en el contexto económico y social español es admitir los beneficios legítimos como condición *sine qua non* para una capacidad de respuesta de la sociedad a los problemas sociales y económicos. Sin expectativas de beneficio difícilmente pueden canalizarse recursos financieros hacia tareas con riesgo, y en este orden, juega un papel significativo el comportamiento del propio Estado en su acción directa en los mercados de capitales.

- 2 - Debe darse un marco cultural económico y social adecuado al desarrollo de iniciativas empresariales y, consiguientemente, una mayor predisposición en todo el entorno a favorecer y evaluar positivamente los comportamientos tanto del cedente de capital para riesgo como también del propio empresario, de manera que se involucren nuevas actividades.

3 - 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.

En este sentido el déficit español es muy importante en cuanto a formación de directivos. Se trata de hombres que sepan diseñar y coordinar corporativamente los distintos esfuerzos provenientes de la técnica, del mercado y de las finanzas, junto con la capacidad de dirección de hombres. En ninguna otra área como en ésta de capital riesgo la forma como se conciben y dirigen las personas constituye la clave del éxito.

4 - Por parte de las sociedades o de los individuos dispuestos a ceder capital riesgo se tiene que disponer de una capacidad de enjuiciamiento de los proyectos tecnológicos y de mercados. Aquí es donde existe asimismo un déficit extraordinario en nuestro país, de personas capacitadas para el enjuiciamiento tecnológico, ya que muchos de los fracasos se deben a una evaluación incorrecta o desacertada en cuanto a la viabilidad, oportunidad y contenido de los desarrollos tecnológicos y de aperturas de mercados.

- 5 - Se necesita disponer de tecnología, laguna significativa en el contexto económico español y, al mismo tiempo, disponer de mejores conocimientos de marketing internacional. Sin ideas que supongan una innovación en el plano tecnológico, o en el plano de mercados, difícilmente se puede generar una capacidad de respuesta. Aquí juega un papel significativo la falta de información y la estructuración de una información más eficiente a nivel de las distintas instituciones que pueden generar entidades de capital riesgo y proyectos.
- 6 - La actualización y modernización de las formas jurídicas adaptadas a esta nueva necesidad de capital riesgo exige mayor flexibilidad y mayor amplitud en las dimensiones jurídicas especialmente por lo que se refiere a las sociedades de responsabilidad limitada en las que pudieran definirse, por un lado, la personalidad y papel del cedente de capital y, por otro lado, la autonomía que tiene que disponer el empresario en cuanto a la capacidad de dirección.

La instrumentación de formas institucionalizadas de interdependencia entre ambos constituye, sin duda, uno de los aspectos fundamentales para el éxito o fracaso de estas formas de mayor protagonismo del capital en la asunción de riesgo y la necesidad de personalizar el manager o el empresario su capacidad de desarrollo de las ideas.

- 7 - Se tienen que reducir los costes que origina la disposición de capital riesgo de forma directa o indirecta y con ello presentar un diferencial significativo con las formas tradicionales de disposición de recursos propios.
- 8 - Se debe dar, por último, una mejora y variación significativa en las condiciones de organización de los mercados de capitales mediante la creación de mercados paralelos y, al propio tiempo, la generación de nuevos títulos. Estos nuevos títulos llevarían implícita la necesidad imperiosa para una economía como la española de empresas medias y pequeñas de que pudiera identificarse separadamente la autonomía que debe residir en la capacidad empresarial y también, por otro lado, las exigencias del cedente de capital riesgo para poder participar en el proceso de esa empresa. Por lo tanto, se trata de definir y limitar los riesgos a los que está dispuesto a asumir en estos nuevos títulos. Se precisa de la generación de nuevas instituciones dentro de las estructuras jurídicas. Esta es una de las condiciones que deben darse para buscar formas estables institucionalizadas de relación entre el capital y la dirección empresarial, aunando la autonomía necesaria de la dirección con la capacidad de conocimiento y de limitación del riesgo en cuanto afecta al cedente del capital.