

A IMPORTANCIA DA DISPOÑIBILIDADE DE CAPITAL RISCO PARA A DINAMIZACIÓN DA NOSA ECONOMÍA

LUIS OTERO GONZÁLEZ

Departamento de Economía Financeira e Contabilidade
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais
Universidade de Santiago de Compostela

CELIA LÓPEZ PENABAD

Departamento de Economía Financeira e Contabilidade
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais
Universidade de Santiago de Compostela

LORETO FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ

Departamento de Economía Financeira e Contabilidade
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais
Universidade de Santiago de Compostela

Palabras clave: *Capital risco; Análise multicriterio; "Capital semente"; "Capital de posta en marcha"; Segundo mercado.*

Key words: *Venture capital; Multicriteria analysis; Seed capital; Running capital; Unlisted securities market.*

Resumo

Neste artigo tentamos analiza-las vantaxes coas que pode contribuír ó sistema económico a dispoñibilidade dun sector de capital risco plenamente desenvolvido.

O estudio do caso español revela a existencia dun intermediario financeiro que non alcanza o protagonismo que se lle atribúe dende o punto de vista teórico, polo que propoñemos unha serie de actuacións e poñemos maior énfase naquelas que favorezan o nacemento de novas empresas.

Abstract

This paper discusses the advantages the economic system can contribute to the availabi-

lity of a venture capital sector entirely developed.

A study of the Spanish case reveals the existence of a financial intermediary which does not reach the protagonism given from a theoretical point of view, being this the reason why a series of actions are proposed, putting more emphasis on those which favour the birth of new businesses.

1. INTRODUCCIÓN

Se observámo-lo panorama empresarial español non é difícil advertir que unha das súas principais fraquezas é a baixa taxa de natalidade de empresas, aspecto que dificulta o axuste estrutural de certas rexións, o relevo xeracional de empresas en declive e a creación de riqueza e emprego.

O ritmo de nacemento de novas actividades dependerá en gran medida de que as ideas e proxectos emprendedores terminen converténdose en iniciativas reais. Sen embargo, o salto cualitativo “proxecto-empresa” vese entorpecido por toda unha serie de condicionantes, sendo a falta de recursos financeiros dos promotores un obstáculo principal, aínda que non determinante, para a posta en marcha dunha nova actividade. Aínda que o proxecto sexa bo e os promotores estean dispostos a realiza-lo investimento, se estes non dispoñen dos recursos necesarios abortarase o nacemento dunha nova empresa. Polo tanto, non é suficiente con ter boas ideas e desexar levalas a cabo; ademais, é preciso dispoñer do volume de recursos necesario para acomete-lo proxecto.

Neste contexto, un sistema financeiro que condiciona a cesión dos seus recursos á existencia de garantías, e a falta de instrumentos adecuados para financia-las pequenas e medianas empresas (PEMES) nas primeiras etapas da súa vida, supón que unha parte importante de iniciativas empresariais non prosperen, ó carece-los seus promotores do capital necesario para acometelas.

Para o desenvolvemento da economía é fundamental a aparición de novos proxectos, pois moitos destes incorporan enfoques innovadores tanto no nivel tecnolóxico como no organizativo e comercial, e supoñen o nacemento de actividades novas que garanten a renovación do capital productivo dun país.

Ante esta situación, parece evidente que para incrementa-lo ritmo de natalidade de novas empresas é imprescindible que o sistema financeiro canalice máis recursos cara a proxectos embrionarios, e que calquera idea á que se lle presuma un potencial importante de rendibilidade teña á súa disposición os fondos necesarios para a súa posta en marcha. A existencia de intermediarios financeiros especializados pode axudar a paliar-lo problema e, especialmente, de Sociedades e Fondos de Capital Risco (SFCR) dispostos a se implicaren en proxectos incipientes.

2. O CAPITAL RISCO COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMENTO

Esta actividade de intermediación financeira desenvolvida por sociedades especializadas¹ reúne as seguintes características:

— Trátase de recursos financeiros que se instrumentan en forma de participacións minoritarias no capital social da empresa participada.

— A tipoloxía de actividades participadas responde a empresas novas ou con posibilidades de expansión e desenvolvemento.

— A dimensión das empresas participadas adoita ser mediana ou pequena.

— As operacións destas PEMES poden cualificarse como *ariscadas*, no sentido de que se refiren a proxectos innovadores, xeralmente no ámbito tecnolóxico.

— A contrapartida básica do investimento é a obtención de plusvalías.

— As entidades especializadas proporcionan tanto os recursos financeiros como o conveniente asesoramento e seguimento dos proxectos nos que participan².

As vantaxes que se poden derivar da actividade deste intermediario son de diversa índole, aínda que hai que advertir que para que se alcancen os beneficios potenciais que se acostuman soste no plano teórico, é preciso que se cumpran certas condicións, tales como o desenvolvemento de segundos mercados, a potenciación das relacións entre a universidade e empresa e entre “investigación-innovación”, o tratamento adecuado das plusvalías obtidas e a existencia de intermediarios profesionalizados que asuman riscos e estean dispostos a participar en tódalas fases do desenvolvemento empresarial.

A dispoñibilidade de capital risco ten importantes consecuencias sobre o sistema económico, consecuencias que se derivan de que o seu “modus operandi” é diferente ó do resto dos intermediarios financeiros. Diversas características permiten intuí-los beneficios que se derivan da súa actuación, como son: o emprego de criterios de rendibilidade do proxecto e calidade directiva, o apoio á xestión das actividades nas que participan, o interese por proxectos de pequena dimensión con elevado potencial e a achega de recursos adaptados ás características do investimento.

O estudo realizado por Premus (1985) contén contribucións moi novidas e interesantes sobre a actividade deste intermediario, ó atopar un importante vínculo entre a dispoñibilidade de fondos e o clima empresarial dun país: *a oferta de fondos destas características ten como conse-*

cuencia o incremento de novas propostas tanto en volume como en calidade. Polo tanto, malia que a existencia de proxectos que demanden este tipo de fondos é unha condición esencial para o desenvolvemento do capital risco, tamén se constata o papel dinamizador deste intermediario.

A explicación a este fenómeno pode atoparse en que o capital risco actúa de acordo con criterios de capacidade directiva e potencial de beneficios, o que permite que moitos dos proxectos que permanecían latentes atopen agora un especialista financeiro disposto a asumir parte do risco e a proporcionar unha porcentaxe do capital. Por outra parte, o feito de que os axentes económicos coñezan a existencia de recursos deste tipo, pode animar a aqueles que nunca se propuxeran poñer en marcha unha actividade empresarial, ante as coñecidas reticencias do sistema crediticio tradicional a implicarse en proxectos sen garantías reais. A contribución do capital risco ó ratio de actividade empresarial será maior se, ademais, existe un tratamento fiscal favorable das plusvalías que incentive a participación de SFCR en proxectos embrionarios.

En moitos casos, o capital risco é a única vía da que dispón a PEME para captar recursos propios que lle permita adoptar unha estratexia de crecemento equilibrado e sen que este se vexa limitado polo ritmo ó que medra o autofinanciamento ou polo incremento da débeda a curto prazo. Como indica Martí Pellón (1993), fronte ó criterio conservador do sistema financeiro tradicional, o capital risco céntrase na calidade do equipo directivo e nas posibilidades de que o proxecto sexa factible economicamente; en definitiva, é un instrumento que pode contribuír, a través da chegada de fondos propios, a adoptar a estratexia de crecemento adecuada, reducindo o ratio de fracaso empresarial.

A iso contribúe tamén a función de asesoramento e seguimento dos proxectos desempeñada polas SFCR. A mellora na calidade da xestión vén determinada porque a dirección se ve obrigada a formular anualmente presupostos polo que lle dedicará máis tempo á planificación e ó control das súas actividades baixo a supervisión dun socio profesional que, á vez, pode asesorar ante calquera problema que se lle presente á empresa. A participación dun socio deste tipo produce, así mesmo, un efecto favorable á hora de captar outro

tipo de recursos financeiros e, incluso, facilitará o acceso ó crédito.

Pola súa propia natureza, o capital risco canaliza aforro cara ás PEMES innovadoras, o cal ten unha gran relevancia pola súa repercusión sobre a taxa de innovación tecnolóxica. Como defenden Rothwell e Zegveld (1982), este tipo de empresas reafirmouse como unha eficiente fonte de creación de emprego, de renovación económica rexional e de incremento das taxas de innovación tecnolóxica. Pola súa parte, Cuadrado Roura (1988) sinala que as PEMES favorecen un crecemento territorial máis equilibrado e ofrecen maior resistencia ante situacións críticas. O debate sobre a contribución de empresas de distinta dimensión ós niveis de innovación tecnolóxica continúa aberto na actualidade, tanto no marco teórico coma empírico. Estudos realizados por Freeman (1971), Storey (1982) ou Rothwell (1986) sosteñen a tese dunha certa supremacía das PEMES en canto a eficiencia innovadora. Reforzando esta idea, Lafuente *et al.* (1983) atopan incluso unha relación inversa entre xeración interna de tecnoloxía e tamaño empresarial.

Á marxe das distintas opinións aparecidas ó longo da literatura económica³, foi tomando corpo, a medida que avanzamos no tempo, a idea de que a PEME ten un potencial innovador superior á gran empresa, erixíndose coma un elemento fundamental para incrementa-la taxa nacional de innovación tecnolóxica. Martí Pellón (1993) explica ese maior potencial de acordo coa *flexibilidade* das estruturas de menor dimensión para adaptarse ós cambios, ás *restricións financeiras* que sofren e que esixen que a posta en marcha dunha nova actividade se realice no menor tempo, e a súa orientación ó mercado.

Por outra parte, Rothwell (1983) e Pavitt (1989) apoian a existencia dunha *complementariedade dinámica* entre PEMES e grandes empresas, atribuíndolles diferentes papeis en canto á xeración de innovacións e a súa implementación, e sen evidencia-la supremacía dun tamaño determinado. Tanto grandes como pequenas empresas desempeñan papeis importantes no proceso de innovación, e non constitúen realidades separadas senón que ámbalas dúas conviven e son necesarias no desenvolvemento do devandito proceso. A gran empresa ten un papel esencial na iniciación de novos paradigmas tecnolóxicos, pois dispón

dunha base tecnolóxica consolidada e de recursos suficientes que lle permiten ser máis efectiva na xeración de novas posibilidades e na utilización de resultados innovadores, explotando novas tecnoloxías en aplicacións xa existentes. Pola súa parte, a PEME é máis efectiva na difusión de innovacións polo tecido empresarial e na explotación comercial de novas tecnoloxías en novos mercados, xa que as súas características operativas resultan vitais nas primeiras fases de evolución dunha nova industria.

O obxectivo final das SFCR é a apropiación dos beneficios xerados polos proxectos que financian, pois se se cumpren as expectativas, estes permitirán a obtención de importantes plusvalías. O incentivo para innovar provén da posibilidade de obter *beneficios extras*, e isto é precisamente o que fai atractivos os ditos proxectos⁴. Esta característica explica que unha parte destacada do capital risco en Estados Unidos se canalice cara a sectores de alta tecnoloxía, existindo daquela unha relación estreita no desenvolvemento de ámbalas dúas actividades, situación que non se constata en España, como veremos con posterioridade.

3. OPERATORIA DO CAPITAL RISCO: METODOLOXÍA E CRITERIOS DE AVALIACIÓN

A análise do capital risco esixe centrar a atención na súa forma de operar, posto que participa de forma activa na selección e control dos proxectos de investimento. No tocante á selección, estes intermediarios dispoñen do coñecemento e da habilidade necesaria para identificar proxectos de elevado potencial de éxito. O contexto no que toman a decisión caracterízase pola ausencia de datos históricos e por unha taxa elevada de fracaso⁵, especialmente cando se trata de financiar as primeiras fases do desenvolvemento empresarial, isto é, cando se fala de “*capital semente*” e de “*capital de posta en marcha*”.

Polo tanto, a decisión de investimento baséase, en gran medida, en información de carácter cualitativo relativa tanto á calidade do equipo directivo (nivel de competencia, grao de compromiso que estean dispostos a asumir, coñecemento e experiencia da actividade por desenvolver e do mercado, etc.) como ás expectativas de viabilidade e rendemento do proxecto (grao de diferencia-

ción do produto, identificación dun mercado potencial, tecnoloxía utilizada, nivel de competencia do sector, etc.). Coa finalidade de discernir entre aqueles proxectos que poden ser exitosos, o proceso de avaliación é longo e nel analízanse diversos factores que tratan de garantir *que o proxecto vai estar ben xestionado*, así como de determina-lo seu nivel de atractivo.

A redución do nivel de risco trátase de alcanzar a través dun exhaustivo proceso de selección aplicado⁶ á diversificación da carteira —evitando así unha alta concentración do risco en poucos proxectos— e ó seguimento e asesoramento das empresas participadas para que actúen na dirección desexada.

A ausencia de modelos aplicables a estes ámbitos espertou o interese polo desenvolvemento de metodoloxías adaptadas ó problema de selección ó que se enfrontan as SFCR. As elevadas doses de subxectividade inherentes á decisión e o importante peso que teñen as variables de carácter cualitativo fan que os métodos financeiros tradicionais non sexan os máis adecuados para este tipo de decisións. As técnicas de análise multicriterio revélanse máis realistas e convenientes para estes problemas, xa que se adaptan ás características particulares do investimento e permiten que cada investidor capitalista poida aplica-lo seu sistema de preferencias e construír progresivamente un modelo adaptado ós seus propios criterios de avaliación⁷.

O desenvolvemento de modelos que permitan identificar as propostas de maior potencial de éxito e a aparición de sociedades con destreza e habilidade suficiente que dominen tal metodoloxía de avaliación é, sen dúbida ningunha, un dos determinantes principais para que o capital risco acepte intervir en proxectos innovadores incipientes.

4. AS CARACTERÍSTICAS DO CAPITAL RISCO ESPAÑOL

Ata agora fixemos mención a diversos efectos beneficiosos que poderían derivarse da existencia, dentro do sistema financeiro dun país, de intermediarios especializados en operacións de capital risco; iso redundaría nun aumento da dinámica empresarial, no incremento da innovación e na expansión das empresas. Pero a súa contri-

bución á xestión de novas empresas dependerá da fase de desenvolvemento na que se atopa o proxecto no que participan (semente, arrinque, crecemento, compra apañada e reorientación): canto maior sexa o volume de recursos orientados ás primeiras etapas, en maior medida darase luz verde a novos proxectos.

A actuación do capital risco español sufriu un cambio de orientación nos últimos anos, concentrando os seus investimentos en empresas máis consolidadas e en fase de expansión. Fronte a unha taxa dun 23% de fondos comprometidos nas primeiras fases de desenvolvemento en anos anteriores, a devandita taxa diminuíu ó 14% en 1993 e ó 9% en 1994 (táboa 1). O mesmo comportamento obsérvase se nos referimos ás propostas financiadas, que pasaron de representa-lo 45% do total a principios dos noventa, ó 34% e 25% nos anos 1993 e 1994, respectivamente.

compensa-los fracasos, o cal se viu, á súa vez, motivado pola falta de dimensión do mercado nacional e pola ausencia de mercados de valores onde desfacerse das participacións. Outro factor que podería ser contrastado é a carencia dun sistema adecuado de selección de novos proxectos por parte das institucións financeiras que actúan no territorio español.

Esta negativa a investir nas primeiras fases non só se observa en España, senón que pode considerarse coma un dos problemas xeneralizados do capital risco europeo. Como indican Galán González *et al.* (1992), unha elevada porcentaxe do investimento das SFCR (entre o 80 e o 90%) concéntrase en proxectos de expansión e de operacións de *management buy out*, o que, en definitiva, leva a cuestiona-lo papel do capital risco europeo na creación de novas empresas.

	1991		1992		1993		1994	
	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%
Semente	629	3,1	256	1,5	272	1,6	68	0,4
Arrinque	4.187	20,7	3.174	21,8	2.082	12,4	1.805	8,7
Crecemento	14.458	71,4	11.419	67,1	13.954	83,4	13.597	73,3
Compra apañada	972	4,8	1.499	8,8	201	1,2	2.773	15,0
Reorientación	12	0,1	120	0,7	216	1,3	508	2,7
INVESTIMENTO ANUAL	20.258	100	17.008	100	16.725	100	18.549	100

FONTE: Elaboración propia; datos 1991 e 1992: Martí Pellón (1993); 1993 e 1994: *El País-Negocios*, 2 de xullo de 1995. Totais en millóns de pesetas.

Táboa 1.- Inversión efectuado polas SFCR por fase de desenvolvemento

O comportamento que se vén observando recentemente tende a concentra-los investimentos en proxectos consolidados e en etapas de menor risco. Desta forma permítese que un importante número de PEMES xa establecidas e que desexan medrar o fagan de forma equilibrada a través da captación de recursos propios⁸. Sen embargo, esta maior tendencia a fuxir de proxectos nas primeiras etapas do seu desenvolvemento pode ser preocupante, xa que pode afectar negativamente á taxa de natalidade de novas empresas.

Unha das razóns desta tendencia observada é que as plusvalías obtidas en proxectos exitosos das primeiras fases non foron suficientes para

Unha das solucións que se vén adoptando no ámbito internacional, dado o elevado nivel de risco e a negativa dos intermediarios a financia-las devanditas fases, é a intervención pública a través do apoio financeiro á investigación e desenvolvemento (I+D) e da constitución de "fondos de capital-semente". Desta forma, o Estado asume o risco de fracaso de proxectos incipientes, xustificándose esta actuación polo interese que supón a xeración de novas actividades empresariais para a colectividade.

En relación ó importante papel que desempeña o capital risco no desenvolvemento de sectores de alta tecnoloxía, no caso español obsérvase, sen

embargo, un claro predominio das participacións en sectores tradicionais, aspecto que ten moito que ver co escaso peso das actividades de tecnoloxía avanzada dentro da industria española. Pódese afirmar, polo tanto, que se trata máis dun problema de demanda de recursos e, consecuentemente, de escaseza de proxectos de alto contido tecnolóxico, ca dunha falta de implicación por parte das SFCR. O escaso peso da I+D no noso país, a tardía aposta por unha política científica e tecnolóxica adecuada, e os frouxos vínculos mantidos entre empresas e organismos de investigación son algúns dos argumentos que explican a baixa demanda deste tipo de proxectos.

Non obstante, un dato alentador provén do ritmo crecente que experimentan nos últimos anos as participacións deste tipo de sectores dentro das carteiras das SFCR. Como se observa na táboa 2, en 1991 os sectores de Informática, Electrónica, Química/Plásticos, Comunicacions, Biotecnoloxía e Automatización Industrial/Robótica, tan só recibiron o 4,1% dos fondos, situación que mellora notablemente en 1992 ó situarse no 16,2%. Así mesmo, pódese observar unha elevada concentración de fondos nos sectores de Produtos de Consumo, Produtos Industriais, Agricultura/Gandería/Pesca e Outros Servizos, o que indica que o capital risco se interesa tamén por proxectos atractivos en sectores tradicionais nos que existan zonas de mercado con certo potencial de crecemento. En definitiva, é un instrumento financeiro adecuado, independentemente da especialización sectorial, xa que financian oportunidades de negocio innovadoras en áreas moi diversas.

Alcalá Olid (1995) indica que, en España, para que unha empresa sexa financiada por una SFCR é preciso que conflúan unha serie de condicionantes, entre eles: que ofrezan unha taxa de rendibilidade superior ó 25%, unha contribución empresarial de cando menos o 25%, unha marxe de operacións superior ó 15%, un crecemento das vendas superior ó 25%, e que destinen poucos beneficios a dividendos. Se temos en conta a devandita concentración sectorial e o feito de que un importante volume de fondos se dirixe ás etapas consolidadas, podemos darnos conta de que a economía española ofrece un importante potencial de beneficio en sectores tradicionais, existindo zonas de mercado que poden favorecer o éxito

de iniciativas en actividades tan tradicionais coma o sector agroindustrial, ou de produtos de consumo e industriais. Este feito é certamente alentador para economías rexionais, pois indica que as posibilidades de crecemento e de xeración de proxectos innovadores con elevado potencial de beneficios non é un campo limitado ós sectores avanzados.

SECTORES	1991		1992	
	% fondos	Nº prox.	% fondos	Nº prox.
Informática	0.8	9	1.3	6
Electrónica	1.2	5	1.6	6
Quím./Plásticos	0.6	5	4.3	18
Comunicacións	0.4	9	5.0	14
Biotecnoloxía	1	5	1.0	4
Aut. Ind./Robót.	0.1	2	0.3	3
Prod. Indust.	12.7	42	15.6	43
Prod. Consumo	39.3	28	12.8	26
Agr./Gan./Pesca	19.9	33	21.7	32
Energía	1.9	11	1.3	2
Construc.	7.2	25	7.0	22
Asist. Sanit.	1.6	8	4.3	9
Hostelería/Ocio	4.1	10	3.2	12
Serv. Financ.	1.7	8	1.5	5
Outros Serv.	3.6	28	13.8	23
Outros	3.9	15	5.3	10
TOTAL		243		235

FONTE: Elaboración propia a partir de Martí Pellón (1993).

Táboa 2.- Distribución de fondos por sectores de actividade

5. CONSIDERACIÓNS FINAIS

Segundo o exposto anteriormente, o capital risco español non desempeña tódalas funcións que se lle supoñen no marco teórico, entre as que salientariamos especialmente a súa falta de protagonismo na creación de novas empresas e o escaso vínculo que mantén cos sectores de alta tecnoloxía. Esta situación derívase de que tal actividade de intermediación non está plenamen

te desenvolvida e xestiona un nivel insuficiente de fondos, o que podería explicarse por factores como a dificultade para realiza-las plusvalías ante a estreiteza e a escasa profundidade do segundo mercado de valores español, a formulación conservadora da nosa lexislación e o reducido esforzo innovador nacional.

Para que este intermediario desenvolva todo o seu potencial é preciso acometer todo un conxunto de accións que permitan que capte un maior volume de fondos e desenvolva toda a súa capacidade. Considerando como obxectivo prioritario a creación de novas empresas, cómpre que a atención se centre en novos proxectos, situación que non se percibe na actualidade. Partindo da base de que o principal interese destes intermediarios é a obtención de plusvalías, as medidas que propoñemos de seguido están enfocadas, principalmente, cara ó incremento do atractivo de proxectos en fase de xestión e á realización de tales plusvalías.

O tratamento fiscal da nosa lexislación en materia de capital risco, excesivamente conservador, só ten en conta a duración da participación. Este criterio debería ser complementado pola consideración da fase de desenvolvemento na que se atopan as empresas participadas, co cal se conseguiría unha adecuada relación entre risco asumido e rendibilidade obtida. Así mesmo, a potenciación do segundo mercado e a especialización por etapas dos intermediarios permitiría a venda das participacións entre eles, á vez que facilitaría a realización das plusvalías, condición imprescindible para reduci-la situación actual de incerteza relativa ó momento do desinvestimento.

Tamén afectaría ó nivel de implicación do capital risco en empresas de nova creación a existencia de profesionais especializados na avaliación de proxectos incipientes e a aplicación de técnicas deseñadas especificamente para estas etapas, ante as dificultades que existen para determina-la viabilidade daqueles. O elevado nivel de fracaso observado nas primeiras fases podería levar ás SFCR a incorrer en perdas se non actuasen seguindo estas recomendacións, desanimando o investimento en novos proxectos. A xeneralización no uso de técnicas multiatributo e a formación de profesionais especializados podería incrementa-lo potencial de éxito dos investimentos financiados, co conseguinte aumento do

seu atractivo. Á vez, sería desexable a constitución dun maior número de fondos de capital semente de carácter público, o que viría a paliar-lo déficit existente, actuación que se recolle dentro das recomendacións da Unión Europea.

Outro aspecto que podería axudar a desenvolver-lo sector sería o fomento de proxectos de I+D. A iso contribuiría o incremento do esforzo tecnolóxico do noso país e o fortalecemento dos vínculos entre empresas e organismos de investigación, o cal redundaría positivamente tanto na creación de novas empresas coma no desenvolvemento do sector.

Por outra parte, a nivel empírico obsérvase que, malia o escaso papel que desempeña o capital risco no desenvolvemento de sectores de alta tecnoloxía no noso país, é un instrumento apropiado para a dinamización de sectores tradicionais nos que existe un importante volume de proxectos cun enfoque innovador orientado a determinados segmentos do mercado.

Os recursos xestionados por estas institucións resultan insuficientes para que a súa influencia sobre o tecido empresarial poida facerse notar. Sen embargo, esta situación poderá ser mellorada se o capital risco consegue captar parte dos fondos institucionais (compañías de aseguradoras, plans e fondos de pensións, etc.) que empezan a ter un importante peso no sistema financeiro español, e que poden verse atraídos por estes investimentos dada a alta rendibilidade e o vencemento a longo prazo que presentan.

NOTAS

1. Referirémonos exclusivamente ó capital risco organizado e non entramos na consideración do capital risco informal, entendendo por este as contribucións individuais que non son xestionadas profesionalmente, aínda que indudablemente teñen gran trascendencia no financiamento de novos proxectos.
2. Para unha maior descrición, véxase Martí Pellón (1987).
3. Algúns autores, como Schumpeter (1939) e Galbraith (1957), sosteñen a supremacía innovadora da gran empresa fronte á PEME, debido, entre outras causas, á maior dotación de recursos financeiros e humanos.
4. Véxase Schumpeter (1976).

5. A selección de proxectos incipientes é unha actividade que require unha gran destreza, xa que o risco que se asume é moi elevado. Adam e Farber (1994) indican que os proxectos cun elevado contido tecnolóxico non superan nun 95% dos casos a fase de I+D.
6. Só se participa nun 5-10% das propostas presentadas.
7. Véxase Zopounidis (1994).
8. Teñamos en conta o que este sector empresarial supón en España: o 98% do total das empresas son PEMES, as cales ocupan ó 70% da poboación e xeran o 75% do PIB, o cal indica o importante que pode ser que estas organizacións dispoñan de fondos adecuados para financia-lo seu crecemento.

BIBLIOGRAFÍA

- ADAM, M.C.; FARBER, A. (1994): *Le Financement de l'Innovation Technologique*. Paris: PUF- Gestion.
- ALCALÁ OLID, F. (1995): "Criterios de inversión del Capital Riesgo español: Un análisis empírico", *Actualidad Financiera*, N. 11-13, (mar., 1995).
- CUADRADO ROURA, J. (1988): "SMEs and Regional Distribution of Industry in Spain", en M. Giaoutzi, P. Nijkam e D. Storey [ed.]: *Small and Medium Size Enterprises and Regional Development*. London: Routledge.
- FREEMAN, C. (1971): "The Role of Small Firms in Innovations in U.K.", *Research Report*, N. 6. London: Committe of Inquiry on Small Firms.
- GALÁN GONZÁLEZ, J.L. et al. (1992): "Capital Riesgo e innovación: Un análisis en la Comunidad Europea", *II Congreso Franco-Español de Management des Entreprises*.
- GALBRAITH, J.K. (1957): *American Capitalism*. London: Hamilton.
- LAFUENTE, A.; SALAS, V.; YAGÜE, M.J. (1983): "Actividades de I+D y dimensión empresarial en la industria española", *Economía Industrial*, (mar., 1983).
- MARTÍ PELLÓN, J. (1987): *El Capital Riesgo ("venture capital")*. Un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados. [Tese de Doutoramento]. Marid: Universidad Complutense.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1993): "La capitalización de PMEs mediante Capital Riesgo", *Economía Industrial*, N. 294.
- PAVITT, K. (1989): "Strategic Management in the Innovative Firm", en R. Mansfield [ed.]: *Frontiers of Management*. London: Routledge.
- PREMUS, R. (1985): *Venture Capital and Innovation*. Washington: U.S. Government Printing Office.
- ROTHWELL, R. (1983): "Innovation an the Firm Size: A Case of Dinamic Complementary", *Journal of General Management*, Vol. 8, N. 3, (primavera, 1983).
- ROTHWELL, R. (1986): "The Role of Small Firms in Technological Innovation", en J. Curran, J. Stanworth e D. Watkins [ed.]: *The Survival of the Small Firm 2*. London.
- ROTHWELL, R.; ZEGVELD, W. (1982): *Innovation and the Small and Medium Sized Firm*. London: Frances Pinter.
- SCHUMPETER, J.A. (1939): *Business Cycles*. New York: McGraw-Hill.
- SCHUMPETER, J.A. (1976): *Teoría del desenvolvimien-to económico*. México: FCE.
- STOREY, D. (1982): *Entrepreneurship and the New Firm*. London: Croom Helm.
- ZOPOUNIDIS, C. (1994): "Venture Capital Modelling: Evaluation Criteria for the Appraisal of Investments", *The Financier*, Vol. 1.