Claves para el éxito de las iniciativas públicas en el sector del capital riesgo: análisis de Fond-ICO Global

(Key factors for the success of public sector initiatives in the private equity industry: analysing Fond-ICO Global)

Susana de los Ríos Sastre
Departamento de Gestión Financiera
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas

Isabel Rodríguez García
Socia responsable de Private Equity
King & Wood Mallesons

Rocío Sáenz-Diez Rojas
Departamento de Gestión Financiera
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas

Sumario: I. El capital riesgo como fuente de financiación de las pequeñas y medianas empresas y los emprendedores en Europa. II. Iniciativas públicas y capital riesgo II.1. Intervención pública: medidas directas e indirectas II.2. Un ejemplo exitoso: el caso de Israel. III. Criterios de valoración de los programas públicos: análisis de Fond-ICO Global. III.1. Valoración de Fond-ICO Global. IV. Reflexión final.

Resumen: *En este artículo se analiza el papel que las iniciativas públicas desempeñan en el fomento del capital riesgo como fuente de financiación de la actividad empresarial europea. La evidencia empírica muestra que, si bien la intervención pública es importante para estimular la industria de capital riesgo, no todas estas medidas son igualmente fructíferas. En concreto, se revisan los factores que pueden determinar la eficacia de estos programas públicos y se examina dónde parecen estar las claves del éxito del programa español Fond-ICO Global.*

Palabras clave: *capital riesgo; financiación; sector público; Fond-ICO Global*

Abstract: *This paper focuses on the role that public sector initiatives play in fostering venture capital activity as an alternative funding source for European business. Empirical evidence shows that this public intervention is a key factor in the early development of the private equity and venture capital industry, but not all measures have been equally successful. This work lists the main features that can*

determine how effective a public program aimed at private equity can be, using them as a tool to analyze the recent Spanish program Fond-ICO Global

Key Words: *cprivate equity; venture capital; financing; public sector; Fond-ICO Global*

I. El capital riesgo como fuente de financiación de las pequeñas y medianas empresas y los emprendedores en Europa

La importancia de la pequeña y mediana empresa (PYME) en la economía europea es indudable, y las últimas cifras disponibles corroboran que el 99% de las empresas del sector no financiero de la Unión Europea siguen siendo pequeñas y medianas empresas (con un porcentaje superior al 92% de microempresas) y que son las responsables de casi un 67% del empleo total, generando el 58% del valor añadido (Comisión Europea, 2014).

Si bien esta ha sido la configuración tradicional del tejido industrial europeo, las actuales circunstancias económicas y el impacto que los avances tecnológicos tienen en la vida empresarial han realzado aún más el protagonismo de los emprendedores innovadores y han reavivado el interés por la creación de nuevas empresas, como vehículo imprescindible para conseguir el tan deseado crecimiento económico. La revolución tecnológica de las últimas décadas ha modificado los fundamentos de la economía de mercado, provocando la desaparición de viejos negocios y de algunos intermediarios y acelerando el ritmo de la innovación, de forma que actualmente las empresas más valiosas son aquellas que gozan de una mayor flexibilidad, eficiencia y capacidad de adaptación a los cambios. En paralelo, el desarrollo de la tecnología está permitiendo que de una manera más rápida y con menos costes se produzca la colaboración entre agentes económicos y sociales, permitiendo que aquellos participantes en el mercado más innovadores y creativos puedan poner en marcha sus ideas de una forma más sencilla de lo que hubiese sido posible hace unos años.

En la actualidad no existen dudas sobre el importante papel que los emprendedores tienen en la economía de un país, por sus implicaciones en la creación de puestos de trabajo, en el desarrollo de la innovación y en última instancia en el crecimiento económico. En el ámbito europeo, tanto las instituciones comunitarias como las nacionales parecen ser conscientes de los beneficios que un mayor desarrollo de la actividad emprendedora tendría para el conjunto de Europa. De hecho, el impulso a los emprendedores y a su actividad empresarial se mantiene, desde hace tiempo, como uno de los principales retos dentro de los planes estratégicos de la Unión Europea (UE).

En este contexto, ha transcurrido mucho tiempo desde que en 2003 la Comisión Europea sometió a debate público el *Green Paper* que llevaba por título *Entrepreneurship in Europe*, en el cual se ponía claramente de manifiesto la necesidad de fomentar el dinamismo empresarial europeo de un modo más eficaz, con la creación de un mayor número de negocios nuevos y prósperos que pudiesen beneficiarse de una mayor apertura del mercado, y con la puesta en marcha de empresas creativas e innovadoras que buscasen una explotación comercial a ma-

yor escala. Sin embargo, y a pesar de los esfuerzos realizados, en Europa los emprendedores siguen encontrando un entorno complicado, con dificultades en el acceso a la financiación y a los mercados, procedimientos administrativos onerosos y una carencia generalizada de conocimientos sólidos en materia de emprendimiento. Además, la realidad muestra que los europeos no se caracterizan por un gran dinamismo empresarial, aunque existan diferencias entre unos y otros Estados miembros. La última edición de la encuesta *Entrepreneurship in the EU and beyond*, que realiza periódicamente la Comisión Europea y que se publicó a finales de 2012, revela que sólo un 37% de los ciudadanos de la Unión Europea preferiría trabajar por cuenta propia, mientras que un 58% se decantaría por un trabajo por cuenta ajena. Estas cifras son inferiores a las registradas en otros países, como pueden ser Brasil, Estados Unidos o China dónde más de un 50% de los ciudadanos prefieren un trabajo por cuenta propia. Otra evidencia de las diferencias entre Europa y otros lugares del mundo, es que alrededor de un 50% de los europeos cree que no se debería poner en marcha una empresa si existe el riesgo de que el negocio pueda fallar, mientras que esta cifra ronda el 25% de las respuestas en el caso de Estados Unidos y China (Rodríguez *et al*., 2012).

Por estos motivos, aunque la crisis económica y financiera de los últimos años haya distorsionado el entorno empresarial internacional, las iniciativas institucionales europeas para impulsar la actividad emprendedora se han mantenido en la misma línea de trabajo. De hecho, el protagonismo de los emprendedores es quizás aún mayor si se analiza a la luz del actual estancamiento económico, puesto que nadie pone en duda que esta actividad impulsa el tan deseado crecimiento económico. En palabras de Daniel Calleja, actual Director General de Empresa e Industria de la Comisión Europea: "los emprendedores son la savia revitalizadora de la economía europea: cada año las nuevas empresas, además de ser la principal vía de incorporación de nuevos productos y tecnologías al mercado, son responsables de la creación de más de cuatro millones de nuevos puestos de trabajo. Una economía europea saludable, dinámica y con perspectivas de futuro no es comprensible si no existe un flujo ininterrumpido de emprendedores en su base."

En este sentido, recordemos que la Unión Europea puso en marcha, hace un par de años, el denominado "Plan de Acción sobre Emprendimiento 2020"[1], con el objetivo de liberar el potencial del emprendimiento y conseguir que los emprendedores se conviertan en el motor del crecimiento económico y de la creación de empleo europeos, eliminando los obstáculos que aún persisten y desarrollando una cultura europea del emprendimiento. Y en dicho Plan se propusieron tres áreas prioritarias de intervención (Comisión Europea, 2013): 1) educación y formación en materia de emprendimiento; 2) una mejora de las condiciones marco para los emprendedores, por medio de la eliminación de las actuales barreras estructurales y de un mayor apoyo en las fases cruciales del ciclo vital de la empresa y 3) un gran impulso a la cultura del emprendimiento en Europa, que sirva para crear una nueva generación de emprendedores. Dicho con otras palabras, la finalidad de este Plan de Acción es crear en Europa un entorno lo más favorable posible para que los emprendedores, actuales o potenciales, puedan desarrollar su función como creadores de empleo y prosperidad. Este tipo de incentivos encaminados a favorecer el ecosistema emprendedor es lo que se conocen en la doctrina como "medidas indirectas"

1 Este Plan propone una serie de medidas de apoyo al emprendimiento que siguen la pauta de trabajo establecida en 2008 en la *Small Business Act,* así como su posterior revisión en 2011.

en contraposición a los programas de ayuda directa (inversión del sector público en fondos o en empresas). Y para ello las instituciones comunitarias consideran que será preciso que las administraciones de todos los Estados miembros reconozcan el relevante papel de los emprendedores en la economía, puesto que aún existen desigualdades entre países no sólo por las características de los propios emprendedores, sino incluso en las diferentes formas de apoyo a la PYME y a los emprendedores.

Inevitablemente la crisis ha provocado ciertos cambios en el entorno empresarial, convirtiendo la captación de clientes en la principal preocupación para las empresas europeas, como consecuencia de la reiterada caída en la demanda de productos y servicios (ECB, 2014). A pesar de ello, el acceso a la financiación sigue siendo un factor determinante para la supervivencia y crecimiento de cualquier empresa y si cabe aún más significativo debido a la escasez de crédito en el mercado de los últimos años. De hecho, la realidad es que las empresas europeas continúan teniendo dificultades para conseguir la financiación que necesitan y esta situación es más complicada para las empresas de menor tamaño y para aquellas con mayor grado de innovación, que presentan un perfil de mayor riesgo. Los resultados de las últimas encuestas del Eurobarómetro de la Comisión Europea muestran que un 80% de los encuestados consideran que es difícil emprender un negocio en el entorno de la Unión Europea debido a la falta de apoyo financiero, superando el 90% en países como Grecia, Irlanda, Portugal y Rumanía. Además, las empresas europeas siguen dependiendo en exceso de la financiación bancaria, incluso en momentos como los actuales en los que el crédito bancario es muy limitado (OCDE, 2013). En este sentido, según el último informe del Banco Central Europeo sobre acceso a la financiación empresarial, un 62% de las PYME prefieren los créditos bancarios como principal fuente externa de fondos, a pesar de que existe un 13% de rechazo en las peticiones de créditos bancarios para este tipo de empresas (ECB, 2014).

Debido a las dificultades que las iniciativas más innovadoras y las empresas que están en fases iniciales de desarrollo tienen para acceder a la financiación tradicional, tanto bancaria como a través del mercado de capitales, es habitual que consigan su financiación mayoritariamente[2] a través de los ahorros del propio emprendedor o los denominados inversores informales (familia, amigos y "*business angels*") y de la inversión empresarial por parte de socios industriales más establecidos, junto a los fondos obtenidos en el mercado de capital riesgo.

Centrándonos en el capital riesgo como fuente de financiación, está claro que se considera una excelente alternativa para que las PYME europeas de mayor perfil innovador y de reciente creación, puedan ampliar sus recursos financieros a largo plazo, consiguiendo de forma indirecta un efecto positivo sobre el crecimiento económico[3]. De hecho, la evidencia empírica[4] confirma que el capital riesgo tiene una influencia positiva sobre

2 Habría que incluir también el reciente fenómeno de las plataformas de financiación participativa, conocido como *crowdfunding,* cuyo papel como fuente adicional de financiación está tomando relevancia y, que en el caso de España, comienza a tener su régimen jurídico conforme aparece reflejado en el "Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial" aprobado a finales de 2014.

3 Aunque, como señala Strömberg (2009), es difícil encontrar estudios rigurosos que demuestren el impacto del capital riesgo en el PIB de un país, ya que surge el problema de cómo controlar la causalidad inversa, es decir, el efecto que a su vez tiene el crecimiento de un país sobre la inversión en capital riesgo.

4 Véase, entre otros, Hellman y Puri (2000), Kortum y Lerner (2000) y EVCA (2013).

la innovación de las empresas, la productividad y la generación de empleo, lo cual terminará favoreciendo el crecimiento económico. Ahora bien, puesto que en muchos países europeos el conocimiento generado a través de la investigación o de la inversión en I+D no parece trasladarse automáticamente al crecimiento económico (situación que ha recibido el calificativo de "paradoja europea") son los emprendedores los encargados de canalizar el conocimiento desde las fuentes donde se origina (v.g. universidades, laboratorios, entre otros) hacia las empresas que lo comercializan y generan rentabilidad con estas nuevas ideas. Dicho con otras palabras, el ecosistema emprendedor sirve de puente entre los centros de conocimiento y el mercado, es decir, entre la innovación técnica y el crecimiento económico.

El capital riesgo es un instrumento financiero que puede utilizarse en cualquier fase del desarrollo de una empresa, desde el lanzamiento de una idea hasta la reestructuración de una compañía consolidada, pasando por fases de expansión o crecimiento. Aunque es cierto que normalmente las operaciones de *private equity* que responden a reestructuraciones empresariales de empresas ya maduras son las que suponen inversiones de mayor envergadura y con mayor repercusión mediática, son las inversiones realizadas en capital semilla (*seed*) y en las primeras fases de vida de las empresas (*start-ups*), es decir, aquellas operaciones englobadas en el término *venture capital*, las que pueden ofrecer un mayor impulso a la actividad emprendedora europea. Al fin y al cabo, es durante las fases iniciales de desarrollo empresarial cuando la aportación de recursos financieros es vital para la supervivencia del negocio. El último informe publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2014), dentro de la serie *Entrepreneurship at a Glance*, avala esta idea subrayando la importancia del *venture capital* como forma de financiación especialmente relevante para empresas de nueva creación con un alto potencial de crecimiento e innovación, pero que todavía no cuentan con una trayectoria y un modelo de negocio probados.

Hay que añadir que el valor del capital riesgo para un emprendedor no sólo es como fuente de financiación alternativa, sino también por su participación activa en la operativa y en la estrategia de las empresas participadas, lo que configura al capital riesgo como mucho más que un mero intermediario financiero. Para el caso concreto de inversión *venture* en las primeras fases de desarrollo empresarial, la participación de profesionales cualificados y con experiencia en la gestión de las mismas puede resultar clave, ya que el capital riesgo crea un gran valor añadido con el apoyo que proporciona tras la inversión, incluyendo aspectos como: ayuda a la hora de financiarse, sistemas de información, desarrollo del plan de negocio y de marketing, contratación y operaciones de fusión o de desinversión. Los inversores de capital riesgo se consideran un intermediario financiero cualificado que ayuda a reducir las asimetrías de información entre empresas y mercado, especialmente pronunciadas en el caso de emprendedores y *start-ups*, y proporcionan financiación a negocios que no estaría disponible de otra forma. De hecho, la actividad de capital riesgo se ha especializado en lidiar con estos problemas de riesgo e información asimétrica[5], conectando en la práctica a inversores que disponen de riqueza con los emprendedores que generan ideas e iniciativas empresariales. Tradicionalmente,

5 Véase, por ejemplo, Gompers (1995), Gompers y Lerner (2001).

los inversores en *venture capital* tienden precisamente a concentrar su inversión en las primeras etapas de desarrollo de empresas con alto riesgo y muchas opciones de crecimiento, donde las asimetrías de información son mayores y donde se producen más costes de agencia. El capital riesgo acepta los costes de monitorización y seguimiento de la inversión, recopilando información de forma periódica y manteniendo siempre la opción de abandonar proyectos que no evolucionan de la forma esperada.

Ahora bien, el nivel de capital riesgo con el que cuentan las empresas europeas es insuficiente aún en nuestros días, tanto en las fases de puesta en marcha del negocio como para aquellas que tienen un marcado carácter innovador, y así se ha reconocido en reiteradas ocasiones por parte de las instituciones europeas[6]. Hay cierto consenso en que la principal razón que justifica esta escasez en el mercado de capital riesgo en Europa es la existencia de imperfecciones del mercado, es decir, es consecuencia de una ineficiente adaptación de la oferta y la demanda[7] de este tipo de financiación a precios aceptables para ambas partes. Se trata, por tanto, de un déficit de capital que puede tener su origen tanto en limitaciones por el lado de la oferta (inversor) como de la demanda (empresa) y que perjudica esencialmente a las PYME y a las empresas más jóvenes. El hecho de que se trate de una oferta de fondos insuficiente, o bien que las deficiencias se produzcan en el lado de la demanda, parece depender en gran medida del grado de desarrollo del sector financiero en general y del sector del capital riesgo en particular (Comisión Europea, 2005).

En concreto, los emprendedores europeos se encuentran con frecuencia con un problema de financiación, ya que los recursos que necesitaría superan las aportaciones de inversores familiares o *business angels*, pero no se consideran inversiones atractivas por la mayoría de las entidades de capital riesgo, no sólo por los altos costes de gestión, sino también por el riesgo asociado a este tipo de operaciones. Este *gap* de financiación varía de un Estado miembro a otro, ya que su tamaño depende de la existencia o no de los denominados inversores informales en las primeras etapas de las empresas y, al mismo tiempo, de los objetivos concretos de los fondos de *venture capital* en cada país (Comisión Europea, 2005). Sin duda, un sector de capital riesgo más dinámico podría reducir de forma más eficiente el tamaño del *equity gap*, creando un clima más propicio para el desarrollo de la actividad emprendedora y convirtiéndose en un verdadero estímulo para el crecimiento económico en la zona. Sin embargo, esta reflexión no es una novedad, más bien es el mismo planteamiento que desde hace años ha guiado el trabajo de numerosas instituciones, tanto a nivel nacional como internacional, pero cuyos resultados no han sido tan exitosos como sería deseable.

En resumen, los emprendedores y las pequeñas y medianas empresas europeas tienen un gran potencial como creadoras de empleo y crecimiento económico, pero que sólo podrá convertirse en realidad si, de forma urgente y significativa, mejora el acceso a la

6 Véase, por ejemplo, DOUE (2006) y Comisión Europea (2005).
7 En esta línea, la reciente iniciativa *Building a Capital Markets Union,* impulsada por la Comisión Europea a principios de 2015, pretende establecer un plan de acción a medio plazo que logre liberar la financiación no bancaria de las empresas europeas, en particular para la PYME, eliminando los obstáculos que actualmente aún impiden una conexión eficiente entre inversores y aquellos que necesitan la financiación.

financiación. Esto implicaría, por una parte, la eliminación de los obstáculos existentes para acceder a la financiación tradicional, tanto bancaria como a través de los mercados de capitales y, por otra, el impulso a otro tipo de alternativas de financiación, como puede ser el capital riesgo.

II. Iniciativas públicas y capital riesgo

Prácticamente todos los centros considerados punteros hoy día en cuanto a actividad emprendedora en el mundo, han tenido en su origen una intervención pública proactiva. También la industria de capital riesgo ha sido configurada en gran medida a partir de actuaciones públicas, como los programas de la *Small Business Investment Company* (SBIC) en Estados Unidos, establecidos en 1958 y que se suele considerar el nacimiento del mercado de capital riesgo propiamente dicho en ese país. Ya desde 1953 con el establecimiento de la *Small Business Administration* (SBA) con el fin de promover y proteger los intereses de pequeñas empresas, se manifiesta el interés que había en Estados Unidos por esta categoría de negocios. Resulta interesante que una de las principales actividades de la SBA eran programas educativos y de asistencia financiera a emprendedores, lo que manifiesta como el centro de atención de esta administración fue desde el principio la habilidad de crear y hacer crecer empresas. También en el caso del famoso *Silicon Valley*, el ecosistema emprendedor más importante del mundo en la actualidad, según el *Startup Ecosystem Report*[8] de 2012, se puede identificar en sus orígenes una intervención del sector público que resultó crítica en el impulso de la región durante sus primeros años de crecimiento. Puede afirmarse que la inversión pública jugó un papel crucial cuando más importaba: durante el periodo de tiempo en que se construyeron las bases del espectacular crecimiento posterior, y en el que se definieron aspectos clave de la cultura empresarial específica en la zona.

Sin embargo, a pesar de estos precedentes históricos, ha sido en las últimas dos décadas cuando la intervención del sector público, con el fin de promover la creación de empresas y la actividad de capital riesgo, ha cobrado mayor protagonismo, siendo varios los gobiernos que han establecido programas orientados a cubrir aquellos segmentos de financiación a los que no llegan de forma natural otras fuentes de capital.

En 1997, la OCDE publicó un interesante informe acerca de la intervención pública en la actividad de *venture capital* para empresas tecnológicas. Las razones de una intervención pública, según este informe deberían ser: (1) tratar de cubrir carencias en la financiación de empresas, cuyo negocio sería viable si obtuvieran capital suficiente en condiciones razonables, y que no lo consiguen o bien por falta de liquidez o bien porque debido a su perfil de riesgo la liquidez existente se dirige naturalmente a otras inversiones; y (2) tratar de elegir aquellas empresas con mayor potencial de creación de empleo y con un desarrollo tecnológico que pueda influir a largo plazo en el

8 El *Startup Ecosystem Report* es un estudio en profundidad que investiga y analiza ecosistemas de emprendedores a nivel mundial, elaborando un índice en el que se reflejan elementos como: generación de *start-ups,* diferenciación del ecossistema, mentalidad emprendedora, financiación, evolución de las compañías, talento, infraestructura de apoyo al emprendedor y comportamientos que marquen tendencias. Dicho estudio está disponible en http://startup-ecosystem.compass.co/.

crecimiento económico. Entre estas iniciativas se encuentran los programas públicos de capital riesgo que, al proporcionar esta financiación, pretenden obtener externalidades positivas como aumentar la innovación, impulsar el crecimiento económico y crear empleo. Por tanto, la intervención del sector público se basa en la creencia de que estos programas generan beneficios para la sociedad superiores a la mera rentabilidad de la inversión.

Posteriormente, Josh Lerner en su libro "*Boulevard of Broken Dreams. Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed, and What to Do About It*", obra que se considera un referente en el análisis de este tipo de iniciativas públicas, recoge las razones por las que los gobiernos se esfuerzan en promover la actividad de capital riesgo y las iniciativas de emprendimiento empresarial (Lerner, 2009). En primer lugar, la importancia de la innovación tecnológica como estímulo del crecimiento económico está ampliamente reconocida, y como consecuencia debe fomentarse la innovación en aras a conseguir un crecimiento económico sostenible y una mayor prosperidad. En segundo lugar, parece que existe un vínculo entre esta innovación y el papel de los emprendedores, y de su mano la industria de capital riesgo. Estos agentes económicos han desarrollado estrategias que les permiten alentar ideas interesantes y prometedoras, a pesar de su alto riesgo. Un ecosistema emprendedor sano, con una industria de capital riesgo activa, puede realizar importantes contribuciones en una economía orientada a la innovación y suponer un estímulo para el crecimiento económico. Estos motivos justificarían una intervención institucional que fomente este ecosistema emprendedor. Las palabras de Richard Pelly[9], en su función como *Chief Executive* del Fondo Europeo de Inversiones, vienen a resumir esta idea: "el objetivo de mejorar la disponibilidad de capital riesgo para pyme europeas innovadoras y de alto crecimiento (…) fomenta la innovación, la investigación y el desarrollo, el emprendimiento, el crecimiento y el empleo".

II.1. Intervención pública: medidas directas e indirectas

El mencionado informe de la OCDE (1997) recogía tres tipos de intervención pública: (1) financiación directa en fondos de capital riesgo o en empresas, (2) incentivos fiscales para los inversores en fondos de capital riesgo o en empresas (PYME, empresas de reciente creación, entre otras) y (3) cambios regulatorios que faciliten aportaciones al sector del capital riesgo por parte de ciertas categorías de inversores (por ejemplo, los fondos de pensiones[10]).

9 Estas declaraciones están contenidas en una entrevista recogida en la *Newsletter* nº 6 del ICO, publicada en septiembre de 2013.

10 Un ejemplo histórico se encuentra en la industria de capital riesgo en EE.UU., cuando en 1979 el *Department of Labour* aclaró la regla del *"prudent man rule"* a la que estaban sujetas las inversiones de los fondos de pensiones en la *Employment Retirement Income Security Act* (ERISA), lo que abrió las puertas para que los fondos de pensiones consideraran el capital riesgo entre las categorías de activos donde invertir. Esta medida tuvo un efecto positivo no sólo en la cantidad de fondos aportados al sector, sino también en el número de nuevos fondos, especialmente en los dedicados a empresas jóvenes en las primeras fases de desarrollo (Gompers y Lerner, 1998). La situación de España se diferencia de otros países de su entorno, ya que la asignación que los fondos de pensiones nacionales destinan al capital riesgo no suele superar el 2% del total de recursos captados por el sector (ASCRI, 2014), mientras que los fondos de pensiones extranjeros en vehículos de capital riesgo está entre el 15% y el 20% (EVCA, 2014). Y la pregunta evidente es si podrían tomarse medidas por parte de las autoridades públicas españolas para activar la inversión de los fondos de pensiones en esta categoría de activos.

Lerner (2009) también clasifica las iniciativas gubernamentales que pretenden estimular la creación de empresas en tres categorías: (1) programas destinados a aumentar la financiación disponible para emprendedores, empresas jóvenes y PYME, (2) iniciativas legales, fiscales o formativas encaminadas a favorecer el clima emprendedor y (3) medidas orientadas a favorecer la creación y desarrollo de un mercado de capital riesgo atractivo para los inversores.

Tanto en el citado informe de la OCDE (1997) como en el trabajo de Lerner (2009) se distingue un primer grupo de medidas que englobaría los programas de intervención pública directa, y otros dos tipos de medidas dirigidas a crear un entorno propicio en el que los emprendedores y el capital riesgo puedan operar. A partir de esta clasificación, en la actualidad se habla de medidas indirectas que afectan al entorno institucional y tratan de crear un clima adecuado para el desarrollo del ecosistema emprendedor, y de medidas directas que suponen la financiación por parte del sector público en fondos o programas de capital riesgo.

II.1.a) Medidas indirectas: el entorno institucional

Con anterioridad al compromiso de fondos mediante programas de inversión directa, los gobiernos deberían crear un entorno económico, institucional y regulatorio adecuado para la canalización de recursos a empresas jóvenes e innovadoras[11]. Algunas de estas medidas indirectas recogidas en el informe OCDE (1997) incluirían: (1) un régimen fiscal adecuado que incentive tanto la actividad de los fondos de inversión como la de los empresarios emprendedores; (2) un régimen de propiedad intelectual ágil en la tramitación de patentes y derechos y eficiente a la hora de proteger los mismos, puesto que en las empresas de reciente creación la propiedad intelectual representa a menudo su principal activo; (3) un desarrollo de los mercados de capitales que proporcionen alternativas de desinversión con liquidez para los inversores y (4) una corriente de información sobre el sector que permita la puesta en contacto entre las empresas que buscan financiación y los inversores y fondos que la pueden proporcionar (por ejemplo, directorios de fondos de capital riesgo o redes de *business angels*).

El desarrollo de los mercados financieros parece ser una de las variables más importantes, entre otros motivos porque proporciona al negocio de capital riesgo una de las principales oportunidades de desinversión, como son las salidas a bolsa. El éxito de las estrategias de desinversión influye en el proceso de captación de nuevos fondos o en la inversión de los mismos, puesto que todas las fases de inversión están relacionadas entre sí, formando lo que se conoce como el "*venture cycle*". Varios estudios demuestran esta conexión entre mercados financieros desarrollados con numerosas salidas a bolsa y una industria de capital riesgo más activa[12]. En esta línea se encuentran las medidas de los últimos años para impulsar los nuevos mercados alternativos bursátiles, como es el caso del MAB en España, que vio la luz en 2006 con el objetivo de dotar de financiación a pequeñas empresas en expansión[13].

11 Para una revisión de los principales trabajos doctrinales sobre el impacto de estas variables en la actividad de capital riesgo, véase Lerner y Tag (2013).
12 Véase Black y Gilson (1998) o Jeng y Wells (2000), entre otros.
13 Este efecto positivo de los "nuevos" mercados para empresas jóvenes y para los emprendedores se demuestra en el estudio de Da Rin et al. (2005).

El impacto de las medidas indirectas en el mercado de capital riesgo español fue objeto de análisis en el trabajo de Balboa y Martí (2011) que identificaron un efecto positivo y significativo sobre la captación de fondos al introducir una legislación específica para el capital riesgo. En sus propias palabras: "este resultado es importante para el regulador, porque demuestra que el conjunto de medidas destinadas a crear un entorno favorable constituye un impulso a los mercados de capital riesgo", es decir, que las medidas regulatorias para fomentar el ecosistema emprendedor funcionan.

Es interesante señalar que diversos estudios parecen indicar que la creación de un mercado de capital riesgo activo en Europa no depende sólo de la disponibilidad de fondos (factor que cobra más importancia en los casos en los que haya condiciones restrictivas de acceso al crédito), sino más bien de las posibilidades que los emprendedores y los inversores tengan de recibir los frutos económicos de su actividad, por lo que las medidas indirectas más relevantes son las que aumentan el atractivo y los incentivos de la actividad emprendedora y de la inversión en la misma[14]. Entre estas medidas no solo se encuentra un régimen fiscal favorable o una regulación del mercado laboral flexible, sino que elementos como los mencionados derechos de propiedad intelectual, el gasto público en I+D y las normas y prácticas de transferencia de resultados de investigación también influyen en el desarrollo de la industria local de capital riesgo[15].

La innovación y el crecimiento precisan tanto de investigadores que generen ideas como de emprendedores que las comercialicen. Una adecuada regulación en materia de propiedad intelectual es imprescindible para asegurar la rentabilidad económica de la investigación, a través de la comercialización de la innovación y sus aplicaciones prácticas, como también lo es la transferencia de resultados entre investigadores, emprendedores e inversores de capital riesgo, pues estos agentes se complementan entre sí. El trabajo de Samila y Sorenson (2010) observa que la correlación entre ayudas a la investigación concedidas a universidades y el índice de patentes registradas y empresas creadas es más alta en las regiones en las que la industria de capital riesgo es más activa.

Finalmente, merece la pena mencionar el análisis y las recomendaciones que sobre estas medidas indirectas realiza Lerner (2009), quien recuerda que la actividad emprendedora no existe en el vacío, es decir, no puede ser un fenómeno en sí mismo. Los programas públicos de apoyo a la actividad emprendedora no deben considerarse como una acción aislada, sino que previamente es necesario alentar y cuidar el entorno en que dicha acción se desarrolla. Antes de financiar iniciativas y programas directos, las autoridades económicas deberían fijarse en las distintas barreras que dificultan la actividad empresarial, que quizá no son siempre tan inmediatas o evidentes. Estos esfuerzos por crear el clima adecuado deberían seguir distintas direcciones:

1. Utilizar los recursos de investigación e innovación de la forma más efectiva posible, por ejemplo, prestando más atención a la labor de las oficinas de transferencia de los resultados de investigación para asegurarse de que las ideas más creativas e

14 Véase, por ejemplo, Gompers y Lerner (1998) o Da Rin et al. (2005).
15 Ver Gompers y Lerner (1998) o Da Rin et al (2005).

innovadoras se mueven con fluidez desde las universidades, laboratorios o centros de investigación.

2. Por otro lado, los organismos públicos deberían permitir a la industria de capital riesgo adaptarse a las prácticas globales aceptadas "de facto" internacionalmente, sin encorsetarlas excesivamente en las restricciones regulatorias locales. Estas prácticas contractuales, y otras variables como el régimen fiscal o el desarrollo de los mercados financieros, son muy relevantes a la hora de determinar el atractivo de la actividad emprendedora para los empresarios.

3. Otro aspecto clave es educar en la cultura emprendedora a todos los niveles: a la población general para reactivar el espíritu de iniciativa empresarial, a los emprendedores sobre lo que esperan los inversores de capital riesgo y los mercados y al sector público en los retos con los que se enfrentan unos y otros.

4. Por último, puesto que empíricamente se ha demostrado que los proyectos de emprendedores y el capital riesgo son industrias que funcionan mejor en *hubs* (centros de actividad) debido al intercambio de conocimientos y de *best practices*, es importante producir y compartir información sobre el mercado, sobre emprendedores y sobre las inversiones de capital riesgo.

Según el informe Red.es (2008) elaborado por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, los aspectos culturales o educativos pueden representar una de las primeras barreras para el desarrollo del *venture capital*, puesto que "en España se observa que el principal problema no es la inexistencia de capital disponible para las inversiones de capital riesgo, sino que este capital no puede ser invertido por falta de empresas interesadas. Es preciso remediar el desconocimiento existente entre los emprendedores sobre capital riesgo, pese al esfuerzo individual o en ocasiones colectivo (foros) que desarrollan estas entidades". En esta línea trabajan las asociaciones sectoriales de capital riesgo, tanto nacionales (ASCRI en España) como internacionales (EVCA a nivel europeo), elaborando informes periódicos y las estadísticas principales del sector.

II.1.b) Medidas directas: programas específicos de financiación

Se considerarían medidas directas, siguiendo al informe OCDE (1997), aquellos programas con fondos públicos que incrementan la financiación de capital riesgo por el lado de la oferta, bien sea a través de fondos, o bien invirtiendo directamente en las empresas.

El Informe Red.es (2008) ofrece una síntesis de los distintos modelos de políticas públicas implantados internacionalmente en este ámbito y presenta algunos de los ejemplos más relevantes de los distintos programas. De acuerdo con dicho informe, los principales modelos de intervención pública serían:

- Proporcionar préstamos o garantías a los fondos de la deuda adquirida por los mismos. Un ejemplo de este tipo de instrumento sería el mencionado programa estadounidense SBIC.

- Fondos de fondos, en los que la inversión pública no llega directamente a la empresa que necesita financiación, sino que se dirige hacia instrumentos intermedios. Así, el fondo de fondos constituye una cartera compuesta por diferentes fondos de capital riesgo. Ejemplos en este sentido serían el programa *Yozma* de Israel, cuyas principales características se exponen a continuación, el *Enterprise Capital Funds* del Reino Unido o el reciente caso español de Fond-ICO Global que se analizará en el apartado siguiente.

- Fondos mixtos, que cuentan con inversores tanto públicos como privados y que sí invierte directamente en las empresas. Un ejemplo de estos fondos es el programa *Innovation Investment Funds* de Australia.

- Co-inversión de capital público y privado directamente en la empresa que busca financiación. Un ejemplo sería el programa *Scottish Co-Investment Fund* de Escocia.

- Inversión directa del sector público en empresas, normalmente en aquellas con mayores dificultades para obtener financiación como pueden ser las de reciente creación o *start-ups*. La inversión puede adoptar diversas formas, siendo las más comunes la entrada en el capital y los préstamos participativos. Ejemplos de estas iniciativas son los programas finlandeses *Seed Fund Vera Ltd* (conocido como *Avera*) y *Finnish Industry Investment Ltd.*

- *Business angels*: Los inversores ángel son individuos, habitualmente empresarios o profesionales de éxito, que invierten su capital en las fases más tempranas de empresas de reciente creación. Se consideran clave para la inversión en capital semilla (*seed capital*), representando alrededor del 20% de las rondas de financiación en esa etapa. Los *business angels* juegan un papel importante en la generación de ideas, su estructuración e impulso profesional, la financiación de su capital inicial y la identificación de socios industriales para el desarrollo del negocio, aunque no son formalmente inversores de capital riesgo, forman parte de la actividad de la industria y resultan imprescindibles para un sector de *venture capital* efectivo. El sector público en muchos países ha tratado de estimular su actividad con un régimen fiscal favorable, y promoviendo la agrupación y comunicación de directorios y redes de este tipo de inversores. Un ejemplo de ayuda directa del sector público a esta actividad sería el fondo Isabel la Católica EAF Spain, desarrollado por el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) y Axis que coinvierten conjuntamente con *business angels*.

II.2. Un ejemplo exitoso: el caso de Israel

En 1990, Israel contaba únicamente con dos fondos *venture capital*, sin embargo cuando se publicó el citado informe de la OCDE en 1997 se identificaron 40 fondos orientados a empresas tecnológicas y otros 30 con una cartera de empresas más diversificada, con un parque empresarial de más de 2.000 empresas de alta tecnología, de las cuales más de 40 cotizaban en el mercado NASDAQ. Y en la actualidad, según los datos del *Startup Ecosystem Report* de 2012, Tel Aviv es el segundo ecosistema emprendedor del mundo, tan sólo superado por Silicon Valley. La evidencia muestra que el desarrollo de este *cluster*

de empresas de alta tecnología existente en Israel está íntimamente relacionado con el auge de la industria de capital riesgo en dicho país, que a su vez es una consecuencia de las políticas públicas específicamente diseñadas para ello, especialmente del programa *Yozma*[16] entre 1993 y 1998.

La experiencia en Israel es probablemente el ejemplo más exitoso de políticas públicas orientadas a impulsar el sector de capital riesgo para poder solventar los fallos específicos que se habían identificado en el proceso emprendedor, como son: la falta de financiación en las etapas de desarrollo empresarial más temprano y la limitación de experiencia y habilidades en las iniciativas emprendedoras. Para Avnimelech (2009), entender las características concretas del programa *Yozma* generaría importantes implicaciones en las iniciativas públicas en otros países encaminadas a promover la actividad de capital riesgo y los proyectos emprendedores.

Es cierto que algunos elementos importantes en esta historia de éxito son específicos de Israel y difícilmente trasladables a otros países: el desarrollo de innovaciones tecnológicas por parte del ejército (*Israel Defence Force*) y su posterior utilización por parte de los emprendedores; el capital intelectual del país, que cuenta con uno de los mayores porcentajes de ingenieros y doctores del mundo, y que se ha visto beneficiado por una inmigración selectiva de altas cualificaciones proveniente de Europa del este; y una cultura que por motivos históricos es especialmente proclive a aceptar riesgos, lo que facilita las iniciativas emprendedoras y su financiación. Se dio además la circunstancia de que el lanzamiento del sector de capital riesgo de Israel y su inversión en empresas jóvenes coincidió con unos años de tendencia alcista en el mercado NASDAQ, lo que favoreció el auge sin precedentes del sector tecnológico. Pero a pesar de estos rasgos particulares, muchas de las iniciativas llevadas a cabo en Israel pueden ser ejemplos útiles a emular por otros países.

Tanto el programa *Yozma* como su precursor el programa *Inbal*, dirigidos específicamente a estimular la actividad de capital riesgo, se coordinaron y combinaron con otras iniciativas orientadas a los receptores de la inversión de capital riesgo (emprendedores y empresas de reciente creación) como: un programa estatal de préstamos a pequeñas empresas, un fondo de garantía público de impulso a las pequeñas empresas, y un programa dinámico de incubadoras tecnológicas. Esta actuación concertada pretendía crear un sistema coherente que estimulara distintos aspectos de la actividad emprendedora y su financiación con mínimos solapamientos y duplicidades.

En 1993, el gobierno de Israel proporcionó 100 millones de dólares de financiación al programa *Yozma*, un fondo de fondos *venture capital* orientado a empresas de reciente creación en el sector de alta tecnología. Su principal objetivo era atraer fondos de capital riesgo extranjeros que aportaran su experiencia y su red de contactos a las empresas y a los fondos de Israel. El gobierno proporcionaba el 40% de la financiación (un fondo típico tendría un tamaño de unos 20 millones de dólares) y el resto del capital provenía de inversores privados, siendo al menos uno de ellos un fondo extranjero y otro un

16 Palabra hebrea que significa "iniciativa".

fondo local. De esta forma los 100 millones de dólares del sector público atraerían al menos otros 150 millones de capital privado. Los inversores de capital riesgo tenían la opción de comprar la participación pública a precio de coste más un interés dentro de los cinco años siguientes a la constitución del fondo, lo que suponía un incentivo adicional claro en caso de éxito. Además de estas características en el diseño del programa, los responsables de *Yozma*, habiendo aprendido de experiencias anteriores que procesos excesivamente complejos desanimaban a los participantes, plantearon un proceso administrativo especialmente simplificado. También se hicieron esfuerzos por adaptar la estructura legal y fiscal de los fondos *Yozma* a las prácticas internacionales a las que los inversores extranjeros estaban habituados.

El programa *Yozma* creció hasta incluir 10 fondos de capital mixto público-privado[17], atrayendo a socios de Estados Unidos, Alemania, Holanda, Japón y Singapur y fue el catalizador del floreciente mercado de capital riesgo israelita. Varios de estos fondos obtuvieron rentabilidades muy elevadas[18] y sirvieron de precursores a otros fondos, y los fondos de capital riesgo locales involucrados se establecieron definitivamente como agentes activos del mercado, obteniendo financiación de inversores extranjeros. Tan sólo tres años después, en 1996, el gobierno vendió su participación en nueve de los fondos *Yozma* al considerar que la industria de capital riesgo privada era lo suficientemente sólida, subastó la inversión directa que tenía en catorce empresas en régimen de co-inversión con capital privado y vendió su participación en los fondos *Yozma* a sus socios inversores. En 1998, el proceso de privatización de *Yozma* había finalizado[19].

Simultáneamente al lanzamiento de *Yozma*, se pusieron en marcha otras iniciativas que indudablemente contribuyeron a que el ecosistema emprendedor de Israel alcanzara la necesaria masa crítica que le permitió posteriormente actuar de forma independiente y situarse en su actual posición entre los líderes mundiales.

Por una parte, la oficina estatal de investigación científica (*Office of the Chief Scientist*) del Ministerio de Economía proporcionó ayudas y subvenciones para financiar proyectos de I+D, especialmente aquellos que pudieran producir exportaciones, y empresas de reciente creación de alta tecnología (a través, por ejemplo, del programa *Magnet*). Así mismo, el régimen fiscal ofrecía incentivos especialmente diseñados para atraer empresas tecnológicas norteamericanas esperando que la inversión directa de compañías líderes incentivara la innovación en las empresas locales. En la actualidad, hay más de 250 empresas multinacionales como Intel, Microsoft, Cisco o Apple que cuentan con centros de I+D en Israel.

El Programa de Incubadoras Tecnológicas se estableció en 1991 con el objetivo de transformar ideas innovadoras en el campo de la tecnología, que fueran demasiado arriesgadas para inversores privados, en empresas viables que tras su paso por la incubadora

17 En 1993 se crearon seis fondos: Gemini, Star, Polaris (Pitango), Walden, Invantech y JVP; en 1994 otros dos: Nitzanim y Eurofund; en 1995 el fondo Medica y en 1996 el fondo Vertex (Avnimelech, 2009).
18 El porcentaje de desinversión (salida a bolsa o venta a través de un proceso de fusión o adquisición) fue del 56%, muy superior a lo que se considera habitual en la industria (20%-40%) (Avnimelech, 2009).
19 Con el apoyo de inversores americanos, europeos e israelíes, se lanzó posteriormente Yozma II (1998) y *Yozma* III (2002).

fueran capaces de obtener financiación privada y funcionar de forma independiente. El programa también persiguió otros fines como promover la actividad de I+D, crear oportunidades de inversión que atrajeran capital privado, facilitar la transferencia de tecnología e innovación de los centros de investigación a la industria y la sociedad y fomentar la cultura empresarial en Israel. Desde su puesta en marcha, el programa puso en marcha más de 1.900 compañías invirtiendo unos 730 millones de dólares y actualmente, hay 20 incubadoras en el país dando servicio a unas 160 empresas.

Tratando de mantener una perspectiva amplia, tras contemplar la experiencia en Israel, cabe realizar una serie de reflexiones generales que pueden ser de utilidad al aplicar este tipo de programas en otros países. Sin duda, gran parte del éxito de *Yozma* se debió a las características propias del emprendedor en Israel, lo que refuerza la idea de que, para que la industria de capital riesgo se desarrolle adecuadamente, hace falta no sólo estimular la oferta (fondos de capital riesgo), sino también modular la demanda, alentando el espíritu emprendedor, la educación, la política de inversión en I+D, y en general prestando atención a las medidas indirectas que configuran cualquier aspecto del entorno empresarial.

A pesar de que las actuaciones públicas para estimular el capital riesgo están comúnmente aceptadas, se deberían tratar de controlar los posibles riesgos presentes en cualquier intervención estatal en la economía. Leleux y Surlemont (2003) analizaron el posible efecto adverso de la inversión pública en capital riesgo si como consecuencia de la misma se produjera un desplazamiento (*crowding-out*) de fondos privados. Estos autores concluyen que no se produce un desplazamiento de la inversión privada, antes bien parece que aumenta la cantidad de fondos totales disponibles para esta actividad. Este efecto positivo es especialmente pronunciado cuando el mercado de capital riesgo está en fases tempranas de desarrollo, lo que afianza la idea aceptada de forma general por la doctrina de que las iniciativas públicas juegan un papel clave en el impulso inicial de este sector. Además, como señala Avnimelech (2009), una intervención pública con un alcance claramente definido puede resultar enormemente valiosa en los casos en los que exista un fallo temporal en el mercado, causado por ejemplo por una recesión económica.

Cuando el ecosistema emprendedor y en él la actividad de capital riesgo alcanzan una masa crítica suficiente, se generan dinámicas de aprendizaje colectivo, imitación, comunicación, interrelación y atracción entre distintos agentes que producen el funcionamiento independiente y sostenible de la industria sin intervención del sector público, lo que hace necesario establecer los mecanismos de salida del sector público (*phase-out*) una vez que su presencia no es necesaria.

El caso de Israel, a través de *Yozma* y otras iniciativas, es un modelo de cómo el sector público cumplió una misión esencial como impulsor del despegue de la industria, generando un círculo virtuoso por el que la actividad de capital riesgo y la creación de empresas eran rentables y eficientes, y producían un aumento de dichas actividades en el futuro. La privatización de los fondos creados a través de *Yozma*, una vez cumplida su misión, subraya la importancia de una adecuada planificación en el proceso de salida del

sector público. Estos mecanismos de salida, si se establecen de forma apropiada, pueden suponer además un incentivo para el inversor privado.

Un factor de éxito importante fue estructurar el programa a través de un fondo de fondos que invirtiera el dinero público con la exigencia de conseguir fondos privados de igual cuantía (*matching funds*). Esta colaboración público-privada permite no sólo aumentar la cuantía total de capital disponible al obtener financiación privada, sino que además deja la gestión del fondo en manos de expertos profesionales del sector.

Entre los partícipes con capital privado, *Yozma* estableció claramente el objetivo de atraer fondos extranjeros para crear una industria de capital riesgo local en Israel pero de alcance global. Identificaron con acierto que resultaba clave atraer profesionales con experiencia de otros mercados, que aportaran no sólo capital sino *know-how* y conocimiento de las *best practices* habituales en el sector. Los fondos locales de capital riesgo resultaron tremendamente reforzados y muchos fondos extranjeros se establecieron posteriormente de forma estable en Israel. Dentro de esta política de captación de inversores internacionales, el gobierno ofreció incentivos fiscales y opciones de compra a los inversores privados, a cambio de un compromiso de inversión en compañías jóvenes en Israel, con el fin de conseguir aunar ambos objetivos: atraer fondos extranjeros que estimularan lo más posible la inversión local.

El éxito indudable de las políticas públicas en Israel, han convertido el programa *Yozma* en un referente internacional en los modelos de colaboración público-privada dentro de la industria de capital riesgo. En este sentido, como se expone en el apartado siguiente, ha servido de inspiración en el diseño y puesta en marcha de la reciente iniciativa española Fond-ICO Global.

III. Criterios de valoración de los programas públicos: análisis de Fond-ICO Global

En los últimos años se han ido ampliando las ayudas directas a los emprendedores, tanto en el ámbito europeo como nacional. Actualmente, hay numerosos programas de naturaleza pública que promueven el uso del capital riesgo como instrumento financiero, con la mirada puesta en las pequeñas y medianas empresas y en aquellos proyectos con un marcado carácter innovador.

Es destacable el papel del Fondo Europeo de Inversiones, que con el apoyo del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y de la Comisión Europea, facilita el acceso a la financiación a las PYME europeas, actuando con mayor ímpetu en momentos de dificultad económica. La contribución del FEI[20] se canaliza principalmente a través de la inversión en fondos de capital riesgo y de crecimiento, atrayendo al mismo tiempo capital del sector privado y con la participación de gestores profesionales. En concreto en España, recordemos que además de participar de forma activa y directa en diferentes fondos, el FEI colabora con el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) en la gestión del conocido

20 El FEI ha contribuido en numerosas operaciones, tanto en la financiación de empresas en su fase inicial como en expansión. Algunos de los casos más significativos, pueden consultarse en http://www.eif.org/case_studies/index.htm.

programa *Neotec Capital Riesgo*, cuyo principal objetivo es la aportación de fondos a empresas de base tecnológica de nueva creación. *Neotec Capital Riesgo*, como iniciativa de colaboración público-privada ha desarrollado sus principales actuaciones en el periodo 2006-2012, si bien el CDTI continúa promoviendo acciones para facilitar el contacto entre inversores privados y empresas con alto potencial de crecimiento que estén interesadas en el capital riesgo como fuente de financiación. En este sentido, desde principios de 2013, el programa *INNVIERTE* también ofrece apoyo a la inversión de capital riesgo en PYME españolas de base tecnológica o innovadoras.

Así mismo, en el ámbito nacional es reconocida la actuación de ENISA como empresa pública, dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo que, aunque no realiza inversiones directas, participa en numerosos fondos de capital riesgo. ENISA desarrolla su estrategia a través de la participación en fondos que inviertan principalmente en fases iniciales y de arranque de empresas basadas en España, al tiempo que ofrece líneas de cofinanciación con entidades de capital riesgo, proporcionando préstamos participativos a emprendedores y PYME con proyectos empresariales viables y con alto potencial de crecimiento. Recientemente, ha puesto en marcha el programa *Spain Startup Co-Investment Fund*, con el principal objetivo de atraer el interés de inversores internacionales hacia las empresas de nueva creación y emprendedores españoles con alto potencial.

Además de las iniciativas públicas nacionales comentadas, existen numerosos programas sectoriales y autonómicos que se han puesto en marcha tratando de adaptarse a las particularidades de cada rama de actividad o a la realidad empresarial de las diferentes zonas geográficas, siguiendo en cierta medida la actuación de la pionera Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA). Y en la actualidad, es difícil encontrar comunidades autónomas que no hayan lanzado algún programa, con mayor o menor repercusión mediática, relacionado con el capital riesgo como forma de financiación.

Ahora bien, sin duda, el programa más ambicioso desarrollado hasta la fecha por el gobierno español es *Fond-ICO Global*, promovido por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) a mediados de 2013 con el propósito de estimular fuentes alternativas a la financiación bancaria para aquellos proyectos que combinen innovación y emprendimiento, invirtiendo en empresas en cualquier fase de desarrollo y buscando la mejora de su competitividad e internacionalización. Se trata de una iniciativa ambiciosa, puesta en marcha en un complicado momento económico, que inicialmente se creó con un horizonte temporal de cuatro años, pero que ya empieza a ser calificado como programa de éxito.

III.1. Valoración de Fond-ICO Global

Aunque parece existir consenso, tanto en el ámbito académico como en los propios mercados financieros, sobre la importancia de la función del sector público en la industria de capital riesgo, no puede afirmarse que todas estas intervenciones sean efectivas *per se*, existiendo cautelas y reservas importantes.

En este sentido, Lerner (2009) expone los principales motivos por los que la actuación pública puede fracasar en su objetivo de fomentar la actividad emprendedora, identificando

los errores más habituales, tanto en el diseño de los programas como en la implantación de los mismos. Entre los primeros menciona: a) por una parte, no tomar en consideración dónde está el verdadero interés del mercado, lo que en ocasiones lleva a invertir los fondos públicos en empresas y/o actividades en los que no tiene ningún interés el sector privado y b) por otra parte, ignorar la realidad de la actividad empresarial, lo que puede hacer que las inversiones no sean las adecuadas o bien por su tamaño (insuficientes o excesivas) o bien por la fase de desarrollo de la compañía en que se realizan. Un ejemplo podrían ser los programas que se centran en la investigación e innovación, dejando a un lado la comercialización. En cuanto a la implementación de los programas públicos, este mismo autor señala varios errores a subsanar, entre otros: a) la inexistencia de mecanismos de evaluación, tanto del propio programa y su evolución como de las empresas o fondos que reciben la financiación, hasta el punto de que en ocasiones los emprendedores reciben la ayuda financiera independientemente del devenir de su iniciativa, lo que les puede llevar a desentenderse de la misma y b) el olvido de la naturaleza internacional de esta industria unido al interés por llevar a cabo acciones locales, incluso llegando a desincentivar activamente las iniciativas extranjeras.

Es evidente, por tanto, que aunque es posible observar casos en los que la acción gubernamental ha resultado vital para desarrollar la industria de capital riesgo, hay motivos para dudar de que estas acciones sean siempre eficaces. Sin embargo, tras haber identificado los errores más comunes y habiendo estudiado casos como el de Israel, puede afirmarse que es posible extraer lecciones útiles, tanto de los ejemplos de éxito como de los intentos fallidos.

Fruto de estos análisis se han ido formulando recomendaciones para las autoridades públicas que desean acometer programas de inversión directa orientados a impulsar el ecosistema emprendedor. El mencionado informe de la OCDE (1997), enumeraba ya una serie de directrices generales para este tipo de programas, agrupadas en torno a su diseño, gestión, procedimiento de adjudicación y seguimiento posterior. Pero es en el trabajo de Lerner (2009) donde se expone un catálogo de recomendaciones que son, probablemente, la mejor recopilación de lo que se debe y no se debe hacer en los programas públicos de capital riesgo.

En los apartados siguientes se exponen estos criterios agrupados en cuatro bloques que incluyen las recomendaciones específicas acerca del diseño de los programas, su implementación y aplicación en la práctica, el procedimiento de concurrencia al mismo y la vigilancia y supervisión de sus resultados posteriores. A medida que se vayan explicando las citadas recomendaciones, se irán analizando de forma detallada las características del programa Fond-ICO Global, valorando al mismo tiempo su grado de adecuación a estas directrices.

III.1.a) Recomendaciones sobre el diseño de los programas

En líneas generales, el diseño y la configuración del programa deben considerar la naturaleza y alcance de la inversión, las fases de desarrollo de la empresa a las que se dirige, los factores de riesgo y el efecto multiplicador del capital privado que se persigue.

- Las autoridades económicas deben hilar fino al decidir el tamaño adecuado de los programas, tratando de evitar iniciativas muy pequeñas o demasiado grandes. Programas excesivamente pequeños apenas tendrán impacto en los retos que afrontan los emprendedores, pero si son demasiado grandes se corre el riesgo de que inunden el mercado local, produciéndose las patologías habituales de situaciones con demasiado capital y limitadas opciones de inversión: selección de objetivos inadecuados financiando empresas ineficientes y expulsión del mercado de inversores privados preparados y competentes.

  La cuantía y la duración del programa Fond-ICO Global han sido parametrizadas tras un exhaustivo análisis de las necesidades y desarrollo histórico del mercado doméstico, que dio como resultado la dotación de 1.200 millones de euros durante cuatro años. Del mismo modo, desde Axis, en colaboración con sus asesores externos, se realiza un exhaustivo y continuado seguimiento de los mercados doméstico e internacional, con el objetivo de adaptar las características, cuantía y categorías de cada convocatoria a las necesidades de la industria teniendo en cuenta también el resultado y evolución de ediciones anteriores.

- También es necesario evitar la tentación de sobredirigir el proceso emprendedor y las inversiones de capital riesgo. Los requisitos gubernamentales que limitan la flexibilidad tanto de inversores como de emprendedores han resultado nocivos.

  En este sentido, en las bases de las licitaciones de Fond-ICO Global, se establece un marco genérico de criterios de elegibilidad, habiéndose tomado voluntariamente la decisión de que sean directrices amplias para dar cabida al máximo número de candidatos posible. Además, el hecho mismo de que el programa se estructure como un fondo de fondos implica que el dinero se asigna a inversores independientes profesionales, sin que Fond-ICO Global interfiera en modo alguno en el desarrollo de la actividad inversora, más allá de su papel como aportante de fondos y, de hecho, existe una clara intención de evitar cualquier otra función que pudiera condicionar la gestión discrecional e independiente de las sociedades gestoras adjudicatarias. Por otro lado, se especifica explícitamente que deberá siempre ser tratado en igualdad de condiciones con los otros partícipes del fondo, así como la exigencia de que todos los términos en los que se realiza su aportación sean comunicados al resto de inversores.

- Por otro lado, también es natural condicionar la ayuda pública a una cierta presencia local o inversiones adicionales en la región, pero estas condiciones deben estructurarse como unos requisitos mínimos que no ahoguen la actuación de los inversores o empresarios.

  Por lo que se refiere a los condicionantes de inversión en la región, Fond-ICO Global exige unos volúmenes mínimos de inversión en España, puesto que uno de sus objetivos fundamentales es proporcionar vías alternativas de financiación para las empresas españolas, pero no condiciona en modo alguno el resto de inversiones del fondo receptor. Los volúmenes mínimos de inversión en compañías españolas van desde un 50% del total del fondo para *venture capital* y capital expansión (o dos veces

la inversión de Fond-ICO Global) hasta un 90% en el caso de los fondos de incubación. No obstante, estos requisitos mínimos de inversión local no puede considerarse que estén limitando el resto de las inversiones y tampoco condicionan el tipo de inversor. De hecho, si se revisan las cifras de las cuatro convocatorias cerradas hasta la fecha (véase Tabla 1), puede observarse cómo el compromiso de inversión en empresas españolas por parte de los fondos seleccionados no representa necesariamente una proporción relevante del volumen objetivo de los fondos receptores.

Tabla 1. Fond-ICO Global

(Millones de euros)	Fondo Objetivo	Compromiso Fond-ICO Global	Compromiso Inversión España		Efecto multiplicador
1ª CONVOCATORIA	685	189	660	Venture capital: 148 Capital expansión: 512	3,5x
2ª CONVOCATORIA	3.785	248	665	Venture capital: 142 Capital expansión: 523	2,7x
3ª CONVOCATORIA	4.125	194	669	Venture capital: 67 Deuda: 178 Capital expansión: 424	3,4x
4ª CONVOCATORIA	756	124	573	Venture capital: 148 Capital expansión: 425	4,6x
	9.351	**755**	**2.567**		**3,4x**

Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por AXIS/ICO.

- En esta línea, Lerner (2009) recuerda que es imprescindible entender la importancia de una industria global e interconectada. Tanto los emprendedores como el capital riesgo son fenómenos globales, y por mucho que el sector público quiera un impacto local, para lograr sus objetivos los agentes deben tener presencia internacional. Para ello es importante no restringir la actividad del emprendedor a una zona determinada e involucrar a fondos extranjeros en el proceso (otras empresas y fondos locales se podrán beneficiar de su experiencia, y además supondrá atraer más capital extranjero en el futuro). Esto no impide que si un inversor no nacional utiliza fondos públicos, se establezca un cierto compromiso con la zona, vigilando el impacto local de la inversión y asegurándose de que la gestión del fondo, aunque localizada en otro país, va a ocuparse de la inversión realizada en la región proveedora de los fondos.

  En este sentido, las convocatorias de Fond-ICO Global, que como se acaba de mencionar se han diseñado conscientemente con criterios amplios, están abiertas tanto a candidatos nacionales como internacionales, a los cuales se les exigen los mismos requisitos. De hecho la presencia de inversores internacionales está siendo bastante significativa, tanto entre los candidatos como en los fondos seleccionados. Las bases del programa indican que podrán concurrir gestoras constituidas en cualquier país miembro de la OCDE y, de hecho, en las convocatorias que han tenido lugar hasta la fecha, han sido numerosas las gestoras extranjeras candidatas y varias de ellas han obtenido la adjudicación.

- Puesto que el capital riesgo puede financiar empresas en diferentes momentos de su ciclo de vida (*start-ups*, crecimiento o incluso madurez), a la hora de diseñar el

programa el sector público debe decidir a qué momento del desarrollo empresarial debe orientarse la financiación, aunque algunos programas pueden dirigirse a financiar más de una etapa. El informe OCDE (1997) recuerda que la financiación de etapas más tempranas es la más difícil de obtener para las empresas y de hecho en casi todos los países, especialmente fuera de Estados Unidos, existen carencias de este tipo de fondos, por lo que es el tipo de financiación que debería merecer mayor atención por parte del sector público. Añade que las rentabilidades de este tipo de inversión aumentan conforme se adquiere experiencia y la industria de capital riesgo obtiene masa crítica, por lo que las iniciativas públicas cobran aún más relevancia por su papel de impulsor y catalizador del sector en su conjunto. Sin embargo, Lerner opina que con objeto de atraer a los fondos e inversores de mayor calidad y reputación, es interesante atraer fondos de todo tipo, que inviertan en distintas fases del ciclo de vida empresarial, y no sólo en las empresas de reciente creación.

En el caso de Fond-ICO Global, desde el principio se ha ofertado apoyo no sólo para empresas de nueva creación, sino para compañías con un cierto grado de madurez que se encuentren en fases de expansión o de reestructuración, ajustando los requerimientos para cada estrategia de inversión (incubación, *venture capital*, capital expansión o deuda). El programa prevé que cada una de las convocatorias se diseñe de forma que vaya atendiendo a distintos segmentos del mercado, variando, ampliando o acomodando lo que sea preciso, en función de las necesidades y la evolución de la industria y la concurrencia e idoneidad de los participantes en convocatorias anteriores.

III.1.b) Recomendaciones sobre el procedimiento de adjudicación de los fondos

- Lerner (2009) reconoce la posibilidad de conflictos de interés y el riesgo de irregularidades en la adjudicación, por lo que deben diseñarse programas públicos transparentes, con procedimientos de acceso a la financiación claros. También el informe OCDE (1997) insiste en la transparencia del procedimiento. Por tanto, las autoridades económicas responsables deberían comunicar con claridad sus criterios de evaluación para elegir empresas o fondos y dichos criterios tendrían que ser similares a los utilizados por el sector privado.

  En el caso de Fond-ICO Global se ha prestado especial atención a la transparencia durante todo el proceso de selección de los fondos. Se trata de un programa instrumentado a través de un sistema de licitación pública, a cuyas convocatorias pueden concurrir todos aquellos que cumplan los requisitos establecidos en cada caso y que serán valorados conforme a los criterios que aparecen en las bases. Dichos criterios de selección, tanto los cuantitativos como los cualitativos, así como su ponderación, son públicos y están accesibles desde el momento en que se lanza cada convocatoria en la página web de la sociedad gestora Axis. Hay que añadir que a la hora de valorar el cumplimiento de los requisitos en cada caso, en el proceso de análisis de las candidaturas se cuenta con asesores externos profesionales e independientes que colaboran estrechamente en el programa.

- El proceso de solicitud y adjudicación de los fondos debería mantenerse lo más simple posible, evitando excesivos requisitos administrativos y cumpliendo las condiciones de claridad, sencillez e inmediatez temporal. Además de simplificar en lo posible el procedimiento, las autoridades económicas responsables deberían publicitar con tiempo sus criterios de evaluación. En el informe OCDE (1997) se sugiere que deben tomarse medidas concretas para difundir al máximo la información sobre los distintos programas a los fondos de capital riesgo, a los inversores y a las empresas.

  En el caso de Fond-ICO Global, desde su concepción y diseño inicial se trató de mantener unas condiciones amplias, flexibles y de sencilla preparación con el fin de facilitar la participación de los candidatos. Cada una de las licitaciones se anuncia y tiene publicidad a todos los niveles, pudiendo obtenerse las bases muy fácilmente, a través de un *link* en la página web de Axis. De forma deliberada se simplificaron los anexos a completar por el candidato reduciendo al máximo la aportación documental exigida, siendo toda la información de fácil elaboración y acceso para el solicitante.

- También es conveniente separar la administración de los programas de los cargos políticos públicos, y establecer mecanismos de evaluación y supervisión de los programas.

  El programa Fond-ICO Global es administrado y gestionado desde Axis Participaciones Empresariales SGECR S.A, gestora de entidades de capital riesgo del ICO, que está formada por un equipo de funcionarios técnicos no políticos con amplia experiencia en capital riesgo. Pero además, como ya se ha indicado anteriormente, Axis cuenta con el apoyo de asesores profesionales, externos e independientes, provenientes del sector privado y que juegan un papel muy relevante en los procesos de análisis, valoración y adjudicación.

III.1.c) Recomendaciones sobre la aplicación práctica de estos programas

- El informe OCDE (1997) identifica como factor clave para el éxito de los programas la participación del sector privado, tanto en la concepción como en el desarrollo de los mismos. También para Lerner (2009) es clave que a la hora de implementar estas iniciativas se siga siempre la dirección de los mercados. Uno de los mecanismos más efectivos en este sentido es coinvertir con capital privado de forma que estos *matching funds*[21] marquen dónde invertir los fondos públicos, produciéndose además un efecto multiplicador que amplifica el impacto de la ayuda estatal (véase Tabla 1). El empleo de fondos privados conjuntamente con dinero público ayuda también a que las autoridades económicas logren el objetivo de evitar la competencia entre el sector público y el privado por invertir en los activos más atractivos, sin condenar a la inversión pública a financiar activos de baja calidad.

  Es indudable que Fond-ICO Global es un ejemplo exitoso de cooperación público-privada en el sector del capital riesgo. Uno de los requisitos esenciales para concurrir

21 Programas exitosos como *Yozma* en Israel o el *Seed Investment Fund* en Nueva Zelanda, aun siendo muy diferentes en sus objetivos, comparten la práctica de utilizar *matching funds*.

al programa Fond-ICO Global es que el candidato acredite que cuenta con un porcentaje mínimo de inversión privada ya comprometida. Pero además, se establece el porcentaje máximo que la inversión del ICO (y, eventualmente, otras aportaciones de origen público o semi-público) puede representar sobre el volumen total objetivo del fondo, debiendo ser el resto de las aportaciones de origen privado. Adicionalmente, las bases establecen que la propiedad de las sociedades gestoras candidatas ha de estar exclusivamente en manos privadas.

Desde su puesta en marcha el programa ha logrado un compromiso mínimo de inversión en España por parte de los gestores privados superior a 2.000 millones de euros en capital expansión y por encima de 500 millones de euros en *venture capital*, con una inversión por parte de Fond-ICO Global de 584 y 171 millones de euros respectivamente. Estas cifras representan un efecto multiplicador promedio que supera las 3,5 veces en los fondos de capital expansión y aproximadamente de 3 veces en los fondos de *venture capital* (véase Tabla 1).

- A pesar del acuerdo general en la doctrina sobre el papel clave del sector público como catalizador del desarrollo de la industria de capital riesgo, la actuación gubernamental continuada a largo plazo podría resultar contraproducente, por lo que es imprescindible actuar con el objetivo de generar dinámicas que produzcan un funcionamiento autónomo y viable de esta actividad. Se recomienda por tanto establecer los mecanismos de salida del sector público (*phase-out*) una vez que su presencia no es necesaria.

  En este sentido, el informe OCDE (1997) insiste en que los programas públicos deben tratar de estimular aportaciones de capital privado, con el fin último de crear un mercado viable que permita el abandono gradual del sector público conforme aumentan las fuentes de financiación privadas y su funcionamiento se hace independiente y sostenible.

  La inversión de Fond-ICO Global lleva aparejada, en todos los casos, una opción de compra sobre la totalidad de su participación otorgada a favor del resto de los partícipes del fondo en cuestión, que podrán ejercitarla en un plazo predeterminado y siempre y cuando el fondo haya alcanzado una mínima rentabilidad. Este mecanismo ofrece una doble ventaja: por un lado, permite ir liberando progresivamente la aportación pública que podrá posteriormente ser reinvertida en nuevas iniciativas, asegurando así la dinámica y sostenibilidad del programa; y, por otro, constituye un incentivo adicional para lograr una mejor gestión por parte del inversor privado.

- Además, es necesario tener en cuenta que identificar las mejores iniciativas empresariales y los inversores adecuados es un proceso lento y a menudo conviene hacerlo de forma gradual, habitualmente mediante sucesivas adjudicaciones de capital a los fondos, y varias rondas de financiación a las empresas, con tiempo intermedio para recopilar *feed-back* y proseguir en la dirección adecuada. En general, es preciso evitar la impaciencia y reconocer que los plazos son largos, ya que un emprendedor activo tarda tiempo en construirse, no deben abandonarse programas

prometedores por no ver resultados a corto plazo, lo cual no significa que no se deban cerrar programas que no están funcionando bien. Dicho con otras palabras, se necesitan programas públicos que sean flexibles y con un cierto grado de creatividad, para ir adaptándose a los posibles cambios y a la evolución de la actividad que se pretende financiar.

En este sentido, nuevamente Fond-ICO Global ha acertado con un programa escalonado, proyectándose a lo largo de cuatro años sucesivas licitaciones de adjudicaciones de fondos, habiéndose realizado hasta la fecha cuatro convocatorias. Fond-ICO Global fue concebido con una vocación dinámica y flexible con el fin de que su ejecución acompañase siempre a las demandas y necesidades del mercado. Para ello, desde Axis y con la colaboración de los ya mencionados asesores externos, se analizó de forma sistemática el mercado, su evolución y perspectivas, de modo que cada una de las convocatorias se adaptara al máximo a las necesidades que el mercado presenta en cada momento, variando la tipología de fondos a los que se dirigen. En la primera y segunda convocatorias sólo se financiaban fondos de *venture capital* y capital expansión, en la tercera ronda también se incluyeron fondos de incubación y de deuda, mientras que en la cuarta se proyectó impulsar fondos de incubación, *venture capital* y expansión.

III.1.d) Recomendaciones sobre la supervisión, control y seguimiento posterior de los programas

- Es preciso tener en cuenta que, una vez implementados, los programas públicos de capital riesgo deben ser objeto de control y supervisión de forma regular, vigilando el cumplimiento de ciertos objetivos, como por ejemplo cuáles son los fondos y empresas financiadas que están empezando a funcionar comercialmente generando tasas de rentabilidad atractivas en la inversión. Una vez realizada la asignación de fondos, hay que vigilar la evolución de los programas y los receptores de ayudas para comprobar que se van cumpliendo los compromisos asumidos. La continuidad del programa debe ser revisada y dependerá de si se van cumpliendo objetivos, recordando que los tiempos son largos y sin caer en el error ya mencionado de la impaciencia y el excesivo cortoplacismo. Esta revisión puede resultar más sencilla si el programa ha sido diseñado de forma que la inversión se realice de forma gradual, con posibilidad de obtener *feed-back* intermedio sobre la evolución del mismo. También es recomendable disponer de información agregada sobre los emprendedores y sobre el capital riesgo, tal y como se mencionó al hablar de las medidas indirectas, para poder comparar las empresas y programas que cuentan con ayuda pública de los que no la tienen.

  A estos efectos, Fond-ICO Global tiene implementadas medidas de seguimiento y supervisión, y este punto se ve reforzado por contar con los asesores profesionales externos independientes que han sido contratados por periodos de tres años. Una de las principales medidas es el uso de una plataforma tecnológica específica, utilizada habitualmente por los gestores privados en fondos de fondos, que permite acceder de forma periódica a la información estandarizada que vuelcan los fondos que han

recibido financiación del ICO. Además Fond-ICO Global se reserva el derecho a realizar todas las *due diligences* intermedias que considere necesarias solicitando información específica. Por otro lado, Fond-ICO Global exige siempre un puesto en el preceptivo comité de seguimiento y supervisión de los fondos en los que invierte de modo que, con carácter regular, reciba toda la información relevante acerca de la evolución del fondo y su cartera.

- Esta supervisión y evaluación deben diseñarse cuidadosamente para optimizar las decisiones sobre el futuro del programa: debe ser posible interrumpir un programa que no cumple la finalidad prevista, o cambiar los incentivos, o incluso en casos de éxito, decidir interrumpir la ayuda pública puesto que los objetivos se han cumplido y la dinámica del mercado y la iniciativa privada ya fluyen por sí solas. En otras palabras, el seguimiento antes mencionado debe tener previstas consecuencias y ajustes en la evolución del programa.

  En el caso de Fond-ICO Global, la ya mencionada variación de las características de las convocatorias es un ejemplo que manifiesta cómo el programa ha sido diseñado con flexibilidad para ir adaptando su evolución en función de la información que se va obteniendo durante su vigencia.

  En cuanto a la evolución de los fondos receptores y de sus inversiones, el programa contempla, en caso de éxito, la ya referida opción de venta de la participación de Fond-ICO Global a sus socios co-inversores. Por el contrario, en caso de no cumplirse los compromisos adquiridos al recibir los fondos (porcentajes de inversión exigida en España, obligaciones de información establecidas, etc.), las propias bases incluyen mecanismos de penalización. Esta penalización que se materializa, fundamentalmente, en la obligación de reintegro de las comisiones de gestión abonadas por Fond-ICO Global y la suspensión, temporal o definitiva, de las futuras aportaciones a que estuviera obligado en función de su compromiso de inversión.

IV. Reflexión final

El análisis realizado de las medidas comúnmente aceptadas como indicadores de éxito para los programas públicos de apoyo al capital riesgo y su aplicación al caso de Fond-ICO Global ofrece unos resultados optimistas.

De hecho, la recepción internacional del programa ha sido muy positiva, como lo demuestran los informes favorables que la Comisión Europea, el FMI y el BCE han realizado, tras las visitas que de forma regular han realizado a España para evaluar las medidas de reforma que se han realizado en los últimos años. Un ejemplo ilustrativo de la buena consideración del programa fuera de nuestro país, sería la visita realizada por los responsables de Fond-ICO Global a Kazakhastan invitados por la ONU. Recordemos que esta invitación tenía como objetivo la exposición al gobierno de este país de los detalles de programas que otros países con una experiencia exitosa en la promoción de capital riesgo habían realizado, para lo cual únicamente se consideró oportuno llevar a representantes de Finlandia, Israel y España.

Si bien el programa Fond-ICO Global está todavía en vigor y están previstas convocatorias adicionales, por lo que en estos momentos no puede valorarse adecuadamente el resultado definitivo, sí puede afirmarse que su repercusión está siendo positiva para la actividad de capital riesgo en España. Desde el comienzo de su andadura se ha conseguido multiplicar casi por cinco el tamaño de la industria española, en términos de captación de fondos, comparando las cifras con las de los seis años posteriores a la crisis de 2008.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que por muchos esfuerzos que se realicen en el diseño e implantación de estos programas, el éxito final de los mismos está condicionado por las particularidades del entorno empresarial al que se dirigen. En este sentido, se hace necesario señalar las limitaciones del ecosistema emprendedor español, que no siempre ha sido capaz de canalizar de forma eficiente el conocimiento y la creatividad hacia iniciativas empresariales innovadoras. Quizá las medidas indirectas mencionadas en apartados anteriores, relativas a la educación en el espíritu emprendedor y el estímulo de una cultura empresarial ágil, podrían ayudar a superar tales carencias.

Otra cautela a tener en cuenta sería la coherencia interna del sistema de ayudas públicas en España, puesto que existen numerosas iniciativas, tanto nacionales como internacionales, que conviven con programas sectoriales y autonómicos impulsados por una gran variedad de organismos e instituciones. Esta situación favorece que en el ámbito empresarial prevalezca la idea de que se debería buscar mayor coherencia y menor dispersión en estas propuestas, para no tener que lamentar nuevamente el solapamiento en las ayudas ofrecidas o, incluso, el desconocimiento de su existencia por parte de los emprendedores necesitados de financiación.

A pesar de estas reservas, a la luz de los parámetros analizados parece fácil concluir que Fond-ICO Global es un programa correctamente concebido, que cuenta con unos principios preestablecidos en cuanto al desarrollo del mismo que son acordes con las prácticas y recomendaciones identificadas en el mercado como clave del éxito.

Referencias bibliográficas

ASCRI (2014): *Informe de actividad de Capital Riesgo en España*, Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo.

ASCRI (2012): *Informe 2012 sobre impacto económico y social del capital riesgo*, Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo.

AVNIMELECH, G. (2009): *VC Policy: Yozma Program 15-Years Perspective*. Paper presented at the 2009 Druid Conference at CBS - Copenhagen Business School.

BALBOA RAMÓN, M. y MARTÍ PELLÓN, J. (2011): Sensibilidad de la oferta de capital riesgo a cambios en el marco regulatorio. *Revista de Economía Aplicada*, Vol. XIX, Nº 55, pág. 61 a 94.

BLACK, B. S. y GILSON, R. J. (1998): Venture Capital and the Structure of Capital Markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-277.

COMISIÓN EUROPEA (2014): Annual Report on European SMEs 2013/2014 – A Partial and Fragile Recovery, *SME Performance Review 2013/2014*, julio.

COMISIÓN EUROPEA (2013): *Entrepreneurship 2020 Action Plan: Reigniting the entrepreneurial spirit in Europe*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. COM (2012) 795 final, enero.

COMISIÓN EUROPEA (2005): *Best practices of public support for early-stage equity finance*, Final report of the expert group, Directorate-General for Enterprise and Industry, septiembre.

DA RIN, M., NICODAMO, G. y SEMBENELLI, A. (2005): Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets. *European Central Bank, Working Paper Series*. Working paper Nº 430.

DOUE (2006): *Directrices Comunitarias sobre ayudas estatales y capital riesgo para pequeñas y medianas empresas*. Diario Oficial de la Unión Europea, 18 de agosto de 2006 (2006/C 194/02).

EUROPEAN CENTRAL BANK (2014): *Survey on the access to finance of Small and Medium-sized Enterprises in the euro area* - (April 2014 to September 2014), noviembre.

EVCA (2014): *2013 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, European Private Equity and Venture Capital Association, mayo.

EVCA (2013): *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, European Private Equity and Venture Capital Association, May.

GOMPERS, P. A. (1995): Optimal investment, monitoring and the staging of Venture Capital, *The Journal of Finance*, vol. 50, nº 5, diciembre, pp. 1461-1489.

GOMPERS, P. A. y LERNER, J. (1998): What Drives Venture Capital Fundraising?. *Brookings Papers on Economic Activity*: Microeconomics 1998, pp. 149-192.

GOMPERS, P. A. y LERNER, J. (2001): The Venture Capital Revolution, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2, primavera 2001, pp. 145-168.

HELLMANN, T. y PURI, M. (2000): The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, *The Review of Financial Studies*, vol. 13, nº 4, pp. 959-984.

JENG, L. A. y WELLS, P. C. (2000): The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, Nº 3, septiembre 2000, pp. 241-289.

KORTUM, S. y LERNER, J. (2000): Assessing the contribution of venture capital to innovation, *RAND journal of Economics*, vol. 31, nº 4, invierno 2000, pp. 674-692.

LELEUX, B. y SURLEMONT, B. (2003): Public versus private venture capital: seeding or crowding-out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, vol. 18, nº 1, pp. 81-104.

LERNER, J. (2009): *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed, and What to Do About It*. Ed. Princeton University Press.

LERNER, J. y TAG, J. (2013): Institutions and Venture Capital. *Industrial and Corporate Change*, vol. 22, nº1, pp. 153-182.

OCDE (2014): *Entrepreneurship at a Glance 2014*, OECD Publishing.

OCDE (2013): *Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing.

OCDE (1997): *Government Venture Capital for Technology-Based Firms*, OECD Publishing.

RED.ES (2008): Recomendaciones para superar el *equity gap* en la financiación de Empresas de Base Tecnológica del sector de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, Foro de expertos en capital riesgo y TIC del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, febrero.

RODRÍGUEZ, F. R., GONZÁLEZ-SÁNCHEZ, V. M. y DE LOS RÍOS SASTRE, S. (2012): "The profile of the European Entrepreneur: Economics and Finance, a gender analysis", en Galindo, M. A. y Ribeiro, D. (Edit.) *Women's Entrepreneurship and Economics: New Perspectives, Practices and Policies*. Springer, New York.

SAMILA, S. y SORENSON, O. (2010): Venture Capital as a Catalyst to Commercialization. *Research Policy*, Vol. 39, Nº 10, diciembre 2010, pp. 1348-1360.

STRÖMBERG, P. (2009): The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings, septiembre. Disponible en http://ssrn.com/abstract=1429322 (último acceso: 15 de febrero de 2015).