



# capital riesgo sgc

Capital riesgo  
y financiación  
de Pymes

Maite Seco Benedicto



# Capital riesgo y financiación de Pymes

Maite Seco Benedicto

Coordinación de la edición: Enrique Ferro

Diseño de colección: Manuel Estrada

Maquetación: Estudio Manuel Estrada

Impresión: Gráficas Muriel

© 2008. Fundación EOI

ISBN: 978-84-88723-90-1

ISSN: 1888-5993

Depósito Legal:

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni el almacenamiento en un sistema informático, ni la transmisión de cualquier forma o cualquier medio electrónico, mecánico, fotocopia, registro u otros medios, sin el permiso y por escrito de los titulares del Copyright.

# Índice

Prólogo .....	11
1. Introducción .....	13
2. Financiación especializada para pymes y emprendedores.....	17
3. Antecedentes de la actividad de capital riesgo .....	23
4. El concepto de capital riesgo.....	27
5. El ciclo de capital riesgo: formalización de las operaciones.....	33
5.1. Captación.....	34
5.2. Inversión.....	35
5.3. Desinversión.....	42
6. Condiciones para el desarrollo del capital riesgo.....	45
6.1. Aspectos generales que afectan a la actividad.....	46
6.2. Determinantes de la captación de fondos.....	51
6.3. Determinantes de la inversión de fondos.....	54
7. Tipos de operaciones de capital riesgo.....	59
8. La conexión entre el inversor y el empresario: ¿qué busca el inversor de capital riesgo?.....	63
8.1. Requisitos formales.....	63
8.2. Requisitos económico-financieros.....	65
8.3. Conclusiones en el ámbito empírico.....	66
9. El Plan de Negocio .....	81
9.1. Funciones del Plan de Negocio.....	81
9.2. Elementos del Plan de Negocio.....	82
9.3. Estructura y contenidos del Plan de Negocio.....	82

<b>10. Ventajas y desventajas de la financiación a través de capital riesgo.....</b>	<b>87</b>
<b>11. Impacto de capital riesgo en la economía y en las empresas financiadas .....</b>	<b>89</b>
<b>12. Inversores ángeles.....</b>	<b>91</b>
12.1. Antecedentes.....	91
12.2. Definición y características de los inversores ángeles.....	92
12.3. Tipos de inversores ángeles.....	94
12.4. Redes de inversores ángeles.....	96
12.5. Diferencias entre capital riesgo e inversores ángeles.....	96
<b>13. Entorno legal e institucional del capital riesgo en España.....</b>	<b>101</b>
13.1. Aspectos legales y fiscales.....	101
13.2. Tipos de entidades de capital riesgo (ECR).....	102
13.3. Organización del sector.....	102
13.4. Mercados especializados.....	102
<b>14. Cifras del capital riesgo en España y en el mundo.....</b>	<b>103</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>107</b>

# Índice de gráficos

GRÁFICO 1.	RELACIÓN ENTRE RIESGO Y GRADO DE MADUREZ DE LA EMPRESA RESPECTO A LOS DIFERENTES TIPOS DE INVERSORES.....	19
GRÁFICO 2.	LA RELACIÓN ENTRE PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE CAPITAL RIESGO EN UN ÁMBITO FORMAL E INFORMAL .....	20
GRÁFICO 3.	LOS FACTORES QUE AFECTAN EN LA CREACIÓN DE NUEVAS EMPRESAS.....	22
GRÁFICO 4.	EQUILIBRIO DE OFERTA Y DEMANDA DE CAPITAL RIESGO .....	31
GRÁFICO 5.	EL MERCADO DE CAPITAL RIESGO: SUBMERCADOS.....	32
GRÁFICO 6.	FASES DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO .....	33
GRÁFICO 7.	EL PROCESO DE INVERSIÓN EN CAPITAL RIESGO.....	36
GRÁFICO 8.	FACTORES QUE INFLUYEN EN LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO .....	47
GRÁFICO 9.	TOTAL DE EMPRESAS QUE ELABORARON UN PLAN DE NEGOCIO ESCRITO .....	68
GRÁFICO 10.	ACEPTACIÓN DE LA ENTREGA ESCALONADA DE FONDOS A LA FINANCIACIÓN.....	72
GRÁFICO 11.	DISPOSICIÓN A ASISTIR A REUNIONES ESPECÍFICAS PARA PONER EN CONTACTO A INVERSORES Y EMPRESARIOS.....	77
GRÁFICO 12.	ESQUEMA DE PREPARACIÓN DEL PLAN DE NEGOCIO .....	86
GRÁFICO 13.	CUADRO DEL TOTAL DE INVERSIÓN POR REGIONES GEOGRÁFICAS EN 2005 .....	104
GRÁFICO 14.	INVERSIONES EN CAPITAL RIESGO POR CADA PAÍS DE LA OCDE EN MEDIA ENTRE 1995-2002.....	106



# Índice de cuadros

CUADRO 1.	CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTORES QUE INTERVIENEN EN APOYO DE LA PYME EN CRECIMIENTO, CLASIFICACIÓN TRADICIONAL.....	21
CUADRO 2.	FORMAS PREFERIDAS PARA ENTRAR EN CONTACTO CON INVERSORES NO CONOCIDOS .....	76
CUADRO 3.	VENTAJAS DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE CAPITAL RIESGO .....	88
CUADRO 4.	DESVENTAJAS DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE CAPITAL RIESGO .....	88
CUADRO 5.	DIFERENCIAS ENTRE INVERSORES ÁNGELES E INVERSORES DE CAPITAL RIESGO .....	99
CUADRO 6.	LOS VEINTE PAÍSES PRINCIPALES POR VOLUMEN DE INVERSIÓN Y FONDOS CAPTADOS EN <i>PRIVATE EQUITY</i> EN 2005.....	105



# Prólogo

Desde EOI escuela de negocios, que tiene en el mundo de las Pymes uno de sus principales ejes de acción, potenciándolas con herramientas tales como nuestros programas de creación y consolidación de empresas, disponemos de un observatorio privilegiado para valorar la importancia de que el sistema financiero ofrezca recursos especializados para este tipo de empresas.

Ello adquiere mayor relevancia dado el importante papel que las Pymes tienen en la creación de empleo y riqueza en España. Las empresas nuevas, jóvenes o no consolidadas, no son el objetivo preferente de la actividad financiera tradicional, que se basa en elementos de garantía que en muchos casos estos negocios no están en condiciones de ofrecer. Sin embargo, estas empresas suelen mostrar un perfil de crecimiento e innovación que requiere importantes recursos financieros para su desarrollo.

Los sistemas financieros ofrecen algunas opciones especializadas, como son el capital riesgo y los inversores ángeles. También se ha avanzado en otorgar apoyo financiero a las Pymes a través de ayudas de las Administraciones Públicas y de intermediarios financieros especializados, como las sociedades de garantía recíproca.

El capital riesgo, como fuente de recursos financieros estables, se centra en proyectos empresariales jóvenes pero con altas expectativas, a los que aporta no solamente apoyo financiero, sino que juega un papel activo en su evolución, control y acceso a la comunidad de negocios. Desde un punto de vista más informal, los inversores llamados ángeles también abordan la financiación en las fases más iniciales de los proyectos empresariales.

El libro que se presenta abarca la problemática de la financiación de la Pyme desde el punto de vista de las entidades de capital riesgo y los inversores ángeles. Su visión pretende ser amplia, en tanto que contiene aspectos conceptuales y aspectos más prácticos, que habrán de encontrar de utilidad todos aquellos lectores que lo aborden desde distintas perspectivas: académica, empresarial y emprendedora.

**Eduardo Lizarralde González-Varela**

*Director de Investigación y Publicaciones  
EOI escuela de negocios*



# 1. Introducción

Las empresas nuevas, jóvenes o no consolidadas no son el objetivo preferente de la actividad financiera tradicional. Ésta se basa en elementos de garantía que, en muchos casos, estos negocios no están en condiciones de ofrecer. Generalmente, no disponen de activos realizables, o bien solamente cuentan con activos intangibles de valor difícilmente determinable, generan flujos de caja negativos y no disponen de una historia que avale su credibilidad. Y, sin embargo, con frecuencia, este tipo de empresas muestra un perfil de crecimiento e innovación que requiere importantes recursos financieros para su desarrollo.

El riesgo de lo nuevo, definido por Stinchcombe en 1965 como el “pasivo de la novedad” (*the liability of newness*) y las asimetrías de información que se producen entre los emprendedores y los mercados financieros, entre otros factores, dificultan la financiación de estas actividades dentro del circuito habitual. Los problemas de información pueden provocar que los recursos financieros no se canalicen adecuadamente hacia las empresas que los necesitan.

El problema de la escasez de medios financieros en este tipo de empresas se conoce como *equity gap* (escasez de recursos propios), que fue descrito por el Macmillan Committee (1931). A este problema se une el llamado *matching gap*, que se produce cuando, habiendo recursos excedentes, no se consigue la conexión eficiente entre demandantes y oferentes de fondos.

Los sistemas financieros ofrecen algunas soluciones al problema de la falta de recursos financieros, como son el capital riesgo y los inversores ángeles. También se ha avanzado en la mayoría de los países en el apoyo a las pymes por medio de ayudas de las Administraciones Públicas y de intermediarios financieros especializados, como las sociedades de garantía recíproca.

El capital riesgo, como fuente de recursos financieros estables, se centra en la financiación de negocios jóvenes y arriesgados, pero con altas expectativas futuras, a los que aporta no solamente apoyo financiero, sino que juega un papel activo en su evolución y control, facilitando su acceso a una red de contactos potencialmente útiles en el entorno de los negocios.

Debido a este enfoque, la actividad de capital riesgo, con un importantísimo crecimiento en los últimos años, se contempla cada vez más como uno de los motores para promover el desarrollo económico, el avance de las sociedades y la renovación de su base tecnológica.

El desarrollo empresarial y la actividad económica impulsada por la iniciativa privada se consideran motores clave de la economía y del progreso, como se reconocía en la Cumbre del Consejo de Europa celebrada en Niza (Francia) en diciembre de 2000. El empuje empresarial se estima fundamental en las políticas de empleo. El capital riesgo es uno de los factores que pueden influir en el éxito de ese empresariado.

Si bien han sido países altamente desarrollados los que han actuado como pioneros de la actividad de capital riesgo, cada vez se observa una mayor expansión de dicha actividad en países en vías de desarrollo por su fomento del crecimiento económico y el progreso.

En un estudio publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en el año 1996, se reflejaba el valor que esta organización, representante de los países más industrializados del mundo, otorga a una actividad económica que, sin tener un peso sustancial en el valor global de la actividad financiera mundial, posee un papel fundamental en el proceso de innovación. Igualmente, la OCDE identificaba la actividad de capital riesgo como un componente crítico del éxito de las firmas de corte empresarial y de alta tecnología y recomendaba a todos los países que consideraran estrategias para animar la disponibilidad de capital de estas características.

Los gobiernos de la mayoría de los países apoyan la actividad de capital riesgo por el efecto sobre el crecimiento y el empleo que genera. Este apoyo se lleva a cabo de forma directa o indirecta.

De forma directa, algunos gobiernos han emprendido un proceso de formación de fondos de capital riesgo e, incluso, han aportado recursos económicos para promover determinadas industrias o la innovación, así como se ha favorecido la concesión de garantías sobre préstamos.

De forma indirecta, los gobiernos pueden incentivar la actividad a través de regímenes administrativos favorables a la creación de empresas, de reformas impositivas sobre las ganancias de capital derivadas de esta actividad, de la creación de entornos legales y macroeconómicos seguros y estables, y a través de la potenciación de mercados de valores secundarios especializados en empresas en crecimiento y de orientación tecnológica, que faciliten la desinversión de la entidad de capital riesgo.

Numerosos estudios han documentado la fuerte relación entre capital riesgo e innovación, sobre todo en el entorno de Estados Unidos, y se ha llegado a la conclusión de que el capital riesgo tiene un impacto sustancial en la innovación industrial de la economía norteamericana, país en el que algunas estimaciones atribuyen al capital riesgo entre el 8% y el 10% de la misma.

Cabe distinguir la actividad de financiación de carácter informal que se produce cuando una familia o una persona adinerada prestan fondos a una empresa, o grupo de personas, con una idea de negocio, frente a la actividad formal y organizada que se conoce como capital riesgo.

A los inversores que se prestan a financiar proyectos, sin seguir normas concretas y de forma más intuitiva que las entidades de capital riesgo, se les conoce habitualmente como inversores ángeles.

La actividad de capital riesgo tiene, sin embargo, un carácter más formal y, por lo general, se organiza y articula como actividad financiera en los sistemas financieros de la mayoría de los países, con normativas y leyes que la regulan, asociaciones que agrupan a las entidades que la llevan a cabo y estadísticas que marcan la evolución de sus cifras.

Por otro lado, en la introducción de este trabajo, conviene realizar una matización terminológica. Capital riesgo es el término más utilizado para referirse a la actividad de carácter financiero que consiste en la toma de participación minoritaria en empresas no cotizadas, de forma temporal, por parte de intermediarios financieros especializados. La expresión utilizada habitualmente en inglés para referirse a esta actividad es *venture capital*.

No obstante, en los últimos años, se observa una tendencia a la utilización del término *private equity*, del que no hay un equivalente en castellano, y que se distingue por tener un significado algo más amplio. La mayor diferencia radica en que en este caso no se especifica el grado de desarrollo de la empresa participada, que podría ser una empresa madura, y que la participación puede ser minoritaria o mayoritaria. Desde hace unos años, se ha observado una mayor orientación hacia este segundo enfoque en el entorno español y europeo.



## 2. Financiación especializada para pymes y emprendedores

La literatura financiera recoge extensamente los problemas con que se enfrenta una pyme a la hora de tratar de consolidarse y crecer. A las de carácter financiero, se unen dificultades de otro tipo.

Un documento desarrollado por una comisión del Parlamento británico en 2003, tras el análisis de la situación de los emprendedores en la Unión Europea, identificaba las tres áreas principales de preocupación e interés para desarrollar una política efectiva de emprendeduría. Las tres áreas son:

- Reducir las barreras al crecimiento y desarrollo de las empresas por medio de:
  - La mejora del acceso a personal cualificado y entrenado.
  - Mejor acceso a los medios financieros.
  - La reducción de la carga y barreras derivadas de la legislación
  - La promoción de las redes de contactos.
- Equilibrar los riesgos y la recompensa de la emprendeduría a través de:
  - Apoyo fiscal.
  - Eliminación de la penalización social y pérdida de imagen derivada de la quiebra.
  - Promoción del desarrollo de proyectos de carácter emprendedor por parte de empresas ya consolidadas.
- Promover una sociedad que valora la emprendeduría a través de:
  - Educación y cultura.
  - Establecimiento de modelos sociales.

Ya específicamente en los aspectos financieros, entre las dificultades a las que debe enfrentarse el emprendedor se habla del *equity gap* o problema debido a la falta de recursos propios. Éste es probablemente el más importante y el que se trata de forma más directa en este estudio. Algunos autores han expuesto los motivos para que se produzca el *equity gap* en los mercados financieros de los países avanzados.

Sin embargo, la literatura también cita el llamado *competence gap* o la falta de preparación, que en ocasiones afecta a los emprendedores y directivos de pequeñas empresas.

Un tercer factor frecuentemente mencionado y que dificulta el progreso de las pymes es el *matching gap*, que se produce cuando en un sistema financiero existen fondos para financiación de pymes pero, por una razón u otra, la conexión entre los oferentes y demandantes de fondos no se realiza adecuadamente. En general ocurre ante la falta de conocimiento mutuo y entendimiento entre los inversores potenciales y los empresarios o emprendedores. Las regulaciones complejas también dificultan la conexión, cuando los inversores deben registrarse y certificarse o la relación entre ambos debe estar gobernada por contratos complejos y con muchas cláusulas. Asimismo se suele citar los altos costes de las transacciones, derivados de estudios de *due diligence*, honorarios legales y de consultores, etc. Finalmente, otro de los problemas es la falta de liquidez de las inversiones, puesto que al tratarse de empresas no cotizadas no existe un mercado donde deshacer las posiciones.

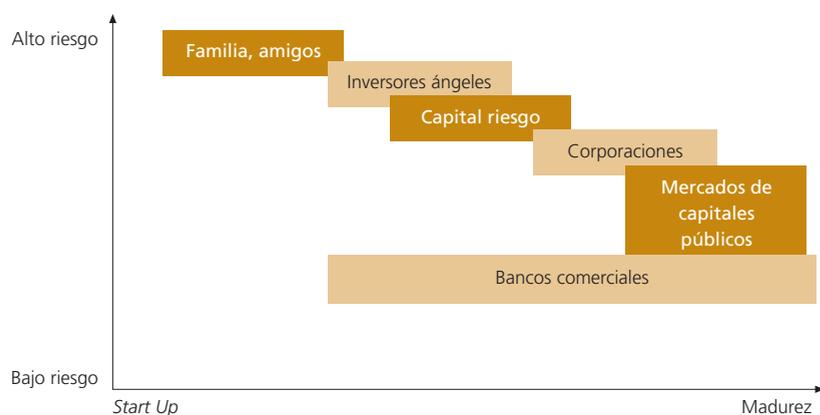
Los sistemas financieros de los países, tanto desarrollados como en vías de desarrollo, han propuesto en los últimos años soluciones para fomentar la financiación de pequeñas empresas, de base tecnológica o con planes de expansión en general.

Se ha analizado, en la literatura científica, cuáles son las fuentes de financiación más habituales dependiendo de la fase de desarrollo en que se halle la empresa. Basado en Kelly y Hay (1996 y 2003) se desarrolló el gráfico 1, citado frecuentemente por distintos autores en trabajos sobre financiación de pymes, y que expresa qué tipos de inversores se interesan por invertir en empresas, dependiendo del grado de riesgo que éstas conlleven y del grado de madurez en que se encuentran.

La familia y amigos ofrecen habitualmente su apoyo al emprendedor en empresas en fase *start-up* y de alto riesgo. A medida que se va avanzando hacia etapas de menos riesgo y mayor grado de avance de la empresa, van apareciendo los inversores ángeles, el capital riesgo, empresas o corporaciones y finalmente los mercados de capitales.

Los bancos comerciales desarrollan un papel más transversal, apoyando a empresas tanto nuevas como maduras, pero cuya actuación se centra en un ámbito de riesgo moderado.

GRÁFICO 1. RELACIÓN ENTRE RIESGO Y GRADO DE MADUREZ DE LA EMPRESA RESPECTO A LOS DIFERENTES TIPOS DE INVERSORES



Fuente: Kelly y Hay (1996 y 2003).

Las dos fórmulas de financiación más específicas para pymes incipientes son los inversores ángeles y el capital riesgo, que conforman el ámbito de este estudio. Ambas se centran en la financiación de negocios jóvenes o en consolidación, de tamaño generalmente pequeño y medio.

No obstante, distintos informes están planteando en los últimos años un mayor enfoque del capital riesgo hacia fases más avanzadas y operaciones mayores, en línea con una definición más amplia conocida como *private equity*, frente a los inversores ángeles, que se mantienen en las primeras etapas de desarrollo de proyectos. Este enfoque, sin embargo, muestra ciertas diferencias entre países.

Generalmente se reconoce que la actividad de los inversores ángeles tiene un componente más informal que la de capital riesgo. Se produce cuando una familia o una persona adinerada presta fondos a una empresa, o a un grupo de personas, con una idea de negocio. No suelen seguir normas concretas y actúan de forma más intuitiva y menos estandarizada que las entidades de capital riesgo. Con frecuencia son empresarios con éxito o directivos de empresa, que invierten de forma individual o bien se unen para emprender actividades arriesgadas, en paralelo a su actividad principal, y con las que, eventualmente, esperan obtener un importante beneficio con la venta de su participación.

Sin embargo, la actividad de capital riesgo tiene un carácter más formal y regulado, y normalmente se produce cuando existe una corriente continuada de oportunidades de inversión, crecimiento y expansión. Este tipo de oportunidades se relacionan en general

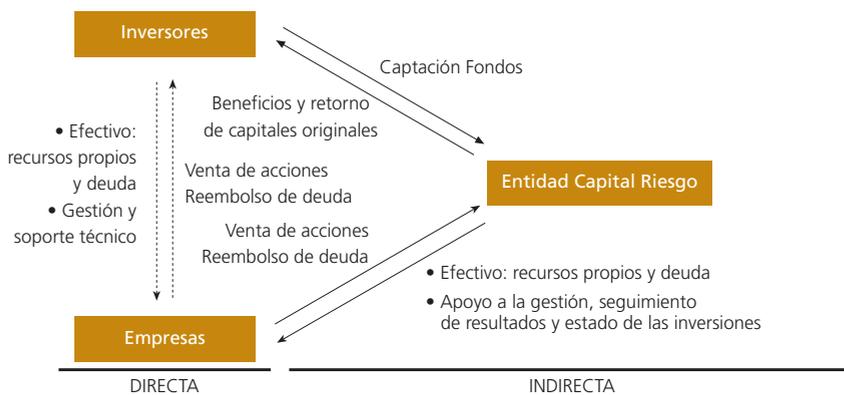
con áreas de contenido fuertemente tecnológico, por lo que se puede decir que, de alguna manera, la expansión de la actividad de capital riesgo está ligada a ciertos momentos de gran avance tecnológico.

El gráfico 2 permite una excelente visualización de la relación que se produce entre las firmas financiadas y los inversores.

En el caso de inversores informales o inversores ángeles, la relación entre inversor y empresa demandante de fondos es directa.

Cuando interviene una entidad de capital riesgo, ésta participa como intermediario financiero especializado, apareciendo una doble relación de agencia. Se produce así un vínculo indirecto entre inversores y empresas demandantes de fondos.

GRÁFICO 2. LA RELACIÓN ENTRE PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE CAPITAL RIESGO EN UN ÁMBITO FORMAL E INFORMAL



Fuente: Elaboración propia a partir de Baygan y Freudenberg (2000).

En ambos modos de inversión, tanto directo como indirecto, se produce (o se puede producir) un doble flujo de apoyo y soporte del inversor a la empresa financiada. No sólo se ofrece apoyo financiero, sino también asesoramiento en la gestión y dirección e, incluso, apoyo de carácter técnico.

Rasila (2004) señala cinco tipos de entidades que apoyan a la empresa en fase de expansión y señala sus características, según se refleja en el cuadro 1.

Clasifica los actores según los criterios del tipo de establecimiento de que se trate: si es de naturaleza pública o privada; su forma organizativa; la procedencia de los fondos y la injerencia de dicho actor en el proceso, en el sentido de si es pagado por sus servicios o está comprometido directamente en la suerte y futuro de la empresa.

Distingue así las incubadoras de empresa, los asesores, los inversores ángeles, las entidades de capital riesgo y las redes de inversores ángeles. Todos estos tipos de entidades han recibido mucho apoyo e interés en los últimos años por parte de las Administraciones Públicas en la mayoría de los países desarrollados.

CUADRO 1. CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTORES QUE INTERVIENEN EN APOYO DE LA PYME EN CRECIMIENTO, CLASIFICACIÓN TRADICIONAL

	Tipo de establecimiento	Organización	Fuente de fondos	Tipo de intervención
Incubadora	Público/privado	Persona jurídica	N.A.	Pagado
Asesor	Privado/público	Persona jurídica/física	N.A.	Pagado
Inversor ángel	Privado	Persona física	Propio	Comprometido
Capital riesgo	Privado/público	Persona jurídica	De terceros	Comprometido
Redes de inversores ángeles	Privado/público	Persona jurídica	N.A.	Pagado

Fuente: Rasila (2004).

No obstante, el apoyo financiero no es el único requisito para que un emprendedor o pequeño empresario pueda salir adelante.

El gráfico 3 muestra los factores que pueden afectar a la aparición y desarrollo de nuevos negocios.

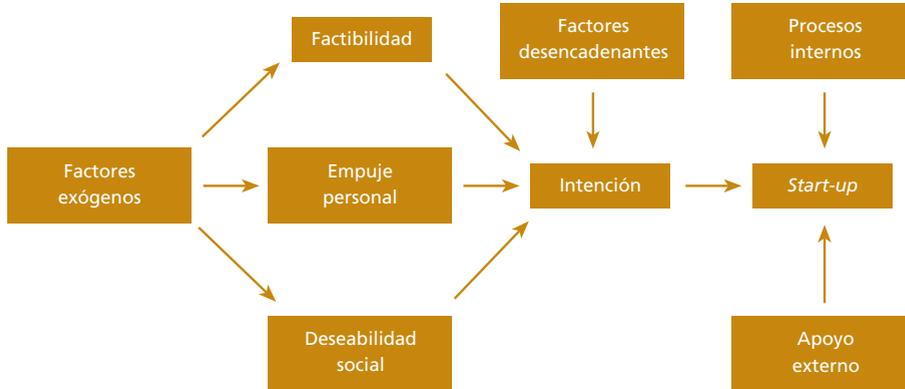
Éstos son esencialmente de dos tipos: externos (derivados del entorno) e internos (producto del propio proyecto de empresa o sus promotores).

El entorno, en todas sus dimensiones, en la esfera macroeconómica y también de la cultura que fomenta la emprendeduría y la empresa, afecta en la creación de empresas y su desarrollo.

En el ámbito interno, el empuje personal, la capacidad del emprendedor y otros factores también tienen una importante repercusión.

Los inversores ángeles o entidades de capital riesgo pueden jugar un importante papel en ese esquema, sobre todo en la parte relativa al empuje externo o apoyo externo que recibe el emprendedor que se anima a sacar adelante un proyecto empresarial.

GRÁFICO 3. LOS FACTORES QUE AFECTAN A LA CREACIÓN DE NUEVAS EMPRESAS



Fuente: Krueger, 2003.

En los siguientes capítulos se analizan en detalle las características de la actividad tanto de los inversores de capital riesgo como de los inversores ángeles, por su importancia en la financiación de pymes y, consecuentemente, en su creación y consolidación.

### 3. Antecedentes de la actividad de capital riesgo

En la literatura sobre capital riesgo se citan antecedentes muy lejanos. Algunos autores señalan a la reina Isabel la Católica de España como la primera empresaria de capital riesgo, al financiar el descubrimiento y exploración de América por parte de Cristóbal Colón o también a Gutenberg, quien recibió dinero ajeno en 1450 para financiar su proyecto de construir la primera imprenta.

El capital riesgo, en su forma organizada, como actividad financiera dedicada a la promoción de pequeñas y medianas empresas mediante la toma de participación en su capital de forma temporal, tiene su cuna en Estados Unidos. En 1946 fue creada la primera firma moderna de capital riesgo, *American Research and Development (ARD)*, por personas cercanas al *Massachusetts Institute of Technology (MIT)*, la Universidad de Harvard y hombres de negocios. La principal inversión de ARD fue *Digital Equipment Corporation*.

Tras la Segunda Guerra Mundial aparecieron los especialistas en capital riesgo, que se centraron en la financiación de firmas que creían capaces de un crecimiento rápido, con una revalorización importante del capital invertido. A partir de estos modestos comienzos, la actividad de capital riesgo comenzó a expandirse y a tomar cuerpo de manera más profesional.

Un hito importante en Estados Unidos fue la *Small Business Investment Act* del año 1958. Esta ley autorizaba la formación de *Small Business Investment Companies (SBIC)* para la inversión en pequeñas empresas. Las empresas financieras así constituidas podían apalancarse con fondos públicos para financiar negocios pequeños, contando con una fiscalidad favorable sobre las plusvalías que pudieran generar. Además, a través de esta ley, los bancos pudieron ampliar su toma de participación en el capital de pequeñas empre-

sas, práctica que estaba limitada por la normativa. Sin embargo, muchas de las SBIC, excepto las financiadas o apoyadas por bancos, fracasaron.

Hasta finales de los años setenta y principios de los ochenta, el capital riesgo no tomó un peso importante en la economía de Estados Unidos. Esto se produjo a partir de algunos cambios legislativos, así como por la revolución tecnológica de finales de los años setenta. Entre las transformaciones legislativas destacan la autorización a los fondos de pensiones a invertir en capital riesgo, así como mejoras en las condiciones fiscales sobre las plusvalías por ganancias de capital y un nuevo régimen jurídico que beneficiaba fiscalmente determinadas formas societarias.

La aparición de dos instituciones también favoreció el desarrollo de la actividad. En 1971 se creó el mercado *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (NASDAQ), especializado en la cotización de empresas de base tecnológica. En Estados Unidos, más de 3.000 empresas han salido a cotización en mercados organizados en los últimos veinticinco años. En 1973, se crea la *National Venture Capital Association* (NVCA) para promover el desarrollo del capital riesgo, y entre sus logros debe mencionarse la elaboración de estadísticas e informes del sector en Estados Unidos.

En los años ochenta, se observa en Estados Unidos un cierto proceso de cambio de la innovación tecnológica y de trasvase del empuje empresarial de la costa este hacia la costa oeste. Entre los años ochenta y noventa, empresas hoy consolidadas en el mercado tecnológico como Apple Computers, Cisco Systems y Sun Microsystems, entre otras, fueron financiadas a través de capital riesgo.

En Europa, la actividad se desarrolla sobre todo hacia mediados de los años ochenta. Como ocurre en Estados Unidos, no obstante, se pueden identificar operaciones y operadores desde el período inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial.

En el Reino Unido, en 1929 se creó un comité presidido por lord Macmillan que identificó la existencia de un *gap* o desfase en la financiación de las compañías pequeñas y medianas (*equity gap*) y que desde ese momento empezó a conocerse como el *Macmillan gap*. Conviene indicar que el conocido economista John Maynard Keynes participó en algunos de los documentos elaborados por este comité.

Posteriormente, en 1945, en el Reino Unido se creó la *Industrial & Commercial Finance Corporation* (ICFC) con el objeto de facilitar préstamos a largo plazo a las empresas pequeñas y medianas. Esta compañía es, por posteriores fusiones, antecedente de la conocida 3i, una de las firmas más activas actualmente en el panorama mundial.

A partir de la experiencia de Estados Unidos, desde los años ochenta se produjeron otras iniciativas para ampliar la actividad de capital riesgo a otros países y entornos. En esa línea, destacan la *International Finance Corporation*, así como otras instituciones de de-

sarrollo bilateral o multilateral, como el *Asian Development Bank*, el *West German Deutsche Entwicklungs Gesellschaft* (DEG) y el *British Commonwealth Fund*.

En Asia, Japón es el primer país en el que existen indicios de esta actividad. En 1963 se constituyó la entidad *Japanese Small and Medium Enterprise Investment Co.* para la promoción de la inversión en pequeñas y medianas empresas, con apoyo de fondos públicos. Más tarde, a primeros de los años setenta, aparecieron las primeras firmas de carácter privado, con apoyo de bancos y sociedades de valores. En 1972, se estableció la *Kyoto Enterprise Development* (KED), con el ánimo de emular el modelo de la ARD americana. Sin embargo, tuvo poco éxito y desapareció pocos años más tarde. Al mismo tiempo, se formó en Tokio la entidad *Nippon Enterprise Development* (NED). La crisis del petróleo iniciada en 1973 frenó la carrera de crecimiento del sector.

Si bien los orígenes de la industria en el área Asia-Pacífico se remontan a treinta años atrás, sobre todo en Japón, su nivel de desarrollo se ha mantenido siempre por debajo del registrado en los países occidentales más avanzados. En los años noventa, las inversiones en *private equity* en Asia, se centraban en operaciones muy pequeñas, con tomas de participación generalmente minoritarias y, sólo de forma ocasional, centradas en fases de inicio de negocio. Posteriormente, comenzó a desarrollarse un mayor interés por el área por parte de los países más avanzados, una vez que sus mercados locales habían alcanzado elevados niveles de inversión y valorando el menor grado de desarrollo asiático como una oportunidad de negocio.

Hacia finales de los noventa, al igual que ocurrió en prácticamente todo el mundo, la industria de capital riesgo en Asia alcanzó una gran expansión centrada en tecnología y comunicaciones, sufriendo posteriormente el desplome de la burbuja tecnológica. Actualmente, la actividad vuelve a marcar nuevos máximos, con un impacto cada vez mayor de las operaciones transnacionales procedentes de dentro y fuera de la región. Asia-Pacífico es una región que importa fondos del resto del mundo y que cuenta con dos importantes centros financieros: Hong Kong y Singapur, que actúan como distribuidores de recursos financieros en la región. Reciben fondos de países europeos y americanos, sobre todo Hong Kong, confiados en su sistema jurídico y entorno de corte occidental, que posteriormente se invierten en otros países del área.



## 4. El concepto de capital riesgo

Existen distintas definiciones del término y de la actividad de capital riesgo. Todas ellas, sin embargo, citan características comunes que destacan su origen y fundamento básico.

La actividad de capital riesgo se entiende como una forma de financiación principalmente dirigida a empresas de tamaño pequeño y mediano, con un plan de expansión o de nueva creación, pero siempre innovadoras y en crecimiento y, con frecuencia, de carácter tecnológico. La participación en la sociedad se realiza generalmente de forma minoritaria, por la adquisición de acciones ordinarias, acciones preferentes o algún instrumento de deuda (frecuentemente convertible en acciones) y, en algunos casos, a través de otros instrumentos, como los préstamos participativos.

La financiación es de carácter temporal y, tras un cierto período de tiempo que se centra en el medio y largo plazo, la entidad de capital riesgo abandona la sociedad financiada liquidando su participación a través de distintas vías: por la salida al mercado de capitales de la participada, por colocación privada a terceros, por venta a los antiguos accionistas, por venta a otra entidad de capital riesgo, liquidación u otras.

La entidad de capital riesgo no sólo ofrece recursos financieros. También proporciona reputación a la sociedad financiada, por el hecho de estar apoyada por un grupo inversor externo y ayuda y consultoría en la gestión.

En todo caso, las entidades de capital riesgo realizan una función de intermediación, con un tipo de financiación especializada que no estaría disponible por cauces tradicionales en la mayoría de los sistemas financieros. La financiación se produce en condiciones de riesgo, de falta de garantías y de asimetría de información que las instituciones financieras convencionales no están habitualmente dispuestas a asumir, al

menos a través de sus vehículos tradicionales. Algunas entidades financieras bancarias han abierto en los últimos años divisiones especializadas para atender este tipo de operaciones.

El alcance de la definición de capital riesgo varía entre áreas geográficas. En Estados Unidos, el término capital riesgo se suele reservar a las operaciones privadas de adquisición de títulos en empresas en sus primeras fases de desarrollo (*seed*, *start-up* y *expansion*), excluyendo las operaciones de *buy-out* entre las que cabe destacar las conocidas como LBO (*Leveraged buy-out*) y MBO (*Management buy-out*). La *National Venture Capital Association* (NVCA) de Estados Unidos define capital riesgo como "dinero facilitado por profesionales que invierten junto con la dirección en empresas jóvenes, de crecimiento rápido y que tienen el potencial para convertirse en empresas generadoras de riqueza. Capital riesgo es una importante fuente de capital para empresas en fase de *start-up*".

Martí Pellón (2002) define capital riesgo como "una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a pequeñas y medianas empresas en proceso de arranque o de crecimiento, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado".

La definición de capital riesgo en Europa sigue, sin embargo, unas pautas más amplias, incluyendo prácticamente cualquier operación en empresas no cotizadas, como hace la asociación que aglutina la práctica en Europa, conocida como *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA). Martí y Balboa (2005) indican que en Europa sería más apropiado usar la expresión genérica *private equity*, ya que las inversiones a partir de los años ochenta se han centrado en operaciones de *buy-out* y en etapas más avanzadas de desarrollo en la empresa, dados los pobres resultados y los largos plazos que se produjeron en inversiones en etapas tempranas, en años anteriores. La expresión *private equity* también muestra una posición de cierto rechazo a los aspectos de riesgo y aventura implícitos en la acepción restringida de la actividad.

Algunos autores señalan las diferencias en ganancias potenciales entre capital riesgo y *private equity*. En este segundo se pueden exigir menores tasas de retorno, puesto que existe menos riesgo al invertirse en empresas en fases algo más avanzadas y en las que, por tanto, se puede valorar mejor el potencial de inversión.

Ampliando esta visión sobre porcentajes esperados de rendimiento de estas inversiones, de acuerdo con Gompers y Lerner (1999), en un 70% de los casos las inversiones de capital riesgo no permiten una liquidación exitosa. Dossani y Kenney (2002) inciden en que, en las últimas décadas, solamente las inversiones en electrónica, *software*, biotecnología y biomédica han supuesto oportunidades con suficientes ganancias como para justificar el desarrollo de la industria de capital riesgo.

En el caso de Asia, el *Asian Venture Capital Journal* (AVCJ) también sigue la posición amplia, incluyendo en sus estadísticas lo que se considera tanto capital riesgo como *private equity*.

La actividad de capital riesgo es una acción de intermediación financiera que precisa de, al menos, tres partes implicadas: los inversores que aportan los fondos, las empresas que requieren financiación y las entidades de capital riesgo que actúan como intermediarios financieros.

Las entidades de capital riesgo entran en acuerdos y contratos tanto con los oferentes de fondos como con las firmas en las que invierten. Se produce, por tanto, una doble relación de agencia y, en ambos casos, es frecuente que el capital se entregue de forma escalonada y con opción de abandono de la inversión.

En ambas relaciones (inversor-entidad de capital riesgo y entidad de capital riesgo-empresario) hay un esquema de compensaciones similar. En ambas se definen mecanismos para conseguir liquidez y además, en caso de fracaso, tanto el empresario como la entidad de capital riesgo sufrirán restricciones futuras de capital y su reputación quedará dañada.

Los fondos pueden ser ofrecidos directamente por los inversores a las empresas, en un entorno no organizado o informal, a través del circuito de inversores particulares, los inversores ángeles, que no forman parte de las estadísticas de capital riesgo. Se considera que este tipo de inversores tiene un peso muy importante en el desarrollo empresarial en Estados Unidos, siendo bastante menor en Europa y Asia.

Los inversores, tanto de capital riesgo como ángeles, prestan un doble apoyo a la empresa financiada. No sólo se ofrecen fondos, sino también asesoramiento en la gestión y dirección y soporte de carácter técnico. Incluso, se aporta mayor credibilidad ante terceros, derivada del apoyo e interés que se recibe de un inversor externo al que se supone haber realizado un esfuerzo de análisis previo.

Esta tendencia a la ayuda y asesoramiento se refuerza en los últimos años y también se acentúa en estadios más iniciales de la vida de la empresa, o en los sectores más tecnológicos, por el mayor nivel de riesgo. Las posibles plusvalías a obtener serían la contrapartida por los riesgos que se asumen en el proceso y el dilatado plazo necesario para la maduración de las inversiones.

Por tanto, la empresa financiada recibe no sólo financiación, sino que también une su futuro inmediato a una entidad diferente, con una capacidad de ofrecer servicios adicionales al apoyo financiero que le daría cualquier otro intermediario, además del acceso a una mayor red de contactos y de poder mostrar una posición de mayor credibilidad en el mercado.

Dado que la entidad de capital riesgo posee un interés económico en la empresa, mantiene además unos derechos de control sobre la participada para vigilar su inversión, el valor de la misma y el cumplimiento de los objetivos propuestos. Por medio del control ejercido, reduce las asimetrías informativas latentes en el proceso. Las entidades de capital riesgo concentran su inversión en empresas tecnológicas y jóvenes, en las que las asimetrías de información son muy importantes, por lo que el control de la inversión es muy necesario. De dicho control pueden derivarse acciones de protección, incluyendo la opción de abandonar un proyecto.

La actividad de capital riesgo puede estudiarse desde distintos ángulos: desde la perspectiva de la captación de fondos, de la inversión de dichos fondos y de la intermediación entre ambas realizada por las entidades especializadas en capital riesgo.

- La captación de fondos para el capital riesgo es protagonizada por inversores finales, privados o institucionales, que deciden aportar recursos a una entidad de capital riesgo para su posterior aplicación en proyectos de inversión. Suelen ser bancos, empresas, compañías de seguros, fondos de pensiones, particulares y también agencias de los gobiernos de los países o instituciones de carácter público.

En ocasiones, la captación de fondos muestra un importante componente internacional, con fondos procedentes de varios países para ser invertidos en otro.

- La inversión de fondos de capital riesgo, por el contrario, tiene como protagonistas a empresas y emprendedores que precisan recursos financieros para el desarrollo y expansión o consolidación de sus empresas.
- Las entidades de capital riesgo, en este contexto, realizan la función de intermediación financiera, captando los fondos de los oferentes y aplicándolos a la financiación de las empresas que los requieren.

A cambio de realizar esta gestión, que implica la custodia de los fondos, el análisis de inversiones, el control y seguimiento de empresas en cartera, la identificación y el desarrollo de la estrategia de salida más oportuna, entre otras funciones, la entidad de capital riesgo recibe una retribución. Ésta se produce en forma de comisiones, tanto por gestión como por resultados, en caso de éxito. La comisión de gestión se suele girar periódicamente sobre el capital gestionado y la comisión por resultados suele calcularse como un porcentaje de la plusvalía generada.

Dada la asimetría de información entre las empresas demandantes de fondos y los inversores finales, en ocasiones, aun existiendo recursos financieros excedentes, no se canalizan adecuadamente. El capital riesgo, como fuente de recursos financieros estables, constituye una de las soluciones a este problema.

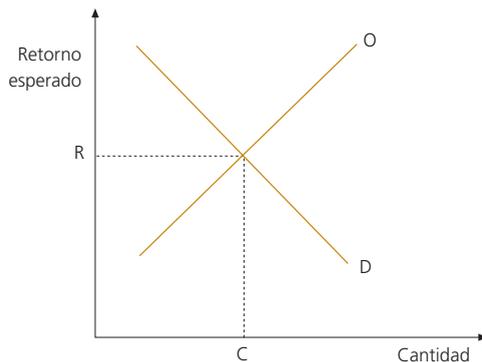
El proceso de asignación de recursos entre oferentes (captación de fondos) y demandantes (inversión de fondos) requiere el encuentro entre una oferta de fondos

por parte de diversos inversores y una demanda de recursos por parte de distintas empresas.

Gompers y Lerner (2002) explican el grado de equilibrio en el mercado de capital riesgo a nivel de un país, señalando que la oferta de capital riesgo viene dada por el deseo de los inversores por dedicar fondos a la actividad. Los inversores comprometerán más fondos en capital riesgo cuanto mayor sea la expectativa de rentabilidad esperada. La curva de oferta se representaría, por tanto, con las expectativas de rentabilidad en el eje vertical y la cantidad ofrecida por los inversores en el eje horizontal.

La demanda viene dada por el número de firmas emprendedoras que buscan fondos de capital riesgo. Cuanto más rendimiento exigen los inversores, menor es el número de empresas que pueden cumplir ese requisito. Por tanto, la curva de demanda tiene una pendiente negativa. En su intersección, las curvas de oferta y demanda marcan el nivel de capital riesgo en la economía. El gráfico 4 muestra el equilibrio entre la oferta y demanda de capital riesgo en una economía.

GRÁFICO 4. EQUILIBRIO DE OFERTA Y DEMANDA DE CAPITAL RIESGO



Fuente: Gompers y Lerner (2002).

Pero la demanda y la oferta de fondos no se relacionan directamente, sino a través de las entidades de capital riesgo, en el entorno formal. Y, además, existen unos importantes desfases temporales en una actividad en la que las operaciones no están estandarizadas, cada una es diferente y se cierran tras largos procesos de análisis y negociación.

Las entidades de capital riesgo ayudan a reducir la asimetría de información entre inversores y empresas. Su actividad de intermediación es muy diferente de la que realizan otros intermediarios financieros, donde la canalización de fondos es mucho más fluida y rápida. Por el lado de la oferta, levantar fondos de capital riesgo requiere un período medio de 12 a 18 meses y, por el de la demanda, las inversiones no se materializan al

instante, precisándose con frecuencia varios años para colocar los recursos de un fondo. Cada operación específica de inversión lleva aparejado un tiempo de análisis y formalización muy amplio, por ser operaciones singulares y con muchos riesgos asociados. Las peculiaridades de la actividad y la aparición de un intermediario especializado (la entidad de capital riesgo) determinan la división efectiva del mercado en dos submercados, cada uno con su oferta y su demanda, dependiendo la actividad de capital riesgo del equilibrio entre ambos submercados.

En el primer submercado, los inversores ceden fondos a la entidad de capital riesgo y, en el segundo, la entidad de capital riesgo los asigna a las empresas demandantes de fondos.

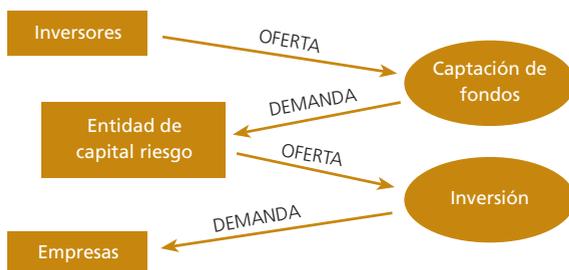
El equilibrio en el primer submercado se obtiene a partir de los recursos que tienen para invertir los inversores finales y de la rentabilidad y el riesgo que están dispuestos a asumir, pero también de los fondos que están interesadas en captar las entidades de capital riesgo. Dicho equilibrio se materializa en una cifra de fondos captados por estas últimas.

El equilibrio en el segundo submercado depende de los fondos que las entidades de capital riesgo tienen para colocar y de la demanda de recursos por parte de empresas para desarrollar sus proyectos. Se materializa en la cifra de inversión registrada en un período concreto.

Existe un importante desfase temporal entre una y otra fase, por el largo período de análisis e inversión que se requiere en el segundo submercado y de captación de inversores en el primero.

El gráfico 5 muestra la actividad de capital riesgo analizada desde la perspectiva de los dos submercados, cada uno de ellos con una oferta y una demanda. El nivel de actividad de capital riesgo depende del equilibrio entre las dos vertientes del mercado, captación de fondos e inversión, existiendo múltiples factores que afectan a una o a ambas facetas del mismo, que se desarrollan extensamente en el capítulo 6.

GRÁFICO 5. EL MERCADO DE CAPITAL RIESGO: SUBMERCADOS



Fuente: Elaboración propia.

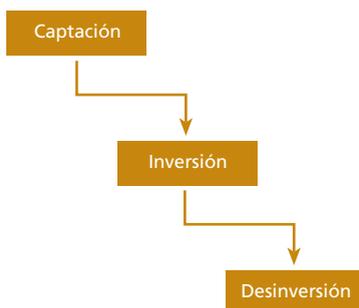
## 5. El ciclo de capital riesgo: formalización de las operaciones

La entidad de capital riesgo lleva a cabo la tarea de captar recursos de los oferentes e invertirlos, tras un proceso de estudio, en empresas con déficit de fondos, para liquidar más adelante esa inversión y devolver el capital más las posibles plusvalías a los inversores, cobrando comisiones por el servicio de intermediación prestado.

Es una actividad cíclica en la que se captan fondos de los inversores, se realiza una inversión de carácter temporal en las empresas en cartera (generalmente entre 3 y 7 años, dependiendo del sector, país, estadio, etc.) y posteriormente se retornan los fondos a los inversores con las plusvalías correspondientes, en caso de producirse.

La actividad de capital riesgo fluye en tres fases que se podrían representar como aparece en el gráfico 6. Las tres etapas se van repitiendo de forma sucesiva en ciclos.

GRÁFICO 6. FASES DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO



Fuente: Elaboración propia.

## 5.1. Captación

En esta fase, se suelen revisar y definir los siguientes aspectos:

- Identificación y captación de inversores (*fundraising*).
- Forma jurídica para la gestión de los fondos captados.
- Formalización de las participaciones: contrato entre oferentes de fondos y entidad de capital riesgo.
- Relación de agencia y asimetría informativa entre los inversores y la entidad de capital riesgo.

El capital riesgo se nutre de fondos aportados por inversores de distintos perfiles: empresas que desean diversificar sus actividades hacia sectores de mayor riesgo, fondos de pensiones, bancos, particulares, fondos de inversión, organismos o instituciones públicas y otros. La entidad de capital riesgo debe contar con inversores, identificarlos, presentarles su proyecto e involucrarles en el mismo, si no dispone de ellos originalmente.

Existen ciertas diferencias entre países respecto a quiénes son los oferentes de fondos para el capital riesgo, pudiendo variar de forma importante el peso del sector público frente al privado o, incluso, el tipo de inversor.

Los inversores participan en el capital riesgo a través de distintas formas legales que varían de unos países a otros. Aportan fondos pero, generalmente, no son los encargados de su gestión. Los inversores suelen recibir un folleto o reglamento que, formando parte del proyecto de constitución de la entidad gestora, detalla las líneas principales que desea seguir en las inversiones: sectores en los que se especializará, fase de las empresas a financiar y otras. El inversor no suele participar en las decisiones del día a día, y la entidad de capital riesgo es la que gestiona y controla las inversiones.

Una vez captados los inversores, se procede a la formalización de su participación en la entidad de capital riesgo.

La relación entre la entidad de capital riesgo y los oferentes de fondos tiene una especial dificultad, derivada de la existencia de información asimétrica. La entidad de capital riesgo posee un papel activo en la gestión de las empresas en cartera, mientras que los inversores no suelen hacer un seguimiento cercano. La entidad de capital riesgo podría obtener ventajas de los inversores, ya que éstos no participan en su gestión ni en sus decisiones. Ello motiva la firma de un acuerdo entre la entidad de capital riesgo y el inversor, con cláusulas de protección, donde se definen aspectos que permiten controlar y definir la relación que se produce entre ambos y reducir los costes de agencia. Sin embargo, estas asimetrías se van reduciendo en ciertas condiciones y, por ejemplo, fondos

sucesivos de una misma entidad de capital riesgo tienen menos dificultades de financiación una vez que ésta ha forjado un historial.

La literatura especializada recoge varias formas por medio de las cuales los inversores y las entidades de capital riesgo definen su relación. De manera genérica, se suelen utilizar cláusulas restrictivas en los contratos, que tratan de limitar los posibles conflictos futuros. Cuanto mayor es la posibilidad de conflictos entre la entidad de capital riesgo y sus inversores, más severas son las cláusulas en la constitución del fondo de capital riesgo.

Entre las cláusulas más habituales, se pueden señalar las siguientes:

- a) Fijar una vida limitada a los fondos de capital riesgo, de forma que los gestores no puedan mantener los recursos permanentemente.
- b) Escalonar la entrega de fondos, con la opción de no aportar fondos tras la entrega inicial o de retirarlos antes de la terminación de la vida del fondo.
- c) Prohibir a la entidad de capital riesgo reservarse ventajas frente a las condiciones que ofrecen a los inversores del fondo.
- d) Fijar la remuneración de la entidad de capital riesgo, que generalmente tiene dos componentes: comisión de gestión (fija) y comisión por resultados (variable).
- e) Prohibir a la entidad de capital riesgo iniciar un fondo hasta haber invertido completamente el anterior.
- f) Prohibir la inversión en determinadas empresas o sectores: por no conocerse bien, por ser más arriesgadas o por haber invertido la misma entidad de capital riesgo con un fondo anterior.
- g) Fijar un esquema de distribución prevista de los resultados de las inversiones y su ordenación en períodos.
- h) Definir la información y seguimiento de la actividad realizada que debe ofrecer periódicamente la entidad de capital riesgo.
- i) Delimitar la estructura de decisión y control del fondo: comités de seguimiento y asesoramiento, y auditorías periódicas.

## 5.2. Inversión

La fase de inversión de los fondos es generalmente la más larga e implica la identificación y valoración de las empresas, la adquisición efectiva de las participaciones y su seguimiento y control.

Dentro de esta fase, se podrían estudiar los siguientes aspectos:

- Generación del *deal-flow*. Identificación de proyectos potenciales.
- Valoración de proyectos potenciales en sucesivos análisis y filtros.
- Diseño y negociación de la operación.
- Formalización y blindaje de la operación.
- Seguimiento y control de la operación por medios externos e internos.
- Apoyo a los gestores de la empresa.

Este proceso podría representarse gráficamente como sigue.

GRÁFICO 7. EL PROCESO DE INVERSIÓN EN CAPITAL RIESGO



Fuente: Elaboración propia.

### Generación del *deal flow*. Identificación de proyectos potenciales

Las entidades de capital riesgo suelen identificar los proyectos posibles a realizar (*deal flow*) a partir de distintas fuentes. Las más habituales son: las reuniones de emprendedores; las solicitudes directas que reciben de empresas que necesitan recursos; los contactos de grupos de empresas relacionados con la entidad de capital riesgo y redes de asesores o intermediarios, entre otras.

Cabe señalar algunos estudios como el de Fried y Hisrich (1994), quienes afirman, a partir de un análisis empírico, que las entidades de capital riesgo no buscan los proyectos directamente, sino que suelen recibir ofertas a partir de una base de contactos y referentes que se esfuerzan en crear y también derivados de su inclusión en directorios profesionales. Indican también que raramente invierten en proyectos que les llegan sin un contacto o introducción previa, aunque reciben muchas propuestas de este tipo, y que, ocasionalmente, la entidad de capital riesgo saldrá a buscar los proyectos o, incluso, ayudará a crearlos y definirlos.

### Valoración de proyectos potenciales en sucesivos análisis y filtros

Es una práctica habitual en el sector someter los proyectos potenciales a una serie sucesiva de filtros, de forma que el análisis más detallado sólo se reserva para proyectos con muchas posibilidades de ser llevados a cabo.

Tyebjee y Bruno (1984) destacan cinco fases en la actividad inversora de capital riesgo: generación de operaciones, selección, evaluación, estructuración y actividades post-inversión. De estas cinco fases, la que denominan estructuración correspondería a la negociación del precio y de las cláusulas que limitan el riesgo del inversor y que se produce tras la fase de evaluación del proyecto.

Fried y Hisrich (1994) observaron, en un estudio empírico, que la negociación sobre el precio a pagar se produce mucho antes y que una vez que éste se fija, se intensifican las actividades de evaluación. En este sentido, definieron un esquema por etapas que las entidades de capital riesgo siguen para decidir sobre proyectos potenciales. Su ensayo señala que el plazo medio que transcurre desde que se inicia un estudio de una inversión hasta que se produce la entrega inicial de fondos es de 97,1 días (d.t. 45,0). Las etapas que identificaron son las siguientes:

- a) Generación de proyectos potenciales.
- b) Filtrado basado en características propias de la entidad de capital riesgo.

Algunas entidades tienen criterios de inversión establecidos en cuanto al tamaño de la inversión, sectores, situación geográfica o estadio de desarrollo de la empresa. Por lo tanto, rechazarán de forma automática los proyectos que no se enmarquen en dichos criterios.

- c) Filtrado genérico.

A partir de una revisión genérica del Plan de Negocio y de cualquier información disponible que sea relevante al proyecto, la entidad de capital riesgo puede decidir no seguir adelante en un proyecto concreto.

- d) Primera fase de la evaluación.

La entidad de capital riesgo recaba más información externa e interna y la contrasta con la que el empresario incluye en el Plan de Negocio. Visitar la empresa, reunirse con los directivos y valorar su capacidad y compromiso, contactar con referentes, clientes, proveedores, bancos, competidores, solicitar una auditoría y realizar estudios de mercado, entre otras, son las actividades que realizan con mayor frecuencia las entidades de capital riesgo en las fases de evaluación.

El objetivo del análisis en esta fase es descubrir si la operación es interesante o no.

En este sentido cabe señalar que, cada vez con mayor frecuencia las empresas a financiar solicitan a las entidades interesadas en ellas la firma de un documento que preserve la confidencialidad de los datos sobre la misma, que eventualmente pudiera llegar a conocer la entidad financiadora.

e) Segunda fase de la evaluación.

En esta fase se amplían los análisis sobre la empresa a financiar, pero cambia el enfoque de la entidad de capital riesgo, que ahora se centra en identificar cuáles son los obstáculos para realizar la operación y cómo superarlos.

f) Cierre de la evaluación.

En dicha fase se ultiman los detalles de la estructura de la operación y se acuerdan los documentos legales.

Martí y Balboa (2004) señalan que, entre los factores principales en que se suelen fijar los inversores de capital riesgo destacan los aspectos relacionados con el equipo directivo de la empresa (experiencia, honestidad, conocimiento del mercado y de la competencia, capacidad de trabajo en equipo, etc.), el potencial del mercado y la ventaja competitiva del producto o servicio.

Sahlman (1990) estudia los métodos que las entidades de capital riesgo emplean para juzgar las posibilidades de los proyectos. Dichos métodos incluyen, según el autor, técnicas habituales de valoración, partiendo de una estimación a futuro y calculando un valor terminal sobre el que se aplica una tasa de descuento para estimar su valor actual. Sobre este valor se calcula el porcentaje de propiedad que debería corresponder a la entidad de capital riesgo. En esta línea, al autor hace una reflexión sobre el tipo de descuento que se determina en este proceso, considerando que, en general, es superior al que se aprecia en otros activos financieros.

### **Diseño y negociación de la operación**

La participación de la firma de capital riesgo es siempre de carácter temporal, por lo que toda la operación se diseña según esta circunstancia.

La valoración de este tipo de inversiones es siempre laboriosa debido a que se trata de empresas no cotizadas en mercados organizados y, por tanto, no hay referencia de su valor de mercado.

Por ello, a partir del Plan de Negocio, y, en concreto, según el modelo de planificación financiera que se haya realizado, se establecen los fondos precisos para ser aportados por la entidad de capital riesgo, las fechas, condiciones, etc. Igualmente, se estudia la conveniencia o posibilidad de utilizar distintos instrumentos financieros, tanto de deuda como de recursos propios, o combinaciones de ambos. Todo ello se analiza dentro del modelo de planificación financiera, estudiando sus implicaciones y llevando a cabo escenarios de simulación que permitan identificar las opciones posibles y la sensibilidad del proyecto ante la evolución de las variables clave.

Antes de la aportación de fondos, se produce un procedimiento de *due diligence*, en el que se realiza una investigación detallada de la empresa que recibirá la financiación: activos, pasivos, contratos, procedimientos contables utilizados, etc.

## Formalización y blindaje de la operación

Dada la naturaleza del negocio, los mecanismos de protección que la entidad de capital riesgo utiliza en su relación con la financiada, en la parte previa a la firma del contrato o en el diseño de la operación, constituyen una parte muy importante de la negociación y se ha recogido extensamente en la literatura.

Kaplan y Strömberg (2004) clasifican los riesgos inherentes a una operación de capital riesgo en: a) riesgos asociados con la incertidumbre externa, sobre la cual, en principio, tanto la entidad de capital riesgo como la empresa tendrían la misma información; b) riesgos asociados con la incertidumbre interna, en la que la información relevante es interna a la empresa, la cual estará en principio más informada que la entidad de capital riesgo y c) riesgos asociados con la complejidad.

Existe una segunda relación de agencia entre la entidad de capital riesgo y los gestores de la empresa participada. Se producen importantes asimetrías de información en una operación de esta naturaleza y, muy en particular, en las fases más iniciales en el desarrollo de una idea o proyecto. Por ello, se suele acentuar la faceta de control en tales proyectos, en los que hay mayor riesgo y mayor desconocimiento de las posibilidades reales de los mismos.

Existe evidencia de que las asimetrías de información en la inversión en una empresa por parte de una entidad de capital riesgo podrían ser más altas en unos países que en otros. En concreto se ha estudiado el caso en China, con un espectacular aumento de la actividad de capital riesgo, donde se consideran potencialmente mayores, derivado sobre todo de aspectos culturales.

Las herramientas para la definición de la relación entre la entidad de capital riesgo y la empresa financiada y el control sobre esta última que se han recogido en los diferentes estudios son las siguientes:

### a) Entrega escalonada de fondos.

La entrega escalonada de fondos, sometida a hitos comprobables y medibles, es una potente herramienta de control con que puede contar la entidad de capital riesgo, que se asegura de que los fondos aportados en cada momento son los suficientes para llevar a la empresa hasta la siguiente fase de desarrollo. La entrega escalonada de fondos es una forma de minimizar el riesgo de la entidad de capital riesgo, ya que le permite una opción valiosa de denegar o retrasar las entregas posteriores. Algunos autores señalan que la entrega escalonada se utiliza para minimizar riesgos y reducir el conflicto moral entre un empresario, que se enfrenta a mercados de capitales imperfectos, y la entidad de capital riesgo, que debe asumir la incertidumbre y riesgo derivado de la asimetría de información.

b) Posibilidad de abandono de la inversión.

La posibilidad de que la entidad de capital riesgo abandone la firma, aun cuando ésta pudiera ser viable, es fundamental en la relación, ya que con este acto se añade el efecto de señalar que la inversión no es buena ante otros posibles proveedores de capital.

c) Elaboración de un contrato detallado.

Por lo general, la relación entre los gestores de los fondos de inversión de capital riesgo y las empresas está gobernada por un contrato que define los derechos y obligaciones de cada grupo. A través de este contrato se pretende minimizar los problemas de agencia, por lo que se suelen añadir provisiones que limitan los potenciales conflictos. En dicho contrato se fija la cantidad y el plazo de las entregas de fondos, la forma y términos de la inversión, derecho de abandono, derechos preferentes de redención de títulos convertibles, situación de empleados clave, derechos de información, representación en órganos de gobierno corporativo, etc. El que se elabore un contrato muy detallado entre la entidad de capital riesgo y la empresa financiada puede ayudar a minimizar los costes de agencia.

Una característica habitual de los contratos de inversión de capital riesgo es su extensión y el uso de cláusulas positivas (lo que la empresa en cartera debe hacer) y cláusulas negativas (lo que no debe hacer). Algunas de estas cláusulas están presentes en otros contratos de financiación más habituales (préstamos o emisiones de bonos) como, por ejemplo, exigir a la empresa que contrate seguros sobre la actividad o restringir la posibilidad de la compra de otras empresas o de activos sin permiso del inversor. También se añaden cláusulas más específicas de una operación de este tipo, como definir la participación del inversor en los órganos de dirección y decisión de la empresa, protecciones sobre el valor de las acciones adquiridas, derecho del inversor a la recompra de las acciones, opciones sobre acciones (*stock options*) para los directivos actuales y futuros de la empresa, etc.

d) Instrumentos financieros especiales.

Otra forma de blindar la operación consiste en la utilización de instrumentos financieros que confieran ventajas, como acciones preferentes que mantengan derecho de voto u obligaciones convertibles cuya cláusula de conversión esté a la discreción del inversor y, eventualmente, vinculada a la marcha de la empresa.

Un papel de la deuda convertible es alinear los incentivos de los empresarios y los inversores de capital riesgo y transferir algunos de los costes de la mala gestión a la empresa en cartera, así como motivar al empresario a esforzarse y evitar la toma de riesgos indiscriminada.

Por otro lado, el uso de deuda convertible sirve para preservar los derechos de la entidad de capital riesgo, que puede negociar con la empresa financiada unas condiciones para aportar los fondos mucho más atractivas que las que tendría si fuera accionista y, por tanto, sometido a la normativa general que afecta a los socios en cuanto a derechos. Por otro lado, son títulos con mejor posición en el orden de prelación en caso de liquidación de la sociedad.

e) Sindicación de las participaciones entre más de una entidad de capital riesgo.

La sindicación puede deberse a dos circunstancias. Por un lado, para lograr una diversificación mayor del riesgo, ya que permite invertir en un mayor número de empresas. Por otro lado, por una búsqueda de una segunda opinión, derivada del análisis de la operación por más de un inversor, en cuyo caso la evidencia muestra que se recaba sólo de firmas con igual o mejor capacidad de análisis.

Así, la sindicación podría ser un mecanismo a través del cual las entidades de capital riesgo resuelven las incertidumbres de información acerca de inversiones potenciales y comparten su investigación. También puede deberse simplemente a motivos financieros.

f) Remuneración de los directivos de la empresa.

La compensación puede usarse como un elemento de control y, de hecho, es muy utilizada en las operaciones de capital riesgo. Al ofrecer incentivos vía recursos propios u opciones, se alinean los intereses del empresario y de la entidad de capital riesgo. El uso de las opciones añade además la posibilidad de reforzar la permanencia del directivo o empleado clave durante un período de años (*vesting period*). Además, la utilización de recursos propios como compensación, se puede emplear para realizar una dilución de la participación en caso de resultados no satisfactorios.

No suele darse la solicitud de garantías como forma de blindaje de la operación, siendo más típica de operaciones tradicionales de endeudamiento.

### **Seguimiento y control de la operación por medios externos e internos**

Propiciado por el deseo de mantener el riesgo bajo control y hacer un seguimiento muy cercano de las inversiones, las entidades de capital riesgo suelen desarrollar una cercanía muy importante con sus empresas en cartera.

Es práctica común la participación, por representantes de la entidad de capital riesgo inversora, en los órganos de gobierno de la sociedad participada para el seguimiento en el ámbito interno de la sociedad. Es, además, una forma de reducir la asimetría informativa. Con frecuencia en las primeras fases de desarrollo de la empresa, los derechos de control son mayores por las considerables asimetrías de información entre el empresario y la entidad de capital riesgo.

También se produce con frecuencia la participación activa en la toma de decisiones de trascendencia, como puede ser la contratación de personal clave o la búsqueda de nuevas fuentes de financiación, entre otras.

Habitualmente, la entidad de capital riesgo recibe más representación en el Consejo de Administración de la que correspondería proporcionalmente a sus derechos de voto.

Una de las grandes diferencias entre la financiación por medio de capital riesgo y a través de otras fuentes es que en capital riesgo la empresa financiera se convierte en socio de la financiada, con lo que se produce un alineamiento de los intereses de ambas y que se materializa en una cooperación mucho más cercana que en cualquier otra forma de financiación.

Existen otros medios de control de la participación, como limitar la salida de directivos o accionistas clave, la posibilidad de despedirles de su puesto de trabajo u obligarles a dimitir, la dilución de las participaciones de los mismos en caso de que no se cumplan los objetivos marcados, la exigencia de distintos informes en diferentes plazos, la obligatoriedad de auditoría de cuentas periódica u otras revisiones independientes, el control sobre el pago de dividendos y devolución de capital, el derecho de veto sobre algunas decisiones, etc.

Bruton, Ahlstrom y Yeh (2004) indican que, en la región de Asia (en concreto Singapur, Taiwán y Hong Kong, objeto de su estudio), no se puede asumir que se obtendrá un puesto en el consejo de la empresa participada y que, incluso si se obtiene, no siempre conlleva el mismo significado y efectos que tendría en un país occidental. Ello es debido a que el gobierno corporativo en estos países es menos sólido y la posible influencia de directivos externos es limitada, además de que la información recibida puede no ser completamente fiable. Por todo ello, elementos de control habituales en países occidentales, como obtener estados contables e información financiera y uno o varios puestos en el Consejo, pueden no implicar un mejor control en Asia. El tiempo, desgaste y esfuerzo para realizar el seguimiento de la inversión en Asia podría ser, por tanto, superior al de países occidentales.

### **Apoyo a los gestores de la empresa**

Las empresas se acercan a las entidades de capital riesgo no sólo por la adquisición de financiación, sino para obtener de ellas apoyo material en otros aspectos e incluso contactos y mayor relevancia en la comunidad de negocios.

No obstante, esa ayuda no se materializa habitualmente en el campo de negocio: la entidad de capital riesgo no suele contar con especialistas expertos en el negocio específico de la empresa, por lo que su apoyo nunca sustituye las decisiones a tomar por parte de los directivos de la empresa, sino que las complementa en aquellos aspectos cercanos a la gestión financiera, la ampliación de contactos, la elaboración de planes de negocio, etc.

Un elemento adicional que aporta la empresa de capital riesgo a la participada es el prestigio o reputación derivado de estar apoyada por una firma de carácter financiero y externa a la empresa. Ello supone un reconocimiento a la labor interna de la empresa y tiene efecto ante terceras personas, cuya contribución podría ser valiosa para la empresa incluyendo la posibilidad de acceder a más capital derivado del respaldo y de los contactos que les aporta.

Las entidades de capital riesgo suelen estar gestionadas por personal con una elevada preparación y peso específico en el mundo financiero y empresarial. Esto puede ser un punto adicional importante para empresas pequeñas de corte familiar, y en muchas ocasiones locales, al poder contar con esa visión y apoyo por parte de sus nuevos socios.

Otro aspecto relevante dentro de este apartado sería el relativo a las preferencias por parte de la empresa respecto a la entidad de capital riesgo que participa en ella. Algunos autores constatan que las entidades de capital riesgo con mayor reputación tienen más posibilidades de que sus ofertas sean aceptadas por la empresa e, incluso, de pagar un importe inferior por su participación.

### 5.3. Desinversión

En la literatura se han tratado los siguientes aspectos relativos a la desinversión de las operaciones de capital riesgo:

- Identificación de posibles salidas.
- Formalización de la salida.
- Devolución de aportaciones y distribución de plusvalías entre inversores.
- Efectos fiscales.

Un riesgo importante de los inversores es no poder recuperar su inversión, por lo que la existencia de una estrategia de salida viable es fundamental para el desarrollo de la actividad de capital riesgo.

Por otro lado, la salida puede ser total o parcial, reteniendo parte de los intereses en la firma. Algunos autores sugieren la existencia de asimetrías de información en la venta por parte de la entidad de capital riesgo frente al comprador de la participación.

Se identifican como medios de desinversión típicos de una entidad de capital riesgo los siguientes:

- a) Venta en mercado público u oferta pública inicial.

La oferta pública inicial (OPI) suele ser el método más rentable de liquidar una participación adquirida en el marco del capital riesgo. Sin embargo, existe cierta tendencia a identificar la venta de la participación de la entidad de capital riesgo, en el mo-

mento de la salida a cotización, como una señal negativa al mercado y, en muchos casos, se tiende a esperar un cierto período de tiempo antes de vender. Éste es, por otro lado, un requisito habitual entre los bancos de inversión que diseñan la salida al mercado (*lock up period*).

Sin embargo, no todos los países cuentan con mercados de capitales preparados y avanzados para permitir la salida a cotización de empresas pequeñas de carácter tecnológico. Por ello, algunos autores señalan que el éxito y desarrollo de la actividad de capital riesgo en un país viene marcado por la existencia de mercados financieros que cuentan con posibilidades para empresas de reducida capitalización.

b) Recompra.

Adquisición de las acciones por parte de los accionistas antiguos.

c) Venta a terceros en una operación privada.

Adquisición de las acciones por parte de terceros, tanto del entorno industrial como financiero, excepto otras entidades de capital riesgo.

d) Venta a otro inversor de capital riesgo.

Compra por parte de otra firma del sector, operación que se conoce como *secondary buy-out*.

e) Liquidación de la operación por su propia naturaleza.

En ocasiones, la inversión consiste en la adquisición de un determinado activo que posteriormente se vende. Podría ser el caso de una operación de carácter inmobiliario, no siendo sin embargo este sector uno de los típicos de capital riesgo.

f) Absorción del capital de la sociedad de capital riesgo por parte de la empresa financiada vía endeudamiento.

En este caso, la empresa se hace de nuevo con el control de sus acciones, endeudándose para comprar los títulos en poder de la entidad de capital riesgo.

g) Liquidación por insolvencia.

Esta opción queda reservada para el caso de que la empresa y el proyecto finalmente no sean viables.

De las opciones señaladas, excepto la primera, que requiere la existencia de mercados financieros desarrollados, las restantes sólo necesitan un acuerdo entre las partes involucradas.

## 6. Condiciones para el desarrollo del capital riesgo

El carácter de la actividad de capital riesgo, el hecho de que las transacciones se produzcan en el ámbito privado y el limitado número de observaciones determinan que sean escasos los estudios dedicados a los factores que afectan al desarrollo de dicha actividad.

Por otro lado, estos factores no inciden de manera homogénea en diferentes contextos: algunos determinantes afectan de forma distinta a tipos diferentes de empresas o de inversores de capital riesgo. Por ejemplo, la rigidez del mercado laboral de un país afecta negativamente a las empresas en fases iniciales, pero no tiene impacto en las inversiones de capital riesgo en empresas en etapas más avanzadas. Asimismo, la posibilidad de hacer líquida la inversión en una empresa a través de una OPI afecta más a las inversiones de capital riesgo privado que público.

Meggison (2004) señala cuáles son, bajo su punto de vista, las condiciones clave para que un país tenga un sector saneado y amplio dedicado a la financiación de operaciones de capital riesgo:

- Tradición de actividades emprendedoras y de toma de riesgos.
- Un buen sistema legal con un buen sistema de protección al inversor.
- Un sector público que apoye la actividad pero no sea intervencionista.
- Una regulación estable que no penalice a las empresas en fase de *start-up*.
- Un mercado de trabajo libre y ágil, rico en conocimientos de ingeniería.
- Un régimen fiscal no penalizador que permita el uso de *stock options*.
- Una fuerte cultura de I+D, sobre todo en universidades o laboratorios nacionales.

- Un mercado activo para operaciones OPI, aunque éste podría ser más un resultado que un inductor de la actividad de capital riesgo.
- Un sistema de pensiones con fondos importantes y con inversores institucionales propensos a las inversiones de riesgo.

A continuación se analizan los elementos que determinan el desarrollo de la actividad de capital riesgo, distribuidos entre los aspectos generales que afectan a la actividad, determinantes de la captación de fondos y los que atañen a la inversión de fondos.

## 6.1. Aspectos generales que afectan a la actividad

Los factores que afectan al desarrollo de la actividad de capital riesgo están vinculados tanto a la naturaleza del negocio como al medio en el que se produce. Por ello, en la literatura disponible se citan factores propios de la actividad de capital riesgo junto con otros centrados en aspectos más generales, como el entorno macroeconómico o el marco legal e institucional.

Martí (1998) propone la existencia de cuatro condiciones básicas para el adecuado funcionamiento de los mercados de capital riesgo: la existencia de un amplio mercado interior; la disponibilidad de un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión y/o historia; la flexibilidad de la regulación de la actividad, que no debe penalizar la obtención de plusvalías a largo plazo; y la existencia de un entorno que favorezca la creación de empresas. Dicho autor hace referencia a Estados Unidos, como un ejemplo de país que cumple las condiciones. En Estados Unidos, se cuenta con un mercado interior de más de 250 millones de personas, con una renta elevada, y dispone del mercado NASDAQ, que permite la salida a cotización de empresas pequeñas. Además, las autoridades no son intervencionistas y dan un trato fiscal favorable a las plusvalías generadas. A ello, se añade un sistema educativo y un entorno sociocultural que promueven la flexibilidad y movilidad funcional y geográfica, e incentiva la asunción de riesgos.

Ya se ha descrito el carácter cíclico que caracteriza la actividad de capital riesgo. Las etapas de captación de fondos, inversión y desinversión se van repitiendo periódicamente.

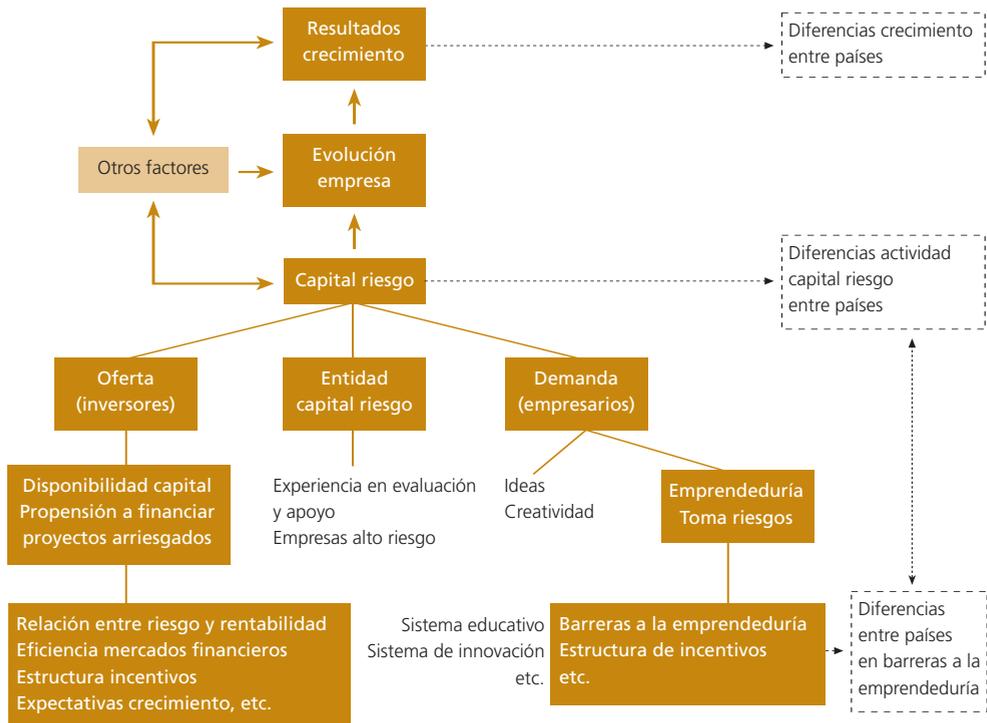
En el gráfico 8 se reflejan los factores que más afectan a la actividad de capital riesgo.

En dicho gráfico se observa la fuerte relación negativa entre las barreras a la actividad empresarial y las inversiones de capital riesgo en las primeras etapas de la empresa, así como en expansión. Las diferencias en dichas barreras entre países marcan la evolución de la actividad de capital riesgo en un área geográfica concreta.

Desde el punto de vista de la demanda de fondos de capital riesgo, es importante que existan proyectos prometedores y empresarios adecuados, los cuales pueden verse afec-

tados por la disponibilidad de condiciones que fomenten la creatividad, la innovación, la toma de riesgos y la actitud emprendedora. Por el lado de la oferta, es importante que haya capital que esté dispuesto a invertir en proyectos arriesgados, una adecuada relación entre rentabilidad y riesgo, y una estructura de incentivos hacia la financiación de proyectos menos atractivos para el sector privado.

GRÁFICO 8. FACTORES QUE INFLUYEN EN LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO



Fuente: Baygan y Freudenberg (2000).

Entre los aspectos generales que potencian el nivel de actividad en capital riesgo, se puede citar los siguientes, que han sido desarrollados por la literatura:

### Cultura empresarial y emprendedora. Personas formadas para la actividad de capital riesgo

El hecho de que exista una cultura creativa, con ideas prometedoras, con empresarios con potencial y entidades dispuestas a invertir, es la base para el desarrollo de la actividad. Todo aquello que promueva estos tres elementos, incluyendo un sistema

educativo eficaz, con sistemas para la innovación y pocas barreras a las ideas empresariales, puede fomentar las actitudes relativas a la toma de riesgos y convertir dichas ideas en negocios rentables. Asimismo, la disponibilidad de un número suficiente de especialistas con la experiencia necesaria en la evaluación, financiación y colaboración y asesoramiento con firmas de alto riesgo, es otro de los factores clave de desarrollo de la actividad.

Algunos autores opinan que la existencia de excelentes universidades es clave para el desarrollo de la cultura empresarial; en Estados Unidos, tanto el *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) como la Universidad de Stanford jugaron un papel fundamental en el desarrollo de las áreas tecnológicas de Boston y Silicon Valley, respectivamente.

Otro aspecto relevante es que la actividad empresarial tiene que estar reconocida en el país y no ser considerada socialmente reprobable, como lo era en Japón hace años o en algunos países de ámbitos, culturas o religiones distintos al occidental.

Anualmente se publica el informe *Global Entrepreneurship Monitor* (Bygrave et al., 2001), que examina la relación entre las actividades de emprendedores y el crecimiento económico en un importante grupo de países a través de un estudio longitudinal. El modelo elaborado se basa en la idea de que las condiciones que favorecen al empresariado y las actividades de emprendedores en un país (educación, sistema financiero, I+D, infraestructuras, políticas gubernamentales, etc.) crean oportunidades para potenciales inversores, con el consiguiente efecto posterior sobre el crecimiento económico.

### **Marco legal y normativo y cultura de respeto a los contratos o acuerdos realizados**

Tanto en la relación entre el inversor-entidad de capital riesgo como entre la entidad de capital riesgo-emprendedor se elaboran contratos. Éstos suelen ser complejos, incorporando cláusulas positivas y negativas. Asimismo, deben estar enmarcados en el entorno legal de cada país en cuanto a su definición y también en lo relativo a los mecanismos para poder hacerlos valer en caso de conflicto. Así, es fundamental para el desarrollo de la actividad de capital riesgo el que exista un entorno legal que permita dar garantías a los participantes en la actividad.

Son varios los aspectos que podrían considerarse integrantes del marco legal de un país y que pueden tener trascendencia en la actividad de capital riesgo, como la existencia de leyes adecuadas, la eficiencia del sistema judicial, el sistema legal, la corrupción, el riesgo de expropiación, el riesgo de repudio de contratos y los derechos de los accionistas. Para el desarrollo de capital riesgo, es imprescindible que el marco legal proteja los derechos firmados en contratos legalmente establecidos, así como los derechos de los accionistas, especialmente los minoritarios, en todo lo relativo a los derechos de voto y a la resolución de conflictos entre accionistas.

Por otro lado, una parte sustancial de los fondos que se utilizan en el negocio de capital riesgo proceden de otros países, existiendo un importante componente internacional. El inversor extranjero generalmente será más exigente acerca de las garantías a demandar para emprender un proceso de inversión en un país distinto al suyo y cuyo entorno le es más ajeno. En este contexto internacional, las dificultades para manejar inversiones en distintos países, con diferentes marcos legales y con empresarios que podrían conocer bien los mínimos detalles para no cumplir con sus obligaciones, hacen que el inversor de capital riesgo se sienta mucho más desprotegido si no hay un marco claro y un sistema legal que obligue al cumplimiento de los pactos.

La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) señalan la importancia del sistema legal como mecanismo de gobierno de la empresa. Y añaden que, la eficacia con la que las leyes de un país protegen los derechos de los inversores y el alcance con el que dichas leyes son reforzadas son los determinantes básicos de la forma en que evolucionan las actividades de financiación empresarial y de gobierno de empresa en dicho país. En definitiva, indican que el entorno legal atañe a la efectividad de su sistema financiero.

La Porta, López de Silanes y Shleifer (2006) realizaron un estudio en cuarenta y nueve países en los que valoraron el entorno legal relativo a los mercados de valores con una serie de indicadores de desarrollo de dichos mercados. En su trabajo manifiestan la importancia de regular el problema de agencia que se produce entre los accionistas previos de una empresa y los inversores externos, para asegurar el desarrollo de los mercados de capitales. También destacan la necesidad de reformas legales para apoyar al desarrollo financiero. Los beneficios del desarrollo legal parecen apoyarse en el énfasis en la contratación privada, en la obligación de información estandarizada y en su ayuda a la resolución privada de litigios. En su ensayo elaboran una tabla por países, en los que valoran ocho variables relativas al entorno legal para cada uno de ellos, ofreciendo un valor para cada país y cada variable según unas encuestas realizadas entre profesionales del ámbito legal en cada país de la muestra.

Se podría decir que en una actividad con riesgo, como la del capital riesgo, los países con regulaciones impredecibles, gobiernos corruptos y monedas inestables desaniman la actividad, por ser considerados riesgos del entorno.

Dentro del marco legal, cabe señalar como determinante para el desarrollo de la actividad de capital riesgo, la existencia de leyes sobre liquidación y resolución de empresas que no estigmaticen al empresario que no ha tenido éxito.

### **Cultura de asunción de riesgos**

Siendo el capital riesgo una actividad de intermediación financiera en la que no se suelen intercambiar elementos de garantía y se adquiere una participación en la propiedad,

la cultura emprendedora unida a la de asunción de riesgos es precisa para el desarrollo de la actividad.

### **Apoyo del sector público**

La participación del sector público en el capital riesgo se justifica porque los gobiernos son atraídos por la innovación tecnológica y por la creación de riqueza y empleo que se produce a partir de la actividad de capital riesgo.

El efecto de la actividad del sector público, que se canaliza a través de formas muy variadas, puede impactar tanto en la demanda como en la oferta de capital riesgo. En la demanda, creando políticas de apoyo al emprendedor, promoción del conocimiento y la actividad emprendedora y otras actuaciones de carácter fiscal, garantías, etc. En la oferta, la influencia del sector público puede llegar sobre todo a través de su aportación directa y de políticas fiscales sobre las plusvalías generadas en la actividad de capital riesgo.

Varios autores han incidido en las distintas formas en que el sector público puede contribuir al negocio de capital riesgo y el resultado en su desarrollo. Leleux y Surlemont (2003) estudian el impacto del apoyo del sector público sobre el capital riesgo en Europa e indican que el efecto puede venir, sobre todo, por el hecho de que su participación señala aprobación de la actividad de capital riesgo y compromiso en su desarrollo.

Hay muchas formas por las que los gobiernos pueden influir en la actividad de capital riesgo. De un modo directo, aportando fondos a las empresas, asumiendo que hay poca liquidez para ciertos tipos de proyectos de inversión y que deben cubrir esa escasez. Los gobiernos pueden aportar fondos directamente en ciertas empresas, o bien entregar fondos en entidades de capital riesgo privadas e, incluso, crear su propio fondo de capital riesgo. De forma indirecta, los gobiernos pueden influir en el sector a través de la creación de políticas y condiciones de entorno, incluyendo las reglas a partir de las cuales ciertos inversores pueden llevar a cabo operaciones de capital riesgo, el desarrollo de mercados secundarios especializados y políticas fiscales.

En un informe de la OCDE (1997) y en O'Shea y Stevens (1998) se analizan las distintas formas por las que un gobierno puede apoyar la actividad de capital riesgo. Éstas se resumen de la siguiente manera:

- Aportación directa de capital: inversión en compra de acciones y concesión de préstamos.
- Incentivos financieros: concesión de garantías sobre préstamos, concesión de garantías sobre el valor de las acciones e incentivos fiscales.
- Regulaciones sobre inversores: concesión de autorización a inversores como compañías de seguros o fondos de pensiones para invertir en capital riesgo.

### **Estabilidad macroeconómica, política y social**

Una política monetaria y fiscal que asegure un entorno económico relativamente protegido de la inflación y con una moneda estable y bien valorada es, sin duda, un factor positivo para la inversión en capital riesgo, sobre todo cuando los fondos proceden de un país distinto al de gestión.

Dado la inseguridad implícita en la actividad de capital riesgo, si el entorno aporta más riesgos, se incrementan las posibilidades de fracaso y ello retrae a los participantes en el sector.

El riesgo o inestabilidad derivado del riesgo país o del riesgo soberano, puede no garantizar el plazo suficiente para materializar las inversiones de capital riesgo o para repatriar los beneficios de una operación ya realizada, con lo que podría tener unas consecuencias finales negativas para el desarrollo de la actividad en un país.

### **El crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB)**

Gompers y Lerner (1998) citan que el nivel general de salud de la economía es otro de los factores que pueden afectar a la actividad de capital riesgo y a la oferta de fondos. Si la economía crece se generarán más oportunidades de negocio en general, lo que redundará en mayores aportaciones de fondos a capital riesgo para acometer esas oportunidades.

### **Falta de coordinación o conexión entre oferta y demanda de fondos**

Se produce cuando no hay adecuada asignación de fondos para empresas y emprendedores. Hay demanda y existe oferta de fondos, pero no coinciden. Ciertos sectores demandan fondos, pero no los reciben, y los fondos se enfocan hacia otros sectores donde no hay tanta demanda y quedan sin colocar.

Baygan y Freudenberg (2000) indican que, en el ámbito nacional, pueden coexistir exceso de fondos y exceso de demanda, y que ciertas entidades, sectores o regiones pueden atraer demasiados fondos y otras menos de los deseados. El resultado es que en un determinado sector, por ejemplo, se produce incluso un aumento de precios de las acciones, debido a la demanda excesiva de los títulos de ese tipo.

## **6.2. Determinantes de la captación de fondos**

En la literatura especializada, se mencionan distintos elementos que pudieran tener relevancia para explicar las variables que afectan a la decisión de ceder fondos por parte de los inversores. Cabe señalar que es posible que los factores que afectan a toda la industria de capital riesgo en su conjunto no sean los mismos que atañen a empresas concretas.

Los factores que se han estudiado como determinantes de la oferta de capital riesgo en los diferentes estudios son:

## Los rendimientos de la actividad de capital riesgo

Gompers y Lerner (2002) definen la oferta de fondos para capital riesgo a partir de la disposición de los inversores para ofrecer fondos para tal fin. Y el factor principal que motiva al inversor a ceder fondos para capital riesgo es la tasa de remuneración esperada, frente a la que se podría obtener en inversiones alternativas.

Los resultados son importantes desde la perspectiva de las firmas individuales, pues los inversores favorecen invirtiendo en las firmas que muestran más éxito. Mejores retornos para el inversor dan lugar a una mayor oferta de fondos, y esos retornos están condicionados por la fuerza del mercado de OPI, que es generalmente la salida más ventajosa de una operación de capital riesgo.

Martí (2002) indica que uno de los principales factores que tradicionalmente ha sido estudiado en la literatura como determinantes de los fondos que se comprometen para capital riesgo es la rentabilidad obtenida por los inversores (en países con trayectoria histórica suficientemente larga) y la rentabilidad conseguida en las inversiones bursátiles (como variable presuntamente correlacionada con las inversiones en capital riesgo).

En relación con la rentabilidad de las inversiones en capital riesgo conviene destacar, como factor potencialmente importante, el retraso o desfase que se produce en la información sobre la situación de la inversión. Al tratarse de inversiones en empresas no cotizadas, sus valores no están actualizados. Adicionalmente, si no existe un mercado que fije un precio, toda valoración tendría siempre un elemento subjetivo y podría diferir dependiendo del método de valoración utilizado.

## Las barreras/facilidades para que determinados tipos de inversores accedan a la actividad de capital riesgo

Las limitaciones a inversores potenciales analizadas en la literatura se agrupan en dos tipos: limitaciones derivadas del tipo de actividad principal realizada por el inversor y limitaciones fruto de la nacionalidad del potencial inversor.

Las normativas que prohíben la participación en operaciones de capital riesgo por parte de ciertos inversores pueden ser un freno a la captación de fondos, en particular, en el caso de los fondos de pensiones. La normativa norteamericana *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) limitaba la aportación de recursos por parte de los fondos de pensiones americanos a capital riesgo, suponiendo así un importante freno a las posibilidades de expansión de la actividad. La revisión de la normativa se produjo en 1979, y a partir de ese momento su aportación fue creciendo de forma considerable.

Esto ha ocurrido en otros países, como Corea y Japón, donde los fondos de pensiones también estaban sujetos a la limitación de no invertir en la actividad de capital riesgo hasta finales de los años noventa.

En España, en 2004, se aprobó el Reglamento de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones (Real Decreto 304/2004) que acepta, entre los valores aptos para la inversión de los fondos de pensiones, aquellos no admitidos a negociación en mercados regulados, lo que implica la posibilidad de adquirir empresas a través del capital riesgo.

En algunos países se dificulta la inversión de extranjeros, por ejemplo estableciendo una relación de sectores económicos en los que los inversores extranjeros están prohibidos, especialmente en industrias consideradas como estratégicas, tales como defensa, telecomunicaciones y energía.

Otra muestra de posibles limitaciones a inversores sería el caso de países donde las autoridades frenan las inversiones hacia otros países por motivos políticos.

Consecuentemente, un cambio en una normativa que limita la entrada a determinado tipo de inversores puede afectar la oferta de fondos, que cambiaría de forma radical ante un nuevo marco normativo.

### **Impuestos sobre las ganancias de capital**

Distintos autores han estudiado la importancia de esta variable, tanto en el ámbito del sector en su totalidad, como para inversores individuales, sobre todo para el mercado de Estados Unidos.

Dependerá, pues, de la situación específica en cada país respecto de la situación fiscal que exista sobre los oferentes de fondos y la motivación que una reducción pueda o no suponer sobre ellos.

### **Existencia de mercados para operaciones de Oferta Pública Inicial (OPI)**

Las inversiones de capital riesgo se producen, generalmente, en empresas que no cotizan en mercados organizados. La colocación en el mercado de valores es una de las salidas típicas del inversor de capital riesgo, aunque en ocasiones no pueden vender su participación hasta después de pasado un plazo desde la salida al mercado, para evitar afectar a la cotización y como garantía ante los nuevos inversores.

Siendo el capital riesgo un tipo de inversión que se caracteriza por la falta de liquidez y un largo plazo hasta materializar la plusvalía, parece razonable pensar que los inversores podrían estar preocupados por la liquidez y, por tanto, valorar favorablemente las posibilidades de salida al mercado, o bien la alternativa de que los instrumentos de capital riesgo fueran transmisibles (las participaciones en fondos, acciones en sociedades de capital riesgo, etc.).

Existen estudios que explican cómo las salidas a Bolsa a través de OPI, que se producen en un mercado financiero, son un importante indicador de las expectativas de evolución del capital riesgo en una economía.

Algunos autores señalan que en Alemania no se produjo el lanzamiento definitivo de la actividad de capital riesgo hasta que ésta rompió los lazos de la banca comercial tradicional. Este proceso coincidió con la creación en marzo de 1997 del *Neuer Markt* para la cotización de empresas jóvenes dentro de la Bolsa alemana. Desde su creación, hasta finales de 2000, más de trescientas empresas salieron a cotizar en el mercado, lo que supuso un récord en la economía alemana desde la Segunda Guerra Mundial.

### **Capitalización bursátil y rendimiento del mercado**

Varios autores coinciden en señalar un impacto positivo de los aumentos de la capitalización bursátil sobre la captación de fondos para capital riesgo. Esto se produce porque los inversores valoran favorablemente los aumentos en el valor de la capitalización bursátil, al crearse un entorno más propicio a la actividad financiera y ponderarse los mercados de capitales como un vehículo de salida.

Gompers y Lerner (1998) opinan que la rentabilidad de los mercados de capitales tiene efecto sobre la captación de fondos para capital riesgo, puesto que ello indica mayores rentabilidades obtenidas por los inversores en la salida.

### **Reputación y habilidad de la empresa de capital riesgo y sus directivos**

Los oferentes de fondos necesitan una forma de evaluar la habilidad de los gestores de la entidad de capital riesgo, antes de decidir a quién cederle sus fondos en gestión.

La reputación, medida por el número de años que lleva la firma establecida y por el capital total que gestiona, tiene un efecto significativo sobre la captación de recursos para capital riesgo, tanto en número de fondos como en el volumen de recursos captados. La reputación se consigue a través de los procedimientos, la conducta, los resultados pasados y contratando a personas con excelentes credenciales y experiencia en el sector.

Martí (2002) señala que cuanto más prolongada sea la antigüedad de la entidad de capital riesgo, mayor será la información disponible en relación con la calidad de sus gestores.

Balboa y Martí (2007) estudian cuáles son los factores que determinan qué operador tendrá éxito en atraer el interés de los inversores para conseguir recursos con los que crear nuevos fondos, y que este éxito dependerá de su reputación. En mercados desarrollados, la reputación estará basada en los resultados anteriores. Sin embargo, en mercados con poco recorrido temporal no existe un historial de resultados.

### **Entorno legal que proteja al inversor**

Algunos autores han encontrado evidencia del efecto del entorno legal, llegando a la conclusión de que las entidades de capital riesgo están más preocupadas por el grado de desarrollo de los derechos propios de los acreedores que de los accionistas; por tanto, en los países donde estos derechos están más desarrollados, también la actividad de

capital riesgo es mayor.

### 6.3. Determinantes de la inversión de fondos

Entre los factores que afectan a la inversión de fondos y que han sido tratados por la literatura, se pueden citar los siguientes:

#### **La carga administrativa sobre la constitución y desarrollo de actividades empresariales**

La normativa de constitución de sociedades puede llegar a ser tan burocrática y absorbente en algunos países que desfavorezca la actividad empresarial, en general, y, en particular, la actividad de capital riesgo.

Baygan y Freudenberg (2000) indican que los procedimientos para el establecimiento de negocios afectan tanto al número de nuevas empresas como al desarrollo de las empresas de capital riesgo. Igualmente citan que, una vez constituidas, las empresas pequeñas a veces son desproporcionadamente abrumadas con normativas de obligado cumplimiento que hacen difícil su funcionamiento. Y esto se produce porque hay muchos requisitos legales que tienen la naturaleza de costes o cargas fijas, con lo cual el coste de cumplirlas, por empleado, es bajo en empresas grandes y desproporcionado en las pequeñas.

La OCDE (2002) analiza las barreras para los emprendedores en los países miembros, y concluye que son bajas en Reino Unido, Canadá, Australia y Nueva Zelanda, y altas en Japón, Francia e Italia.

#### **Legislación y flexibilidad de los mercados laborales**

Distintos estudios señalan que un aspecto fundamental para el desarrollo de la actividad de capital riesgo es que haya un mercado laboral flexible, dotado con directivos de máxima calidad y personal tecnológico suficientes como para cubrir las necesidades de firmas en crecimiento.

Jeng y Wells (2000) señalan que la rigidez en el mercado de trabajo es un obstáculo para el crecimiento del capital riesgo y estudian países como Alemania o Japón, que presentan mercados laborales más rígidos que otros. Citan el caso de Japón, donde el abandono de una compañía no sólo es un acto considerado poco honorable, sino que es causa de pérdida de derechos de antigüedad muy valiosos. Si un empleado deja la empresa para crear una propia, en caso de fracaso en el nuevo proyecto empresarial se le cierran las puertas hacia nuevos empleos. Así, la rigidez del mercado laboral tiene un efecto negativo sobre la demanda de fondos de capital riesgo. Aunque no afecta globalmente al sector, sí afecta negativamente a las inversiones en empresas en fase inicial de desarrollo.

Black y Gilson (1998) indican que países como Alemania y Japón, con mercados laborales más regulados, tienen una menor actividad de capital riesgo, en términos porcentuales, que Estados Unidos y el Reino Unido, que cuentan con mercados de trabajo más flexibles.

### **Cultura de transparencia y fiabilidad en la información a terceros**

Las entidades de capital riesgo, en su papel de intermediarios especializados, pueden reducir los desfases de información entre oferentes y demandantes con un análisis detallado previo a la adquisición de las compañías en cartera y con el seguimiento a posteriori. En este contexto, el factor de la calidad y fiabilidad de la información ofrecida por la empresa adquiere gran importancia.

Dado que las pequeñas empresas en fases iniciales son proyectos arriesgados, la asimetría de información puede reducirse si el país en el que opera la empresa tiene normas contables estrictas. La falta de información precisa sobre la empresa puede redundar en que se establezca una mayor prima de riesgo en el precio de compra.

La fiabilidad, oportunidad y transparencia de la información operativa y financiera ofrecida a los inversores y la disponibilidad de los directivos para ser sometidos a un cierto grado de control por parte de terceras personas es fundamental en el capital riesgo. Las relaciones entre los directivos de las empresas y los inversores siempre tienen una cierta dosis de dificultad, pero la situación se agrava si el marco legal o de gobernabilidad de la empresa no es fuerte y claro.

Si el empresario que entra en una relación profesional con una entidad de capital riesgo no está dispuesto a asumir compromisos de transparencia y honestidad, parece razonable concluir que se establece una barrera al desarrollo de la actividad. Los inversores de capital riesgo encuentran complicado, a la hora de aprobar la operación, discernir sobre la competencia y honestidad del empresario al cual se van a entregar cantidades sustanciales de fondos. Si hay leyes estrictas y un marco legal bien definido, se mejoran los efectos de esta posible deficiencia.

### **Entorno de tipos de interés**

Cabe esperar que el nivel de tipos de interés afecte a la demanda de capital riesgo. Si los tipos de interés en la economía ascienden, subirá la demanda de fondos de capital riesgo, por encarecerse los recursos ajenos frente a los recursos propios en los que está basado el capital riesgo.

### **Innovaciones tecnológicas o circunstancias especiales relativas a la investigación y el desarrollo**

Distintos autores han tratado el efecto de las innovaciones tecnológicas sobre la actividad de capital riesgo.

Gompers y Lerner (1998) identificaron que la inversión en I+D, en los ámbitos industrial y académico, afecta positivamente la actividad de capital riesgo, y relacionaron el incremento de dicha actividad en Estados Unidos en los años noventa con el incremento de oportunidades tecnológicas.

Una nueva línea de avance tecnológico, por ejemplo, podría desencadenar un empuje importante de demanda de fondos. Por el contrario, la reducción drástica de las rentabilidades y del interés por ciertos tipos de inversiones en tecnología puede producir una disminución significativa de la actividad de capital riesgo.

Romain y Van Pottelsberghe (2003) señalan que tasa de crecimiento de las inversiones en I+D, el valor del conocimiento y el número de patentes de alto valor influyen en la inversión en capital riesgo de un país.

### **Protección de los derechos de propiedad intelectual**

Distintos estudios indican que los regímenes y procedimientos de los derechos de propiedad intelectual juegan un papel importante en la supervivencia y crecimiento de una empresa. En empresas en estadios iniciales y de base tecnológica, los derechos de propiedad intelectual son en muchas ocasiones el único activo. Por ello, para estas firmas, es vital un sistema legal que refuerce los derechos de propiedad intelectual, sin los costosos y lentos sistemas habituales en muchos países, además de los costes de mantenimiento y de defensa ante demandas.



# 7. Tipos de operaciones de capital riesgo

En relación con las operaciones de inversión, existe una terminología específica desarrollada, muy utilizada en el sector de capital riesgo. Los tipos de inversiones habitualmente mencionados por la literatura se detallan a continuación<sup>1</sup>.

- La **inversión en fases iniciales** (*early-stage*) del desarrollo de una empresa se produce en las formas conocidas como:

- **Semilla** (*Seed*)

Es una inversión que se produce antes de que exista como tal un producto o una empresa realmente organizada.

Los fondos aportados pueden ser utilizados por la empresa para desarrollar el producto o para preparar prototipos. El empresario estará en la fase de desarrollar su idea de negocio e incluso el propio producto. Hay un elevado riesgo tecnológico, puesto que, en esencia, se está prestando financiación a ideas.

En esta fase no hay ventas generalmente ni, por supuesto, beneficios.

Los volúmenes de inversión requeridos suelen ser menores en esta etapa aunque hay muchas posibilidades de necesitar entradas sucesivas de fondos a medida que avanza la empresa.

En Estados Unidos, en esta fase principalmente participan en su financiación los inversores ángeles, más que las entidades de capital riesgo.

---

<sup>1</sup> Fuente: elaboración propia a partir de [webcapitalriesgo.com](http://webcapitalriesgo.com) y la página oficial de la NVCA (National Venture Capital Association) de Estados Unidos.

– **Puesta en marcha (*Start-up*) y otras fases iniciales (*Other-early-stage*)**

Se denomina así a las inversiones en empresas en las primeras etapas de su producción y/o distribución de productos.

Se suele definir la operación como *start-up* cuando se produce la participación en la creación de la sociedad, reservando la expresión *other early stages* (otras fases iniciales) cuando la sociedad ya está constituida pero todavía no genera beneficios.

También en esta etapa es frecuente que se produzcan entradas sucesivas de fondos a medida que se va desarrollando la empresa.

- Las inversiones de capital riesgo cuando la empresa se encuentra en **otras fases** de su ciclo de vida pueden clasificarse como:

– **Expansión (*Expansion*)**

En esta fase, la empresa ya está generando beneficios, pero precisa un apoyo financiero para acceder a nuevos productos y/o mercados, o para crecer en los que está introducido, o aumentar y consolidar su éxito y/o masa crítica.

En dicha etapa la empresa con frecuencia dispone de activos tangibles o intangibles registrados en propiedad, hay datos históricos y referencias, por lo que el riesgo es menor al disminuir la incertidumbre.

– **Financiación puente (*Bridge financing*)**

Es la financiación temporal que se produce en una empresa en expansión y que le permite avanzar hasta que la misma llegue a salir a cotización en un mercado de valores.

- Si nos centramos en el terreno de la definición de *private equity* más que en el de capital riesgo, existen **otras categorías**:

– **Operaciones apalancadas (*Leveraged/Management Buy-Out* y *Management Buy-In*)**

Éstas son operaciones en las que una parte importante del precio de la operación es financiada con deuda (apalancadas). Dentro de éstas se distingue entre:

- *Management Buy-Out* (MBO), en las que los adquirentes pertenecen al equipo directivo actual de la propia empresa.
- *Management Buy-In* (MBI), en las que los adquirentes formarán un equipo directivo nuevo, no procediendo de la empresa actual.
- *Buy-In Management Buy-Out* (BIMBO), en la que el equipo adquirente es mixto, antiguos directivos más otros nuevos.

– **Financiación de entresuelo (*Mezzanine finance*)**, que se documenta con instrumentos híbridos, con características tanto de deuda como de recursos pro-

pios, como, por ejemplo, los bonos subordinados con *warrants* y otros títulos convertibles.

– **Reorientación** (*Turnaround*)

En ocasiones, las operaciones MBO y MBI llevan asociado un cambio de orientación en una empresa en dificultades. Si se produce cambio en el equipo directivo sería un MBI.

– **Capital de sustitución** (*Replacement*)

En este tipo de operación, se produce un cambio en el grupo inversor, de forma que el inversor de capital riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un accionista o grupo de accionistas. No se produce una nueva llegada de fondos, sino solamente una sustitución entre accionistas.

El papel del inversor financiero en este caso será revitalizar la empresa desde la posición de nuevo accionista, lo que se enmarca dentro del enfoque habitual de capital riesgo, en donde el inversor no sólo aporta recursos financieros sino apoyo a la gestión allí donde sea posible. Este tipo de operaciones suele producirse en empresas familiares en segunda o tercera generación, en las que con frecuencia no todos los accionistas tienen el mismo interés en la empresa o pueden no poseer la suficiente preparación para llevar adelante el negocio.



## 8. La conexión entre el inversor y el empresario: ¿qué busca el inversor de capital riesgo?

Las entidades de capital riesgo son intermediarios financieros que buscan un beneficio a través de las plusvalías que puedan realizar a partir de su actividad de inversión/desinversión en empresas que necesitan recursos financieros.

Por ello, tratan de localizar empresas con un potencial importante de revalorización y en las que puedan vislumbrar una salida exitosa pasado un determinado período de tiempo, que suele oscilar entre 3 y 7 años.

Por tanto, las dos características más importantes que se podrían citar del potencial financiado y de la operación son:

- Negocio innovador, con potencial futuro y de revalorización posible, ya que busca la generación de una ganancia a medio-largo plazo.
- Posibilidad de salida para la entidad de capital riesgo finalizado el período de financiación, ya que precisa liquidar su posición para devolver los fondos a los inversores finales.

De forma más detallada, los requisitos que las entidades especialistas en la financiación a través de capital riesgo suelen pedir a las firmas que solicitan su financiación podrían clasificarse en dos grupos:

- Requisitos formales.
- Requisitos económicos.

### 8.1. Requisitos formales

Entre los requisitos formales conviene señalar los siguientes:

- Preparación de un Plan de Negocio escrito.

Las entidades de capital riesgo solicitarán este documento de sus potenciales financiados. Dada su importancia e interés, se trata en un capítulo aparte de este estudio.

- Existencia de un equipo directivo experto y un capital humano elevado y, en definitiva, de una buena gestión.

Las entidades de capital riesgo no son solamente financiadores, sino que necesitan un elevado nivel de relación y conexión con las empresas en cartera. Además, no dominan el negocio a fondo desde el punto de vista productivo y económico. Por ello, suelen buscar empresas con una buena proyección o potencialidad en la esfera de negocio, bien gestionadas y con empresarios involucrados y con conocimiento del negocio.

- Posesión de productos innovadores y con proyección en el mercado.

Con frecuencia, las entidades de capital riesgo muestran interés en sectores vinculados a la tecnología o están dispuestas a valorar esa opción de manera preferente, dado que buscan empresas en expansión y con potencial de crecimiento, lo que suele asociarse a sectores tecnológicos.

- Existencia de propiedad intelectual y/o industrial desarrollada y, eventualmente, de medios de protección de la misma.

Relacionado con el enfoque innovador e incluso tecnológico de las empresas en las que buscan invertir, las entidades de capital riesgo habitualmente tratan de identificar empresas con propiedad industrial desarrollada, con tecnologías propias, y que o bien la tengan ya registrada o tengan intención de ello.

- Ubicación del centro principal de decisión en el mismo país o cercano a la entidad de capital riesgo.

- Aceptación del instrumento por medio del cual se hará la financiación.

Generalmente, la participación se hará a través del capital social o de préstamos participativos. En algunos países, se utilizan también instrumentos de deuda como bonos y obligaciones, con frecuencia convertibles.

Las entidades de capital riesgo normalmente desean sólo participaciones minoritarias. En algún caso, las entidades de financiación se marcan como máximo a aportar lo mismo que haya aportado el empresario o emprendedor.

- Aprobación de los plazos de financiación.

Los períodos de inversión varían, si bien las entidades de capital riesgo siempre parten de un enfoque temporal, siendo el plazo entre 3 y 7 años el más habitual. Algunas entidades lo dejan abierto, señalando que dependerá del proyecto.

- Admisión de un contrato de inversión.

La entidad de capital riesgo antes de invertir ofrecerá, por lo general, un contrato a la empresa a participar con una serie de cláusulas positivas y negativas, que regulen los posibles conflictos futuros y cuya aceptación es un requisito indispensable.

- Aceptación de la participación en el control de la gestión y otros medios de control.

La entidad de capital riesgo tratará de proteger sus inversiones y derechos en un entorno de información asimétrica. Por ello, intentará establecer distintos elementos de control en la sociedad participada que le permitan un seguimiento de las actividades, además del cumplimiento de las cláusulas fijadas en el contrato previo a la inversión.

Por otro lado, esta participación se traduce también en un apoyo a las operaciones de la empresa financiada, por cuanto la empresa de capital riesgo aporta su conocimiento de gestión de empresas en similares fases y características a lo largo de los años y las sucesivas inversiones.

El control en el ámbito interno se suele ejercer tomando parte de los consejos de administración de la participada.

En el ámbito externo, generalmente el inversor de capital riesgo solicitará que se realicen auditorías periódicas por profesionales independientes.

- Aprobación de la existencia de más entidades participantes en la financiación o financiación sindicada.

En ocasiones, la operación de capital riesgo se diseñará de forma compartida o sindicada con otras entidades del mismo sector. La empresa deberá así aceptar que haya más de una entidad de financiación en el proyecto.

- Admisión de la entrega escalonada de fondos.

En ocasiones, la entidad de capital riesgo entregará los fondos de manera escalonada, a medida que se vayan cumpliendo ciertos hitos u objetivos, lo cual debe ser considerado y aceptado por la entidad financiada.

## 8.2. Requisitos económico-financieros

Entre los requisitos de carácter económico-financiero que la entidad de capital riesgo puede solicitar figuran:

- Situación económica favorable.

A veces la entidad de capital riesgo impone como requisito que ciertos indicadores económicos sean favorables, como que la empresa no haya tenido caídas de ingresos por ventas en los últimos tres años o que tenga un beneficio neto positivo.

En ocasiones, se fija un tope máximo de facturación de la empresa financiada.

- Situación financiera razonable.

Ocasionalmente, la entidad de capital riesgo podría exigir que la empresa dispusiera de liquidez, a veces medida a través de un activo corriente mayor que el pasivo corriente.

- Aceptación de la cantidad a financiar.

La entidad de capital riesgo tratará de lograr la adecuación del importe demandado por la empresa a la política de riesgos del financiador, la cual suele fundamentarse en volúmenes de facturación, solvencia, calidad del producto o sector en que trabaja la empresa, uso o destino de los fondos, carácter más o menos tecnológico de la empresa, etc.

### 8.3. Conclusiones en el ámbito empírico

En un estudio empírico realizado por EOI escuela de negocios en 2006, se analizó una muestra de pymes. Se trata de empresas de 10 a 200 empleados, de más de 3 y menos de 10 años de vida, que hayan tenido beneficios en el último año y con un plan de expansión o inversión que requiera recursos financieros externos (deuda o capital) durante los 3 próximos años. Se seleccionaron 200 empresas de diversos sectores, industriales y de servicios, de las provincias de Madrid, Barcelona, Sevilla, Valencia y Vizcaya por ser las que cuentan con un mayor tejido productivo y las que acumulan un mayor porcentaje del PIB.

Asimismo, se realizó un estudio de los requisitos planteados habitualmente por las entidades de financiación especializadas en pymes: entidades de capital riesgo e inversores ángeles.

Se elaboró una serie de análisis tratando de ver hasta qué punto se produce una adecuación entre los requisitos solicitados por las entidades financiadoras (oferentes de fondos) y las empresas a recibir los recursos financieros (demandantes de fondos).

A partir del trabajo realizado, y para la muestra de empresas estudiada, frente a lo analizado en lo relativo a la oferta, se pudieron obtener varias conclusiones.

La primera y más relevante es que hay una importante similitud y coincidencia entre las condiciones que ofrecen las entidades que componen la oferta de fondos (los inversores o financiadores) y las necesidades y circunstancias que desean las empresas que componen la demanda de fondos, lo que es un excelente indicio de posibles incrementos de la actividad de financiación en el futuro.

El análisis de la coincidencia entre oferta y demanda se ha realizado distinguiendo entre aspectos formales, económicos, relativos a la conexión entre ambas variables y otros puntos de interés.

## Aspectos formales

### Elaboración del Plan de Negocio escrito

De la muestra de empresas analizada, todas ellas con planes de inversión dentro del plazo de los siguientes 3 años, sólo un 33,5% había preparado un documento específico describiendo su plan de negocio.

Las empresas ubicadas en la provincia de Barcelona superan ligeramente la media de la muestra, con un 38,8% que sí realizan documentos escritos o planes de negocio, seguida de Madrid con un 37%. Por debajo de la media, las empresas de Sevilla lo realizan en un 33,3%, Valencia un 22,2% y Vizcaya un 26,3%.

En cuanto a la antigüedad de las empresas, las que tienen 6 años o menos de antigüedad superan la media con un 40%, mientras que las más antiguas están por debajo (31,5%).

Donde sí se observó una diferencia importante es en las empresas con mayor cifra de ventas. Entre las que facturan más de 2 millones de euros anuales, un 51,1% realiza planes escritos. Las que facturan entre 1,1 y 2 millones de euros elaboran planes en un 28,6%, frente a solamente un 24,4% de las empresas que facturan menos de 1 millón de euros.

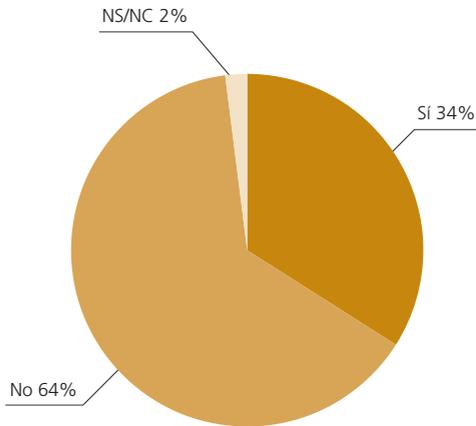
En lo relativo al número de empleados, también las mayores, que tienen entre 51 y 200 empleados realizan con mayor frecuencia planes escritos, en un 56% de los casos. Entre 21 y 50 empleados en un 37,5%, y entre 10 y 20 empleados en un 26,9%.

Como conclusión, el perfil de la empresa que realiza un Plan de Negocio detallado para presentar a una entidad financiera sería el de una empresa con más de 50 empleados, que factura más de 2 millones de euros, situada en Barcelona o Madrid y con menos de 6 años de antigüedad. Aun así, el porcentaje de las que lo hacen es significativamente bajo.

Este aspecto destaca negativamente frente a lo que consta como un requisito habitual de las entidades dispuestas a financiar este tipo de empresas, que suelen solicitar un Plan de Negocio escrito con detalle de la utilización que la empresa pretende dar a los fondos obtenidos. Éste es claramente un punto de mejora en la relación entre oferentes y demandantes de fondos.

El gráfico 9 muestra la proporción total de empresas de la muestra analizada que elaboran un Plan de Negocio escrito.

GRÁFICO 9. TOTAL DE EMPRESAS QUE ELABORARON UN PLAN DE NEGOCIO ESCRITO (PORCENTAJE DEL TOTAL DE LA MUESTRA)



Fuente: Encuesta EOI, Consolidación de pymes y medios financieros, 2006.

### Equipo humano experimentado y profesional

Para valorar el grado de preparación y experiencia de los directivos que toman decisiones, factor que tiene un peso fundamental en las decisiones de los potenciales inversores, se preguntó a las empresas de la muestra por el número de años de experiencia profesional que, de forma combinada, sumaban sus ejecutivos de primer nivel.

En un 60% de los casos, se concentraban en el tramo entre 10 y 30 años de experiencia profesional combinada, que es la opción más habitual en todas las provincias analizadas. También es la opción más frecuente para todos los tramos de antigüedad de la empresa y para todos los tamaños de empresa, medido en cifra de ventas o de número de empleados.

La cifra, analizada de forma absoluta, parece suficientemente representativa de un grado de experiencia importante y, por tanto, favorece las operaciones de financiación, en las que el oferente de fondos desea poner su dinero en manos de un equipo directivo experimentado.

### Mecanismos de control de la inversión

Uno de los mecanismos de control que más habitualmente imponen los inversores externos a las empresas a financiar es el de que se auditen, para poder disponer de una opinión independiente acerca del estado financiero y patrimonial de las mismas.

Si el inversor entra a formar parte del capital de la sociedad generalmente exige, adicionalmente, tomar parte en las decisiones estratégicas y en los órganos de gestión de la participada.

Por ello, en la encuesta se procedió a preguntar sobre la disposición de las empresas a ceder parte del control y a someterse a auditorías externas.

Actualmente, el 40% de las empresas de la muestra realizan auditorías periódicas y un 60% no las realizan. Acerca de si estarían dispuestas a hacerlo en el futuro, un 54% indicaron que admitirían auditarse en el caso de que lo requiera la entidad financiadora. Siendo una cifra importante, muestra todavía un alto porcentaje de la población analizada que no desea ese tipo de seguimiento, lo cual podría dificultar la entrada de inversores externos.

En lo relativo a otros medios de control de la participada, a si estarían dispuestos a compartir o ceder participación en la gestión de la empresa a los inversores que financiaran a la empresa, sólo un 19,5% asumiría la cesión de una participación en la gestión (un puesto en el Consejo de Administración o en los comités ejecutivos suele ser la opción más habitual).

Se observa, por tanto, una importante reticencia a compartir la gestión de la empresa con aquellas entidades dispuestas a ceder fondos para su financiación, lo que es habitualmente un requisito para inversores externos y, por tanto, podría suponer un freno a la conexión entre oferta y demanda y el cierre de operaciones.

### **Plazo de devolución de la financiación**

En el análisis que se realizó de la oferta de fondos, se observó que un elemento importante de conexión entre la oferta y la demanda de fondos es el relativo a la adecuación de los plazos de cesión y toma de fondos. Las entidades de capital riesgo suelen marcarlo entre 3 y 7 años.

Tras el análisis de la muestra, se observa que un 50% de las empresas, aproximadamente, piensan que podrán devolver los fondos en un plazo máximo de 5 años, lo que se corresponde con lo observado en la oferta.

Un 10,5% de la muestra indica necesitar más de 10 años para devolver los fondos solicitados. Este último plazo parece excesivo para entidades de capital riesgo, sobre todo por las limitaciones a un máximo de 10 años de vida que se impone habitualmente a los fondos de capital riesgo.

Destaca que en la provincia de Barcelona, un 46,3% de las empresas esperan devolver los fondos en un plazo entre 3 y 5 años. En ese mismo plazo, que es el más frecuente con un 41% de la muestra total, las empresas valencianas se encontrarían en un 44,4% de los casos. En todas las provincias, éste es el plazo más demandado.

Las empresas de Madrid, con un 18,5% de los casos, y las de Valencia con un 16,7% son las que más demandan fondos a plazos superiores a 10 años.

Mientras que en los plazos hay una importante concentración en el tramo entre 3 y 5 años (41% del total), para el total de empresas, en el ámbito de la facturación se obser-

va que las empresas que menos venden, de menos de 1 millón de euros de facturación (y por tanto más pequeñas, bajo ese criterio) tienen mayor concentración en plazos más largos que las empresas que más facturan. Este hallazgo puede guardar relación con el hecho de que al facturar menos cantidad también su generación de flujos de caja para la devolución de la financiación es menor.

### **Instrumentos de financiación**

Acerca de los instrumentos de financiación que más podrían interesar a las empresas de la muestra, para cubrir sus necesidades de cara a su consolidación, están bastante dispersos y son poco favorecedores de las formas de financiación que se analizan en este trabajo, puesto que se hallan más vinculados a las actividades tradicionales de intermediación financiera.

Los préstamos a tipo fijo y las líneas de crédito parecen despertar el mayor interés. A continuación, los préstamos a tipo variable, la línea de descuento comercial y el capital social. Los préstamos participativos (a interés variable en función de resultados) y el *leasing* no resultan atractivos a las empresas de la muestra.

Los préstamos a tipo fijo son la opción preferida de las empresas de todos los volúmenes de facturación. En las empresas mayores, la segunda elección más citada son las líneas de crédito bancario. Las empresas con menos facturación, sin embargo, nombran con más frecuencia los préstamos a tipo de interés variable, la ampliación de capital social y a continuación la línea de crédito bancaria y la línea de descuento comercial.

Este punto, el relativo a la formalización de la financiación, parece por tanto uno de los aspectos relevantes a considerar para las entidades participantes en este tipo de operaciones de financiación.

## **Aspectos económicos**

### **Importe de la inversión**

Un aspecto importante para valorar la conexión entre oferta y demanda de fondos, y estimar la adecuación entre ambas es conocer cuáles son los importes que se desea tomar prestado o ceder prestado.

Se ha detectado una amplia variedad en cuanto a la cantidad a invertir, por el lado de la oferta, dependiendo tanto de la situación de la empresa a financiar como del tamaño de la entidad de financiación. Las entidades vinculadas a grandes entidades financieras (la Caixa capital crecimiento y FCR Banesto, por ejemplo) buscan proyectos de un mínimo de inversión de 500.000 euros, llegando hasta 3 millones de euros. Se suele también fijar topes máximos. En las entidades de inversión tipo inversores ángeles, los importes son significativamente menores, citándose cifras entre 25.000 y 1 millón de euros, aunque dejando abierta la posibilidad de inversiones sindicadas que permitirían superar esa cifra.

Desde el lado de la demanda, a través del estudio realizado, se observa que las empresas de la muestra requieren cantidades relativamente pequeñas para invertir.

El tramo más importante es el de las empresas que desean invertir entre 90.000 y 180.000 euros, con un 61% de las empresas por debajo de 600.000 euros.

Se observa que las empresas con mayor volumen de facturación tienen un rango más amplio en cuanto a las cifras que desean invertir, manteniendo un 11% de las mismas la intención de financiar más de 3 millones de euros. Las empresas que menos facturan, por el contrario, se concentran en las inversiones de menos de 180.000 euros y ninguna de las encuestadas, en este nivel de facturación, mostró interés en invertir más de 1,2 millones de euros.

Por otro lado, las empresas con menor tamaño, bajo el criterio de número de empleados, son también las que esperan financiar menores cantidades en los próximos 3 años. Las empresas entre 51 y 200 empleados desean invertir más de 3 millones de euros en un 20% de los casos. Se produce, por tanto, una correlación entre tamaño de empresa, según el número de empleados, y tamaño de inversión.

### **Entrega escalonada de fondos**

Un requisito impuesto con frecuencia por las entidades financieras, en el ámbito de la financiación a emprendedores, es el de entregar los fondos de forma escalonada, a medida que se vayan cumpliendo ciertos hitos o compromisos.

Se preguntó a las empresas de la muestra si estarían dispuestas a recibir dinero de manera escalonada, y la respuesta fue mayoritariamente positiva, con un 79,5% de las empresas que lo admitirían, como se refleja en el gráfico 10. Éste es, por tanto, un elemento de coincidencia entre oferta y demanda.

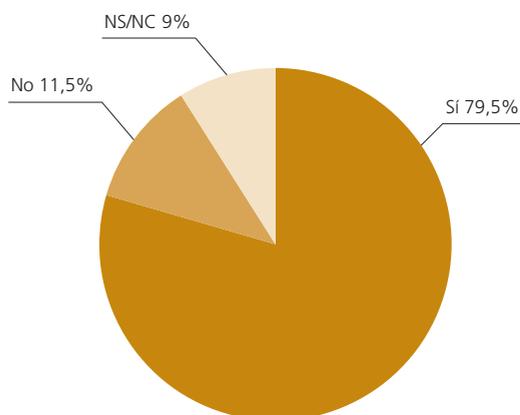
El porcentaje más elevado de respuestas negativas se da en Vizcaya, donde un 15,8% de las empresas afirmaron no estar dispuestas a recibir dinero escalonadamente, seguida de Barcelona, con un 13,4 %. Madrid y Valencia, con un 83,3% de sus empresas estudiadas cada una de ellas, son las dos provincias con mayor peso de respuestas positivas.

Respecto a la antigüedad de la empresa, un 87,3% de las empresas de menos de 6 años y un 76,2% de las empresas de más de 6 años aceptan esta opción. El peso de las empresas jóvenes es mayor.

Igualmente, la admisión de recibir fondos de manera escalonada parece tener mejor acogida entre las empresas que facturan más. Un 86,7% de las que facturan más de 2 millones de euros lo aceptaría, frente a un 73,2% de las que facturan menos de 1 millón de euros.

En cuanto al número de empleados, la mayor aceptación se produce entre las empresas que tienen entre 21 y 50 empleados, con un 85,7%. Las que poseen más trabajadores lo admitirían sólo en un 72% de los casos.

GRÁFICO 10. ACEPTACIÓN DE LA ENTREGA ESCALONADA DE FONDOS A LA FINANCIACIÓN (PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DE EMPRESAS)



Fuente: Encuesta EOI. Consolidación de pymes y medios financieros, 2006.

### Destino de los fondos captados

En la muestra se analizó el destino que los empresarios quieren dar a los fondos conseguidos.

Los datos muestran la importancia de la compra de maquinaria y equipo no informático en los planes de inversión de las empresas, seguido por la compra de locales o fábrica, contratación de empleados para el proyecto de inversión, investigación y desarrollo, y adquisición de *software* y equipos informáticos o de telecomunicaciones.

Por provincias, es Barcelona la que muestra mayor incidencia en la compra de maquinaria y equipos informáticos, con un 50,7% de las empresas que lo citan como primera opción. Madrid, sin embargo, es la provincia donde este destino tiene menos éxito, con sólo un 20,4%. Las empresas madrileñas citan, como destino preferido para la financiación, la compra de locales o fábrica.

Las empresas sevillanas concentran su empleo elegido en primer lugar en la inversión en compra de maquinaria y equipos no informáticos, con un 41,7%; y un 33,3% de las empresas desearían adquirir locales o fábricas.

En cuanto al tamaño de las empresas, se observa que para todos los niveles de facturación se mantiene la preferencia por la compra de maquinaria y equipos no informáticos como primera opción, siendo la compra de locales o fábrica el segundo destino preferido también como primera elección. Lo mismo se constata respecto del número de empleados: la utilidad elegida mayoritariamente es la compra de maquinaria y equipos no informáticos

y, en segundo lugar, la compra de locales o fábrica para las empresas de todos los tramos según el número de empleados. En las empresas con más trabajadores, sin embargo, se observa una mayor dispersión por las distintas líneas de destino de los fondos.

### **Uso actual y futuro de fuentes de financiación**

Se analizó la incidencia actual de las formas de financiación especializadas en pymes en las empresas de la muestra y el deseo de utilizarlas en el futuro.

En concreto, se estudió el uso que hasta la fecha han hecho las empresas de las formas de financiación que aparecen en este trabajo de forma detallada: capital riesgo, inversores profesionales e inversores conocidos (estos dos últimos se encuadran dentro de la calificación de inversores ángeles).

Sobre la muestra analizada, tan sólo un 7% ha sido financiado por inversores de capital riesgo o por inversores profesionales (no conocidos). Un 11% ha recibido financiación de inversores profesionales con los que se mantiene una relación previa (amigos, familiares y conocidos).

En el ámbito geográfico, la incidencia mayor de inversión de capital riesgo se produce en Madrid, seguida por Barcelona, Vizcaya y finalmente Sevilla y Valencia.

En cuanto a la aportación de fondos por inversores profesionales no conocidos previamente, de nuevo Madrid muestra la mayor incidencia.

Por último, en lo relativo a la aportación por inversores conocidos, un 41% de los casos se producen en Madrid, seguida de Barcelona y Valencia.

Una vez explorada su situación respecto de las formas de financiación con que cuentan las empresas de la muestra actualmente, se les preguntó sobre su disposición a recibir financiación de las fórmulas estudiadas de cara al futuro.

El estudio indica que aumenta sustancialmente el deseo de utilizar las formas de financiación especializadas frente al uso que se hace de ellas actualmente, lo que de nuevo marca una proyección potencial interesante de la actividad.

Se observa que un 27,5% de las empresas de la muestra estarían dispuestas a recibir financiación vía capital riesgo, un 32% admitirían recibirlo de inversores conocidos, y un 28% de inversores no conocidos.

El factor de inversor conocido parece tener peso a la hora de elegir las contrapartidas con las que financiar las operaciones de la empresa.

### **Formas deseadas de materialización de las inversiones**

A las empresas que respondieron que estaban interesadas en recibir financiación de entidades de capital riesgo o inversores ángeles, se les preguntó por las formas en que desearían que se materializara la aportación de fondos.

Los resultados revelan que las empresas siguen prefiriendo las formas de financiación tradicionales bancarias; por lo tanto, posiblemente no estén sopesando los requisitos de garantía y no asunción de riesgos que caracteriza a la financiación tradicional.

Se observa en la muestra el gran peso de los préstamos, créditos, *leasing* y *factoring* a partir de entidades financieras entre las formas de financiación deseadas. Un 45,4% de las empresas de la muestra que respondieron a esta pregunta optaron por este tipo de financiación como primera opción. También es la más votada como segunda elección.

En segunda opción, se observa más cercanía a las formas de financiación estudiadas en este trabajo. Baja el peso de los instrumentos de financiación tradicional al 35,3% y aumenta sustancialmente el interés en la entrada de capital de una entidad de capital riesgo o de préstamos de inversores conocidos. La fórmula de financiación a través de un inversor desconocido (tanto a través de capital como préstamo) no parece atraer más que de un modo marginal.

En la tercera opción se observa un aumento importante de las formas de financiación a través de préstamos de entidades de capital riesgo o inversores conocidos. También tiene un peso significativo el deseo de recibir capital de un inversor de capital riesgo y de admitir capital o préstamos de un inversor profesional.

### **Empresas innovadoras y tecnológicas**

Con frecuencia se asocia a los inversores de capital riesgo e inversores ángeles con las empresas innovadoras. Por ese motivo se utilizó la encuesta para conocer la situación actual de la existencia de patentes y tecnología propia en la muestra y la prevista para los próximos años. El análisis realizado señala que sólo un 25% de las empresas de la muestra disponen actualmente de una patente o tecnología propia.

En el ámbito provincial, Sevilla, con un 33,3% de sus empresas, seguida de Barcelona, con un 31,3%, son las que muestran mayor peso del uso de patentes y tecnología propia. Valencia, con un 11,1%, es donde tienen menor presencia.

Según la antigüedad de la empresa, no se perciben diferencias importantes entre en las que sí tienen o no tecnología actualmente.

No obstante, sí se vislumbra un cierto sesgo a favor de las empresas con mayor tamaño, tanto medido en número de empleados como en cifra de ventas.

Igualmente, hay una clara tendencia en las empresas que tienen patente o tecnología actual a favor de la preparación de Plan de Negocio escrito.

En cuanto a la intención de tener o desarrollar una patente o tecnología propia en los próximos 5 años, la respuesta afirmativa fue algo inferior, con un 19% de la muestra.

En el ámbito estatal, se observa que la provincia de Barcelona destaca, con un 32% de sus empresas, por su intención de tener patentes o tecnología propia en el futuro, frente a sólo un 2,8% de las empresas de Valencia.

No se aprecia una diferencia relevante entre las empresas que sí esperan tener patentes o tecnología en el futuro en relación con su antigüedad. Como ya ocurriera con las que disponen actualmente de patentes o tecnología, se observa un sesgo hacia las empresas de mayor tamaño tanto en número de empleados como en cifra de ventas, en cuanto a su intención de disponer de este tipo de activos.

### **Tendencia creciente de los ingresos**

Una de las condiciones que con frecuencia son demandadas por los inversores o financiadores es que las empresas estén en tendencia de crecimiento de ingresos por ventas. Se preguntó a las empresas de la muestra por su situación a este respecto, con una respuesta afirmativa que alcanza a un 83% de la muestra.

En este aspecto, destacan las empresas sevillanas que tienen tendencia creciente en sus ingresos en un 95,8% de los casos, seguida del 85,1% de las empresas de Barcelona, el 83,3% de las de Valencia y el 81,5% de las de Madrid, lo que contrasta con el 63,2% de las de Vizcaya.

Esta situación afecta de forma muy similar a las empresas de todos los tramos de antigüedad. El porcentaje de las que disfrutan de ventas crecientes es similar en empresas de 6 años o menos y de más de 6 años de antigüedad.

Respecto del tamaño de las empresas de la muestra y su repercusión sobre la tendencia creciente o no de sus ingresos por ventas, se produce una distribución bastante homogénea entre los distintos niveles de empleo y de facturación, con un cierto mayor peso del nivel intermedio, es decir, de las empresas entre 1,1 y 2 millones de euros de facturación.

## Aspectos de conexión entre oferta y demanda

### Procedimiento para entrar en contacto con el inversor

En la muestra se planteó una pregunta para conocer cuál sería la manera preferida por las empresas para entrar en contacto con sus potenciales inversores, siendo de capital riesgo o inversor profesional no conocido previamente (inversor ángel). Se solicitó la preferencia en primer y segundo lugar. Las opciones que se ofrecían como respuesta eran: reuniones genéricas de emprendedores, ferias o congresos de cada sector, asociaciones de cada sector, reuniones específicas para poner en contacto potenciales financiadores con emprendedores, y otras.

Un 50% de las empresas que respondieron a la pregunta señalaron que estaban interesadas en conocer a sus posibles financiadores externos a partir de reuniones específicas organizadas a tal efecto. Un 64,3% de las empresas de la provincia de Madrid que contestaron indicaron que la opción de reuniones específicas era la que más les interesaba. Entre las empresas de Barcelona, un 54,5% señalaron también esta opción como la más interesante, así como un 40% de las empresas de Valencia y un 16,7% de las de Sevilla. En Sevilla y en Vizcaya la opción preferida, en un 50% y un 40% de los casos, respectivamente, es conocer al potencial financiador en una feria o congreso de su sector.

La opción de asistir y conocerse en reuniones específicas organizadas al efecto es también la mejor para las empresas de los dos tramos de antigüedad (6 años o menos y más de 6 años). El 46,3% de las empresas de más de 6 años de antigüedad que respondieron decían estar interesadas en la fórmula de reuniones específicas de presentación, frente a un 56% de las empresas de 6 años o menos de antigüedad.

En la muestra se observa que, cuanto mayor es la empresa en términos de cifra de ventas y de número de empleados, menor es la concentración en la opción de solicitar reuniones específicas de presentación; las preferencias se distribuyen más entre otras for-

CUADRO 2. FORMAS PREFERIDAS PARA ENTRAR EN CONTACTO CON INVERSORES NO CONOCIDOS (PORCENTAJE)

Forma de contacto	1 <sup>er</sup> lugar	2 <sup>o</sup> lugar
Reuniones genéricas de emprendedores	7,6%	22,2%
Ferias o congresos de su sector	18,2%	38,9%
Asociaciones de su sector	16,7%	16,7%
Reuniones específicas organizadas de presentación	50%	22,2%
Otros	1,5%	
NS/NC	6%	
TOTAL	100%	100%

Fuente: Encuesta EOI. Consolidación de pymes y medios financieros, 2006.

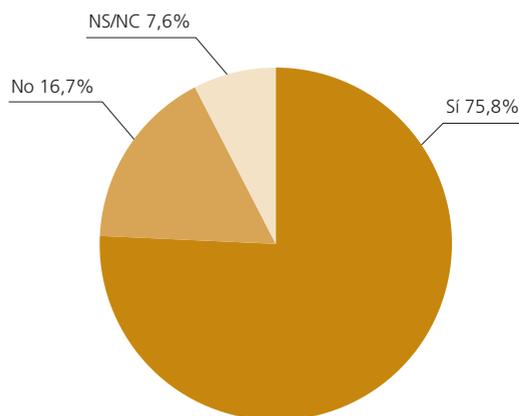
mas, como ferias y congresos del sector, reuniones de emprendedores y asociaciones del sector.

A todas las empresas que indicaron su interés en conocer a inversores externos, se les preguntó si estarían dispuestas a asistir a reuniones específicas de presentación a los inversores. La respuesta fue masivamente positiva, con un 75,8% de las empresas que respondieron afirmativamente. De nuevo destaca Madrid, con un 85,7% de sus empresas que apoyan esta forma de contacto, seguida de un 83,3% en Sevilla, un 68,2% en Barcelona y un 60% tanto Valencia como Vizcaya.

En relación con la antigüedad de las empresas, la respuesta es muy similar en los tramos analizados, no detectándose variación significativa.

En relación con el tamaño de la empresa, según el número de trabajadores y la cifra de ventas, se observa también mucha homogeneidad en la respuesta a la pregunta sobre la disposición para asistir a reuniones específicas.

GRÁFICO 11. DISPOSICIÓN A ASISTIR A REUNIONES ESPECÍFICAS PARA PONER EN CONTACTO A INVERSORES Y EMPRESARIOS (PORCENTAJE)



Fuente: Encuesta EOI. Consolidación de pymes y medios financieros, 2006.

## Otros aspectos estudiados

### Contactos previos con inversores profesionales. Motivos para la falta de materialización de la inversión

Dado que ya se había preguntado cuántas de las empresas utilizan actualmente las fuentes de financiación de inversores especializados en pymes, se quiso explorar también

cuántas de ellas habían tenido contactos con este tipo de inversores sin que llegaran a materializarse en operaciones cerradas. Posteriormente se les preguntó acerca de los motivos por los que falló el contacto.

De nuevo parece muy escaso el grado de penetración de las opciones que ofrece capital riesgo e inversores profesionales en las empresas españolas en consolidación, representadas en la muestra. Tan sólo un 6,5% de las 200 empresas de la muestra tuvo contacto con inversores de capital riesgo, un 5% con inversores profesionales y un 12% con inversores conocidos.

Barcelona, con un 9% de sus empresas, seguida de Sevilla, con un 8,3%, son las provincias donde más intentos fallidos se han producido en capital riesgo. En Madrid sobresale un bajísimo 3,7% de las empresas de la muestra. Igualmente, se detecta un sesgo respecto al tamaño de las empresas, en el sentido de que se han producido más contactos con entidades de capital riesgo en empresas de mayor cifra de ventas y mayor número de empleados.

Respecto de los inversores conocidos, destaca Madrid (24,1% de las empresas de la muestra) como la provincia donde se han producido más contactos con este tipo de inversores. En Sevilla, ninguna de las empresas señala haber tenido contactos fallidos con estos inversores. Valencia se sitúa en el nivel intermedio, con un 13,9%. Sí se detecta un sesgo en cuanto a la antigüedad de la empresa, ya que las empresas más jóvenes han tenido significativamente más contactos fallidos con inversores conocidos que las más antiguas. Igualmente, las empresas mayores, en número de trabajadores y en cifra de ventas, han incurrido en más contactos fallidos con este tipo de inversores.

En cuanto a los inversores profesionales, Madrid es la provincia que señala más contactos fallidos, en un 11,1% de los casos. Esta situación parece producirse con más frecuencia en empresas más jóvenes que en las más antiguas. Igualmente, es probable que el mayor tamaño tanto en número de empleados como en cifra de ventas afecte positivamente al número de contactos realizados con inversores profesionales.

### **Motivos para el fallo de la conexión entre oferta y demanda**

A fin de valorar los motivos que llevaron a que las conversaciones o contactos para conseguir que este tipo de inversores fallaran, se preguntó a las empresas acerca de varias circunstancias.

Sin embargo, se produjo una escasísima recepción de respuestas a esta pregunta y las respuestas están muy atomizadas entre las distintas posibilidades. Se percibe un mayor peso en las opciones de un rechazo del inversor debido a motivos relacionados con su estrategia inversora y del rechazo por parte de la empresa a financiar por cuestiones económicas.

# 9. El plan de negocio

El Plan de Negocio es la expresión concreta y ordenada de las expectativas futuras de un proyecto de inversión o una empresa en su conjunto, sea ésta nueva o ya en funcionamiento. Con el Plan de Negocio se puede valorar la oportunidad del posible proyecto o negocio y su viabilidad económica-financiera.

Habitualmente es la primera visión de la empresa que reciben los posibles financiadores de la misma, por lo que su adecuada preparación y presentación es fundamental hoy en día en el mundo de los negocios.

## 9.1. Funciones del Plan de Negocio

El Plan de Negocio desempeña tres funciones principales:

- Permite anticipar en el tiempo la evolución de las posibles estrategias a llevar a cabo y las consecuencias derivadas de las mismas. Se puede contemplar de antemano la viabilidad económico-financiera del proyecto y los posibles problemas de su implantación.
- Puede utilizarse como elemento de control a posteriori, comprobando si la evolución de la empresa responde a lo previsto y permitiendo valorar cuáles son las variables que no siguen el comportamiento esperado. En este sentido, el desarrollo de distintos escenarios posibles o análisis de sensibilidad a variables concretas podría ser un elemento de mucho interés para el seguimiento de la inversión.
- Permite comunicar a todos los posibles interesados (inversores, entidades financieras, etc.) la visión que tiene la empresa de los posibles resultados del proyecto. En este sentido, cabría la posibilidad de que el Plan de Negocio pudiera presentar diferencias en su estructura o énfasis, en función del destinatario del mismo.

## 9.2. Elementos del Plan de Negocio

Generalmente el Plan de Negocio se concreta en tres documentos:

- El Plan de Negocio en sí mismo: un documento muy completo que suele contener mucha información e incluso anexos, como legislación, informes sectoriales, estadísticas, etc.
- El Resumen Ejecutivo: un resumen enfocado a la lectura por parte de un alto directivo que contiene los aspectos más importantes del proyecto. Suele prepararse como un documento separado y al finalizar el Plan de Negocio completo.
- Una presentación formal de las ideas principales, elaborada en un formato muy visual, para utilizarla ante posibles inversores o financiadores, etc.

## 9.3. Estructura y contenidos del Plan de Negocio

Sahlman (1997) señala los cuatro factores fundamentales que son clave para el éxito de cualquier proyecto nuevo y que, por tanto, deben quedar recogidos en el Plan de Negocio:

- La gente  
Las personas que participan en el proyecto son sumamente importantes, no solamente los emprendedores sino también terceras personas relacionadas, como proveedores, abogados, consultores, etc. Se debe valorar sus conocimientos y experiencia, sus redes y contactos, y su prestigio y reputación.
- La oportunidad  
Hay que evaluar el perfil del negocio, qué se vende y a quién, las posibilidades de expansión del negocio y proceso del negocio: cómo se llega al cliente, cómo se retiene al cliente, etc.
- El contexto  
Las oportunidades se producen en un determinado contexto que hay que tener en cuenta: entorno regulador tipos de interés, otras variables macroeconómicas, etc. Se considera que rodea y afecta al negocio, pero no puede ser controlado por el emprendedor o empresa.
- El riesgo y la recompensa  
Los potenciales inversores estarán interesados en saber cuáles son los principales riesgos a los que se enfrenta el proyecto y también las ideas que tiene el equipo emprendedor para eliminarlos; por ejemplo, un proyecto con mucho endeudamiento sujeto a tipos de interés variable, podría mencionar el uso de productos derivados para casar el riesgo.

El Plan de Negocio debe señalar las opciones para liquidar la inversión de cara a los potenciales inversores y la generación de flujos de caja.

Desde un **punto de vista formal o de contenidos**, el Plan de Negocio debe incluir, al menos, los siguientes puntos:

1. Aspectos introductorios y presentación.
  - Objeto y misión del Plan que se presenta.
  - Promotores.
  - Información del pasado de la empresa, si ya está implantada.
2. Análisis de los aspectos externos e internos del proyecto.
  - Análisis del entorno: país, sector, mercado. Análisis en las vertientes política, económica, legal, tecnológica, etc.
  - Evaluación de las capacidades en el ámbito interno del equipo promotor y resumen de sus trayectorias profesionales.
  - Como resumen del estudio externo e interno, conclusiones sobre los principales aspectos positivos y negativos que afectan al proyecto (Análisis DAFO o resumen valorado de las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que presenta el proyecto).
  - Para cada debilidad o amenaza, se debe mencionar la solución o aspectos considerados para eliminarla o reducirla.
3. Definición de los objetivos estratégicos del proyecto: qué se quiere conseguir en un horizonte temporal de medio a largo plazo, enfocando en cuáles son las ventajas de lo que se aporta al mercado, qué se ofrece de nuevo al cliente o mercado. En concreto, cabe definir los objetivos en términos de cifra de ventas, posicionamiento en el mercado y rentabilidad.
4. Definición del Plan de Negocio en diferentes vertientes:
  - Legal y jurídica:
    - Forma societaria: identificación y justificación.
    - Resumen de aspectos estatutarios relevantes: venta de participaciones, socios, etc.
  - Comercial y de marketing:
    - Estrategia de marketing: posicionamiento y cuota de mercado esperada, política de precios, estrategia promocional y políticas de comercialización.
    - Estrategia de ventas: mercado potencial y proyecciones de ventas.

- Estrategia de distribución: canales de distribución.
- Alianzas estratégicas.
- Datos relativos a ingresos por ventas y costes de comercialización y marketing.
- Producción, operaciones y logística:
  - Descripción detallada de los bienes o servicios.
  - Plan de producción o de generación de servicios, incluyendo el seguimiento anterior a la venta y posventa.
  - Procesos productivos y tecnología.
  - Recursos materiales.
  - Aspectos relativos a la calidad.
  - Datos sobre los costes e inversiones precisas para la producción.
- Recursos humanos y organización:
  - Equipo directivo.
  - Organigrama general.
  - Perfiles de cada puesto significativo.
  - Política retributiva.
  - Políticas de formación, selección y promoción.
  - Datos relativos a costes y gastos derivados de los recursos humanos.
- Financiera:
 

El área financiera reúne los datos de las demás esferas y traduce a una unidad monetaria los datos sobre ingresos, costes, inversiones y fuentes de financiación.

En esta área se deben tratar aspectos como:

  - Realización de proyecciones financieras: simulación.
  - Definición de escenarios e hipótesis para las proyecciones.
  - Preparación de los estados financieros proyectados por cada escenario.
  - Obtención de los flujos de caja esperados en cada escenario.
  - Realización de análisis de sensibilidad a las variables clave.
  - Cálculo de las técnicas de valoración de proyectos de inversión desde las perspectivas de la liquidez, rentabilidad y riesgo.
  - Análisis del punto muerto o punto de equilibrio.

- Análisis de los principales indicadores de gestión y ratios económicos y financieros en los escenarios proyectados.
- Identificación de los costes de oportunidad y tasas adecuadas de descuento de flujos.
- Plan de Implantación: esquema temporal de hechos importantes.

En este apartado, se debe ofrecer un esquema temporalizado de las tareas a emprender para el inicio del proyecto, con indicación de las fechas previstas.

Desde un **punto de vista dinámico**, se podría contemplar la siguiente estructura en la elaboración de un Plan de Negocio, reflejada en el gráfico 12.

Tras la definición de la misión de la empresa, se plantean los resultados del análisis externo (del entorno: en el ámbito político, tecnológico, legal, macroeconómico, etc.) e interno (de las capacidades del equipo promotor), de los cuales se obtiene una matriz de Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades (DAFO). Las amenazas y oportunidades proceden del estudio sobre el entorno, y las debilidades y fortalezas del análisis interno. Una vez realizada la evaluación DAFO, cabría la posibilidad de volver a revisar

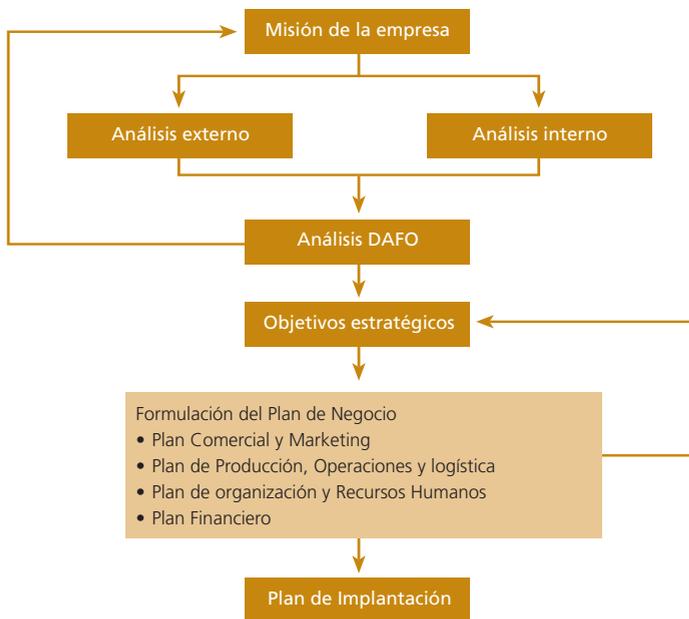
la misión de la empresa, teniendo en cuenta los riesgos y dificultades que se hayan puesto de manifiesto en dicho análisis.

Tras elaborar la matriz DAFO, se fijarían los objetivos estratégicos de la empresa en términos de ventas, posicionamiento de mercado y rentabilidad que se quieran alcanzar en el plazo de 3 a 5 años, dependiendo del alcance temporal que se dé al proyecto.

Fijados los objetivos estratégicos y para lograr su consecución, se puede comenzar la definición del Plan de Negocio en los aspectos comerciales y de marketing, de producción y logísticos, de recursos humanos y organización, y finalmente financieros.

El gráfico 12 muestra el planteamiento dinámico del Plan de Negocio.

GRÁFICO 12. ESQUEMA DE PREPARACIÓN DEL PLAN DE NEGOCIO



Fuente: Nota técnica sobre "Metodología de Proyectos", de EOI. Escuela de Negocios, del Profesor Titular D. Fernando Díaz Pividal.

## 10. Ventajas y desventajas de la financiación a través de capital riesgo

A partir de las características ya citadas de la actividad de capital riesgo, cabe mencionar las ventajas y desventajas que tiene esta forma de financiación desde el punto de vista del emprendedor o empresario.

En el cuadro 3 se exponen las ventajas que ofrece la financiación a través de capital riesgo.

En primer lugar, la financiación que ofrece proporciona recursos estables a medio y largo plazo a empresas con un patrón de crecimiento importante, generalmente sin compromiso de devolución ni coste financiero explícito (excepto en ciertas formas de préstamo). En la medida en que dicha financiación se produce a través de recursos propios o con recursos ajenos vinculados a los resultados, la entidad de capital riesgo comparte los riesgos con la financiada, asumiendo también las posibles ganancias y sin exigir garantías.

Las entidades de capital riesgo, al realizar un seguimiento cercano de la actividad de sus empresas en cartera, pueden apoyar a los gestores proporcionándoles conocimientos y puntos de vista a los que no hubieran podido acceder sin coste. Igualmente, les puede permitir ampliar su red de contactos, especialmente con otras entidades financieras. Al mismo tiempo, el seguimiento permite el control de la inversión por parte de la entidad de capital riesgo.

Por otro lado, con frecuencia las entidades de capital riesgo se especializan en una determinada fase de desarrollo de las empresas o tipos de inversiones, en un sector determinado o en un área geográfica, por lo que están en posición de ofrecer a la empresa en cartera un apoyo basado en su experiencia en inversiones previas.

Llegado el momento y si la empresa alcanza el tamaño adecuado, la entidad de capital riesgo puede facilitar su salida a cotización en un mercado de capitales.

### CUADRO 3. VENTAJAS DE LA FINANCIACIÓN POR MEDIO DE CAPITAL RIESGO

#### Financiación

- Estable a medio y largo plazo
- Basada en recursos propios
- Vinculada a resultados
- Sin garantías

#### Apoyo en la gestión

- Imagen externa
- Red de contactos
- Especialistas

#### Apoyo en la salida a mercado

Fuente: Elaboración propia.

Como toda actividad, la financiación por medio de capital riesgo también presenta algunos inconvenientes que debe valorar un emprendedor o empresario interesado en esta forma de financiación; éstos se relacionan en el cuadro 4.

Los principales problemas se asocian con la pérdida de control y la interferencia en la gestión de personas ajenas a la empresa, bien de la entidad de capital riesgo o externos como los auditores financieros. Asimismo, los contratos que regulan la relación con la entidad de capital riesgo son normalmente muy complejos y restrictivos.

Por otro lado, con frecuencia la financiación no se recibirá en un único importe, sino que está sometida al cumplimiento de hitos comprobables a la satisfacción del financiador.

### CUADRO 4. DESVENTAJAS DE LA FINANCIACIÓN POR MEDIO DE CAPITAL RIESGO

#### Financiación

- Escalonada
- Sometida a hitos conseguidos

#### Control de la gestión

- Pérdida de independencia
- Contratos restrictivos
- Revisiones externas

Fuente: Elaboración propia.

# 11. Impacto de capital riesgo en la economía y en las empresas financiadas

Todavía son escasos los estudios que analizan el impacto que la actividad de capital riesgo tiene en la economía, en aspectos como el crecimiento económico y el empleo.

Entre los estudios que existen, se puede citar el publicado por la *European Venture Capital Association* (EVCA), que fue realizado por la Universidad de Nottingham y el *Centre for Management Buy-out Research* (CMBOR, 2002), que evalúa el impacto económico y social del capital riesgo en Europa.

En septiembre de 2004 se presentó una tesis doctoral en la Universidad Complutense de Madrid, dirigida por el profesor José Martí Pellón, que analiza el impacto del capital riesgo en la creación de empleo en las Comunidades Autónomas españolas más prósperas. Ahondando en este enfoque, se han presentado dos trabajos (Alemany y Martí, 2005 a y b), sobre el impacto de capital riesgo en España entre 1991 y 2002.

En 2004 se presentó por FSE-EOI el estudio titulado "La actividad de Capital Riesgo: impacto en la actividad económica y el empleo en España. Situación en las Comunidades Autónomas Objetivo 1".

La principal conclusión de este último trabajo fue que, las empresas de la muestra, que representaban un 53,4% del total de las empresas que habían recibido capital riesgo en las 10 Comunidades Autónomas clasificadas como Objetivo 1, crecieron en sus niveles de empleo a la tasa media del 32,3% anual en los 3 años inmediatamente posteriores a la entrada de un inversor de capital riesgo, en las operaciones realizadas entre los años 1991 y 1999.

Este crecimiento destaca particularmente en Galicia, donde las empresas que recibieron financiación de capital riesgo crecieron a tasas de empleo anuales del 54% en los tres años siguientes a la inversión, y en Andalucía, con un 52,4%.

En el extremo opuesto se sitúa Canarias, donde las empresas de la muestra perdieron un 8,4% anualmente de empleados.

Dentro del total de las Comunidades Autónomas en estudio, los sectores en los que se produce un mayor aumento son los del comercio, con un 118%, y de tecnología, con el 74%, en tasas anuales.

Esta conclusión general resulta particularmente interesante por distintos motivos:

1. En estas Comunidades Autónomas, la principal fuente de recursos para financiar capital riesgo proviene de fondos públicos, que pretenden fomentar el empleo. El 72,5% de las empresas de la muestra recibieron financiación de inversores públicos, frente a un 27,5% que la tomaron de inversores privados.

2. Las tasas de crecimiento de empleo globales de las Comunidades Autónomas Objetivo 1, en los años analizados, son muy inferiores a las citadas para las empresas de la muestra. La tasa media de crecimiento del empleo en el período 1992-2002 para el conjunto de las 10 Comunidades es del 2,05%.

La mayor tasa media de los 10 años la tiene Canarias, con un 4,4%, y las menores, Asturias y Galicia, con un 0,6%.

3. En el estudio de Alemany y Martí (2005 b), se concluyó que el crecimiento medio del empleo en las empresas que recibieron capital riesgo en las Comunidades Autónomas de Madrid, Cataluña y País Vasco, en el mismo período temporal, era de un 22,9%, siendo claramente superior el resultado que arrojan las empresas de la muestra del trabajo sobre las Comunidades Autónomas Objetivo 1 de FSE-EOI 2004.

4. El peso de la actividad y empleo derivado de capital riesgo es creciente en España en su conjunto y, en concreto, en las Comunidades Autónomas Objetivo 1, tanto en volumen total de empleados como en tasa de crecimiento del empleo.

# 12. Inversores ángeles

## 12.1. Antecedentes

Algunas fuentes señalan que el término “*Business Angel*”, del que procede la expresión “inversor ángel”, se originó en Estados Unidos a partir de un grupo de inversores que salvaron el Teatro Broadway a finales del siglo XVIII por medio de la producción de distintas representaciones. Y se citan inversiones exitosas en el mismo país por parte de inversores ángeles como Bell Telephone en 1874, Ford Motor en 1903 y Apple Computer en 1977.

Son, por lo general, inversores individuales, empresarios o directivos de empresa con éxito que aportan su propio capital a emprendedores, centrándose sobre todo en aquéllos en fases más iniciales de desarrollo. Suelen ofrecer no sólo recursos financieros, sino también asesoramiento y apoyo técnico a las empresas con las que se implican, además de permitirles acceder a su red de contactos personales. Arriesgan su propio dinero, frente a las entidades de capital riesgo, las cuales arriesgan el de los inversores finales.

Su objetivo no sólo se centra, habitualmente, en la obtención de plusvalías, sino en otros factores intangibles como la satisfacción personal, el apoyo a ideas y emprendedores jóvenes, compartir con ellos el riesgo y el posible éxito, desarrollo de su región, vinculación familiar, etc.

Suelen centrarse en operaciones más pequeñas que las entidades de capital riesgo. No suelen invertir en un único proyecto, sino que se diversifican en la medida de sus posibilidades y buscan una salida a medio plazo, aunque son más pacientes que las entidades de capital riesgo, ya que en este caso juegan con su propio dinero y no con dinero de terceros, como aquéllos. Igualmente, suelen centrarse en zonas próximas a su residencia, por comodidad en el seguimiento (al compatibilizar habitualmente otras activi-

dades profesionales o empresariales), por sentirse comprometidos con su comunidad o región y por hacer valer más la red de contactos disponibles.

Desde el punto de vista técnico, no son inversores fáciles de estudiar, ya que forman un grupo disperso, fragmentado y con cierta preferencia por el anonimato.

## 12.2. Definición y características de los inversores ángeles

Una definición sencilla y directa sería la de Hindle y Rushworth (1999) quienes los describieron como "*High net worth, non-institutional, private equity investors*", es decir, particulares con el deseo y con suficiente patrimonio como para invertir parte del mismo en proyectos empresariales con altos rendimientos potenciales y, a la vez, riesgo considerable, generalmente a cambio de participación en el control de la empresa, en sus ingresos y, finalmente, ganancias de capital (plusvalías).

Los inversores informales o ángeles se caracterizan por ser heterogéneos, y precisamente este rasgo determina a los empresarios en su búsqueda de capital riesgo.

En resumen, las principales características que definen a los inversores ángeles son las siguientes:

- Orientación, en general, a inversiones de carácter incipiente (proyectos en fases iniciales).
- Son inversores, con frecuencia antiguos emprendedores, que proporcionan capital y red de contactos (tecnológicos, financieros, legales, etc.) y también experiencia y *know how*, por lo que se les ha definido como capital inteligente (San José, A., 2001).
- Toman participaciones minoritarias en el capital de la empresa.
- Desean mantener su anonimato.
- Su horizonte de inversión es más flexible que en el capital riesgo.
- No tienen grandes expectativas en términos de dividendos o rendimientos anuales.
- Generalmente se mueven por interés acerca de la obtención de plusvalías a la venta de su participación.
- Sus análisis de la empresa a financiar suelen ser menos profundos que el de las entidades de capital riesgo, posiblemente debido a la mayor responsabilidad de éstas frente a terceros aportantes de fondos.
- La estrategia tanto de inversión como de desinversión está normalmente menos definida que en las entidades de capital riesgo.

Un estudio empírico llevado a cabo en distintos países y referido en un documento de Hindle y Rushworth (1999) muestra otros rasgos de estos inversores:

- Son predominantemente hombres. No hay muchas mujeres que se dediquen a esta actividad.
- Su edad media está en la frontera de los 50 años.
- Independientemente de cuál sea su nivel de educación, la inmensa mayoría tiene experiencia directiva.
- Suelen invertir cerca de su lugar de residencia.
- Aunque no aceptan todas las posibles inversiones que se les ofrece, en proporción rechazan menos que los inversores formales (capital riesgo).
- Invierten cantidades menores por cada operación que las entidades de capital riesgo.
- Usan una amplia gama de canales de financiación para invertir en empresas.

Con frecuencia se organizan en redes de inversores (*Business Angel Networks* [BANs]). Conviene aclarar que las redes de inversores ángeles se entienden como un elemento para dinamizar en una economía, ya que estimulan el crecimiento y el empleo; por ello suelen recibir apoyo público. Las redes de inversores ángeles no invierten por sí mismas, sino que canalizan el contacto entre inversores y empresarios y facilitan apoyo a ambos. El papel de las redes es el de facilitar la relación entre el emprendedor y el inversor, dar formación a los inversores ángeles y los empresarios para permitirles un mejor entendimiento mutuo, ofrecerles códigos de conducta y reglas, etc., que serán de utilidad para fomentar las inversiones y el efecto sobre inversión y empleo.

El apoyo que los inversores ángeles dan a la empresa, como ya se ha comentado, no se centra exclusivamente en el financiero, sino también en contactos, empuje y credibilidad que ofrecen a la empresa, lo que la hace más fuerte de cara a la comunidad empresarial y financiera.

Los inversores ángeles, al invertir en *start-ups* y en otras etapas iniciales, no compiten con el capital riesgo institucional, más bien pueden complementarlo. La financiación que proporcionan los inversores ángeles es rápida y flexible, aunque los recursos son habitualmente limitados dada su entidad de personas físicas y que en general actúan individualmente.

En ocasiones, las empresas inician su actividad en fase *start-up* a partir de la financiación recibida de un inversor ángel para que en la siguiente etapa de desarrollo sean financiadas por una entidad de capital riesgo.

Con frecuencia, los inversores ángeles toman una importante participación en el capital de las empresas; hay estudios que cifran su intervención media en torno al 35%. En muchos casos participan en posteriores rondas de capital y aceptan una reducción en su porcentaje de participación por la entrada de otros socios.

Van Osnabrugge (1998) realizó un estudio sobre los criterios de inversión utilizados por los inversores ángeles en el Reino Unido, elaborando un *ranking* de los veintisiete aspectos más utilizados. Los diez criterios más importantes y, por este orden, resultaron ser:

- Entusiasmo del emprendedor.
- Confiabilidad del emprendedor.
- Potencial comercial del producto.
- Experiencia del emprendedor.
- El inversor apreció al emprendedor al reunirse con él.
- Potencial de crecimiento del mercado.
- Calidad del producto.
- Beneficios potenciales percibidos por el inversor.
- Existencia de un nicho de mercado.
- Reputación e historial del emprendedor.

En una línea similar, Sudek (2007) analizó los criterios de inversión de los inversores ángeles en Estados Unidos. Sus conclusiones, en los rasgos cualitativos, son que los inversores ángeles se sienten atraídos fundamentalmente por cuatro aspectos: la pasión y compromiso del emprendedor principal, su confiabilidad, la calidad del equipo gestor, y la existencia de una estrategia de salida o liquidez potencial para el inversor.

### 12.3. Tipos de inversores ángeles

Distintos autores han ofrecido taxonomías de los inversores informales. Gaston (1989) identificó hasta diez tipos diferentes de inversores ángeles, señalando que cada uno de éstos es diferente y heterogéneo, y que los empresarios deberían conocer esta circunstancia cuando buscan fondos de financiación.

Coveney y Moore (1998) definieron una interesante y citada tipología de los inversores ángeles, basada en las dimensiones "nivel de actividad de inversión" y "experiencia empresarial". En total identificaron seis categorías diferentes de inversores. De éstas, dos de ellas no son inversores activos sino potenciales, y se desglosan en "vírgenes" y "latentes".

Los inversores activos se clasifican como "maximizadores de riqueza" (cuando se trata de empresarios adinerados que invierten en distintos negocios por beneficio y que con frecuencia se sindicaron con otros); "empresarios" (particulares empresarios, adinerados, menos inclinados a sindicarse con otros y que invierten tanto por el placer de ello como por buscar una mejor opción a los mercados de capitales); "buscadores de ingresos" (no

muy adinerados, invierten cantidades moderadas para conseguir ingresos, y con frecuencia se sindicán) y “entidades” (compañías que habitualmente realizan inversiones de tipo ángel, en general, comprando mayoría de las acciones, y no se sindicán con otros inversores).

Sorheim y Landström (2001) realizan su clasificación de acuerdo con la actividad inversora y la competencia de los inversores informales. Y los clasifican en cuatro tipos: “inversores lotería” (poco activos, poco competentes); “comisionistas o *traders*” (muy activos, poco competentes); “inversores analíticos” (poco activos, muy competentes), e “inversores ángeles puros” (muy activos y muy competentes).

Señalan una evidencia empírica de importantes diferencias entre los cuatro tipos en lo relativo al uso de las fuentes de información, compromiso con la empresa, inversión sindicada, horizonte temporal y preferencias geográficas.

## 12.4. Redes de inversores ángeles

Es importante señalar que las redes de inversores ángeles se entienden como un elemento que dinamiza una economía, para estimular el crecimiento y el empleo; por ello suelen recibir apoyo público.

Su papel es el de permitir de forma más fácil la relación entre el emprendedor y el inversor, dar formación a los inversores ángeles y los empresarios para permitirles un mejor entendimiento mutuo, ofrecerles códigos de conducta y reglas, etc., que serán de utilidad para fomentar las inversiones y promover el efecto sobre inversión y empleo.

## 12.5. Diferencias entre capital riesgo e inversores ángeles

Tanto los inversores ángeles como el capital riesgo son una parte importante del mercado financiero; su objetivo principal es proveer a las empresas el capital necesario para el crecimiento y desarrollo de sus negocios.

Existen importantes diferencias en la manera de operar de los inversores ángeles y el capital riesgo, a pesar de las múltiples similitudes en sus funciones básicas. En este apartado se enfatizan estas distinciones y sus consecuencias a partir de una serie de áreas de particular interés.

De forma resumida y en relación al modo en el que enfocan el proceso inversor, cabe decir que los inversores ángeles son inversores de carácter informal, mientras que las entidades de capital riesgo tienen un enfoque más formal.

### Experiencias personales

Un inversor ángel típico posee un bagaje empresarial y técnico, ya que posee experiencia previa en el desarrollo de al menos una empresa.

Por lo tanto, atesora experiencia empresarial, contactos y conocimiento del entorno que puede utilizar a favor de las empresas en las que decida invertir. Distintos estudios señalan que sus contactos y reputación previa en el entorno de negocios en que trabaja, pueden ser utilizados a favor de los emprendedores a los que apoya, por el mero hecho de tener su respaldo. Suelen ser personas con una visión de conjunto bastante amplia, que da cabida a las distintas disciplinas en la gestión empresarial. Además, generalmente, como se centran en empresas en fases más iniciales, éstas suelen estar más interesadas o aceptar con mayor facilidad las recomendaciones de gestión o consejos del inversor ángel que en empresas más avanzadas.

Por el contrario, las entidades de capital riesgo cuentan con personal profesional y no siempre antiguos empresarios. Al ser firmas mayores, puede haber especialistas en distintos aspectos: jurídicos, financieros, etc. La remuneración de la entidad de capital riesgo por su labor de intermediación financiera se produce a través de unas comisiones, que suelen ser de dos tipos: una cuota anual de administración y una cuota a la venta de las empresas participadas y que depende del éxito de la desinversión.

Normalmente los inversores ángeles, al organizarse en redes, pueden acceder a inversiones de mayor importe económico o complejidad con inversiones sindicadas. Los inversores de capital riesgo suelen agruparse en asociaciones que funcionan en un marco tanto nacional como supranacional y, con frecuencia, también realizan inversiones sindicadas.

### **Tipo de compañías creadas**

Los inversores ángeles generalmente participan en la creación de pequeñas compañías que están en sus primeras fases de formación, mientras que las sociedades de capital riesgo habitualmente invierten en compañías más maduras y consolidadas; en consecuencia, el riesgo asumido por la inversión realizada por los inversores ángeles es superior al riesgo soportado por los inversores de capital riesgo.

Sin embargo, en ambos casos, las inversiones realizadas están referidas a empresas en sectores o mercados en crecimiento o desarrollo, ya que ésta es la característica básica de la actividad de financiación a emprendedores.

### **Tipo de capital utilizado**

Otra diferencia importante entre los inversores ángeles y de capital riesgo es que los primeros están ligados a inversiones de capital privado exclusivamente, mientras que los segundos son inversiones de carácter tanto público como privado.

### **Proceso de evaluación previo (*Due Diligence*)**

El proceso de evaluación previo a la inversión es muy diferente para los inversores ángeles en comparación con las sociedades de capital riesgo.

En general, las sociedades de capital riesgo disponen de un equipo multidisciplinar de empleados, o bien contratan personal especializado externo que evalúan la potencial inversión a través de un proceso, en ocasiones complejo, de sucesivos filtros y decisiones colegiadas.

Los inversores ángeles tienden a tomar decisiones más intuitivas, basadas en relaciones personales y de confianza, con un nivel de análisis menor que en capital riesgo. También son inversiones en ocasiones guiadas por factores no estrictamente financieros sino de satisfacción personal, apoyo a la comunidad o región, simpatía hacia una idea o emprendedores, oportunidad, etc. Por otro lado, los inversores ángeles, al ofrecer su dinero, pueden sentirse menos responsables de sus decisiones ante terceros.

### **Localización**

La localización de la inversión resulta particularmente importante para los inversores ángeles; normalmente dicha inversión tiene lugar en regiones o entornos cercanos a su lugar de residencia, debido al deseo no sólo de dirigir o controlar la empresa sino también para poder compartir las decisiones del día a día de la propia empresa.

El capital riesgo, sin embargo, invierte en horizontes geográficos más amplios, incluso en un espacio transfronterizo, aunque también prefiere fijar su lugar de residencia en la región o área en la que ha decidido invertir.

### **Contrato**

El contrato firmado entre el inversor y el empresario es específico del caso concreto. Los contratos de capital riesgo son formales y con pocas posibilidades de negociación. Por su parte, las relaciones entre el empresario y el inversor ángel son mucho más flexibles, ya que los inversores ángeles son un grupo heterogéneo con características específicas en función de su experiencia previa. Con ello, las posibilidades de negociación son mayores, lo que a veces ocasionan distintas interpretaciones contractuales que pueden dar lugar a problemas.

### **Dirección y seguimiento**

Los inversores ángeles realizan inversiones también con la motivación de revivir el espíritu empresarial que tuvieron en su día. Debido a que invierten sus propios recursos exigen tener una participación activa en el día a día de la empresa, y ofrecen asesoramiento estratégico, redes de contactos y realizan un papel de mentor. Los inversores de capital riesgo son mucho menos activos y su principal ayuda va dirigida a facilitar contactos y prestar asesoramiento estratégico, dejando libertad al empresario para que tome sus propias decisiones.

### **Estrategia de salida: desinversión**

Tanto los inversores ángeles como los inversores de capital riesgo persiguen obtener ganancias de capital desinvirtiendo en la empresa pasado un tiempo razonable. Este horizonte temporal es de entre 3 y 7 años.

En las inversiones de capital riesgo, generalmente, el esquema temporal de la operación queda establecido previamente en el proceso de evaluación, donde se especifica el mejor momento en el que desinvertir. Los inversores ángeles no tienen esta restricción, pudiendo desinvertir en cualquier ocasión que sea favorable.

Las diferencias que se producen en el tamaño habitual de las inversiones y en la fase de la inversión entre una empresa de capital riesgo y un inversor ángel hacen que las formas típicas de desinversión varíen de forma sustancial para unos y otros. El inversor ángel se centrará más en ventas a terceras personas o al empresario, a otros inversores ángeles, a una firma de capital riesgo y raramente venderá en mercado a través de una O.P.I.

### **Rentabilidad de la inversión**

El objetivo principal de los inversores, tanto de capital riesgo como ángeles, es obtener una rentabilidad o rendimiento sobre la inversión realizada. Sin embargo, se suele atribuir a los inversores ángeles un interés adicional no económico, derivado de su deseo de revivir el espíritu empresarial. Según Kelly y Hay (2003), los rendimientos esperados por la inversión realizada en función del ciclo de vida de la empresa son los siguientes: (i) pre-semilla: 100%, (ii) semilla: 80%, (iii) *start-up*: 60%, (iv) expansión: 40%, (v) salida/desinversión: 30%.

### **Número de empresas en cartera**

Algunos estudios muestran que un inversor ángel generalmente participa en un número menor de proyectos que una entidad de capital riesgo. Esto se deriva de la dificultad de su seguimiento y también de la limitación de capacidad financiera.

Dado que el inversor ángel se involucra de forma muy personal con su experiencia en las empresas en las que invierte, no parece factible que pueda tomar posiciones en muchas de ellas al mismo tiempo.

### **Tratamiento legal y fiscal**

En algunos entornos el tratamiento fiscal y legal es diferente de los inversores formales frente a los informales. En España, por ejemplo, la exención fiscal sobre las plusvalías que se ofrece en inversiones de capital riesgo sólo es posible para inversores formalmente registrados como entidades de capital riesgo, lo cual únicamente es accesible a personas jurídicas. Esto obviamente afecta a la motivación de los potenciales inversores particulares que ven sus ganancias de capital sujetas a imposición, frente a las entidades formalmente establecidas de capital riesgo.

### **Fondos aportados en origen y cantidad**

La entidad de capital riesgo aportará los fondos de sus inversores finales, mientras que el inversor ángel ofrecerá sus propios recursos.

Por otro lado, la media de inversión por operación será inferior en un inversor ángel que en una entidad de capital riesgo.

### Fase de la inversión

Normalmente el inversor ángel entrará en la empresa en fases más tempranas que el de capital riesgo.

A modo de conclusión se incluye el siguiente cuadro sobre las principales diferencias entre los inversores ángeles y los de capital riesgo, valorando distintos aspectos de la actividad, como la experiencia previa del inversor, el tipo de contrato, la rentabilidad esperada, etc.

CUADRO 5. DIFERENCIAS ENTRE INVERSORES ÁNGELES E INVERSORES DE CAPITAL RIESGO

	Inversores Ángeles	Capital Riesgo
"Background" Personal	Empresario	Inversor
Tipo de compañía creada	Pequeñas, primeras fases de creación	Grandes, fase de madurez
Proceso de evaluación previo	Mínimo	Extensivo
Localización	Cercana al lugar de residencia	No importante
Contrato	Simple	Standard
Dirección	Activo, día a día	Estratégico
Estrategia de salida: Desinversión	De menor importancia	Altamente importante
Rentabilidad de la inversión	De menor importancia	Altamente importante

Fuente: Kelly y Hay (1996 y 2003).



# 13. Entorno legal e institucional del capital riesgo en España

## 13.1. Aspectos legales y fiscales

En España, la primera legislación específica del sector fue la Ley 1/1986, que dio paso a la Ley 1/1999, de 5 de enero. Esta última, que fue modificada en dos ocasiones a través de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (Ley Financiera) y de la Ley 63/2003, de 30 de diciembre, dio una importante estabilidad al sector y fomentó la creación de numerosas entidades de capital riesgo.

La Ley 25/2005, de 24 de noviembre, se ha convertido en el nuevo marco regulador de la actividad de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras.

Por otro lado, el Reglamento de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones (RD 304/2004) aceptó entre los valores aptos para la inversión de los fondos de pensiones aquellos valores no admitidos a negociación en mercados regulados, lo que abrió la puerta a la inversión de este tipo de intermediarios que, en algunos países, son una importante fuente de recursos financieros.

La legislación española marca, entre otros, los siguientes aspectos:

- Los tipos de entidades autorizadas a desarrollar la actividad de capital riesgo, que son las sociedades de capital riesgo y los fondos de capital riesgo, estos últimos regidos por una sociedad gestora.
- El tratamiento fiscal que reciben las entidades de capital riesgo, con importantes exenciones sobre las plusvalías provenientes de desinversiones en empresas participadas, así como sobre los dividendos percibidos de las mismas.
- El tipo de empresas que pueden ser parte de una operación de capital riesgo.

## 13.2. Tipos de entidades de capital riesgo (ECR)

La actividad de capital riesgo en España se realiza a través de dos figuras que quedaron claramente definidas en la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras.

Las dos figuras son las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y los Fondos de Capital Riesgo (FCR).

La Ley identifica las sociedades de capital riesgo como sociedades anónimas cuyo objeto social es la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de valores.

La misma Ley definía las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGECR) como sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital riesgo (FCR) y de activos de sociedades de capital riesgo (SCR).

## 13.3. Organización del sector

En España existe una asociación que aglutina al sector del capital riesgo, la Asociación Española de Capital Inversión (ASCRI), que nació en 1986. Su vocación fundamental es la de desarrollar la inversión en capital de empresas no cotizadas y facilitar la interacción entre socios de la Asociación. La Asociación promueve los estudios e informes sobre el sector de capital riesgo en España y facilita el contacto con organismos oficiales, inversores, intermediarios, escuelas de negocios y otras instituciones relevantes.

ASCRI es miembro de la European Venture Capital Association (EVCA), que promueve el sector en el ámbito europeo.

## 13.4. Mercados especializados

Quizá el aspecto que más limita el desarrollo de la actividad del capital riesgo en España sea la inexistencia de un mercado secundario como el NASDAQ norteamericano, que aporte una vía de salida ventajosa para las entidades de capital riesgo.

El Nuevo Mercado español, creado para unirse a la moda de mercados similares aparecidos en países como Italia o Francia, ha acabado sin operaciones, habiendo pasado las empresas que quedaban en el mismo a contratación general.

Más recientemente se ha creado el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), cuya posible trayectoria en el campo de las empresas de reducida capitalización y, en concreto, las financiadas con capital riesgo es todavía una incógnita.

## 14. Cifras del capital riesgo en España y en el mundo

Tres son las principales fuentes de información acerca de capital riesgo en el mundo. En el entorno de los Estados Unidos, la NVCA; en Europa, la EVCA, y en Asia-Pacífico, el Asian Venture Capital Journal (AVCJ). En cada país, en la mayoría de los desarrollados, existen organizaciones nacionales que aglutinan los datos del sector y actúan como potenciadores de la actividad.

PricewaterhouseCoopers (PWC) (2006) estima en 136.000 millones de dólares de Estados Unidos (USD) la inversión mundial en capital riesgo en 2005, lo que representa un aumento del 23,6% con respecto a 2004, y aproximadamente un 0,31% del PIB global. En lo que se refiere a la captación de fondos, el año 2005 significó un hito, al haberse captado 272.000 millones de USD frente a los 133.000 del año anterior, lo que implica un aumento del 105%.

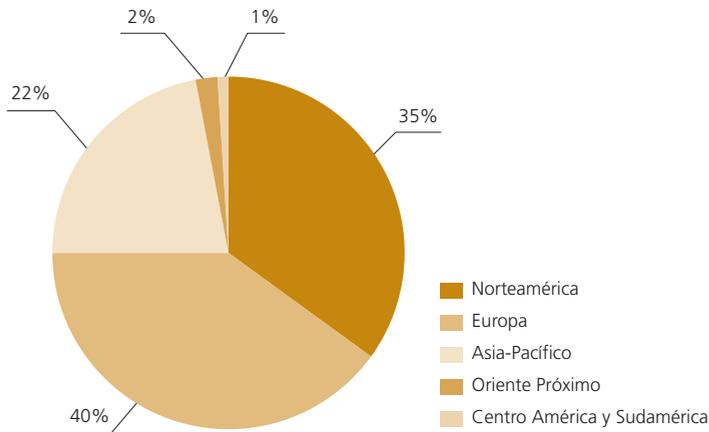
Por áreas geográficas, el gráfico 13 muestra la distribución de la inversión en 2005. Europa toma la delantera a Norteamérica a partir de ese año, encabezando el *ranking*. Y Asia-Pacífico aumenta sustancialmente su participación respecto a años anteriores, representando un 16% del total mundial.

El mismo estudio de PWC (2006) incide en la valoración de la porción de dichas inversiones en tecnología, que supone un 35% del total.

En conjunto, las cantidades totales invertidas en 2005 equivalían al 0,31% del PIB mundial en 2004, según *World Bank Development indicators*. La inversión global en *private equity* en Norteamérica supone un 0,38% de su PIB, un 0,37% en Europa y un 0,21% en Asia-Pacífico (para el conjunto de países del área geográfica).

En el cuadro 6, realizado a partir del estudio de PWC, se observa los veinte países más importantes por nivel de actividad de capital riesgo, en cifras de 2005.

GRÁFICO 13. CUADRO DEL TOTAL DE INVERSIÓN POR REGIONES GEOGRÁFICAS EN 2005 (PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DE INVERSIONES EN EL ÁMBITO MUNDIAL)



Fuente: PricewaterhouseCoopers (2006): "Global Private Equity".

Algunos aspectos interesantes se deducen de este cuadro. Entre ellos, cabe señalar la diferencia sustancial entre fondos invertidos y captados en un mismo país. Esto se puede identificar con dos posibles situaciones: los desfases temporales de una actividad cíclica, donde desde que se inicia un fondo hasta que se invierte puede pasar una cantidad de tiempo considerable, por ser una actividad de intermediación financiera hasta cierto punto artesanal. Y también en cuanto a los flujos de fondos entre países, distinguiendo países netamente importadores y exportadores de fondos. Así, como países importadores de fondos aparecerían China, España o Singapur; y como países exportadores de fondos estarían Estados Unidos, Reino Unido y Francia.

CUADRO 6. LOS VEINTE PAÍSES PRINCIPALES POR VOLUMEN DE INVERSIÓN Y FONDOS CAPTADOS EN PRIVATE EQUITY EN 2005 (MILES DE MILLONES DE USD)

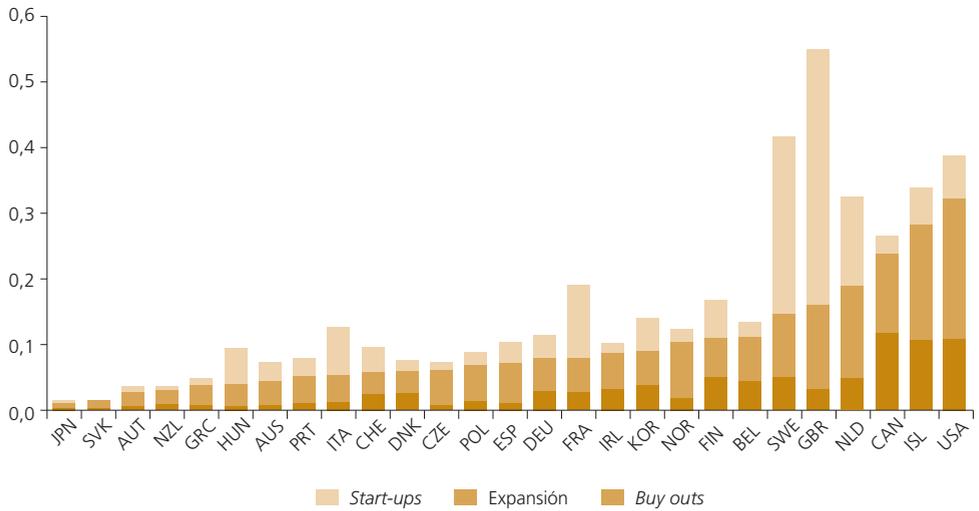
	Inversión	Fondos captados
Estados Unidos	46,4	159
Reino Unido	27,9	53,5
Japón	7,9	4,4
Francia	8,5	13,4
Alemania	3,2	3,4
España	3,1	1,2
Australia	2,3	2,1
China	8,8	2,1
Holanda	2,7	2,9
Suecia	3,5	2,3
Italia	2,6	1,6
Corea	2,1	2,5
India	2	2,5
Singapur	4,4	0,7
Sudáfrica	0,9	0,4
Israel	1,1	1,3
Canadá	1,2	1,5
Indonesia	0,6	-
Dinamarca	1,2	1,2
Nueva Zelanda	0,7	0,2

Fuente: PricewaterhouseCoopers (2006): "Global Private Equity".

Respecto del peso de la actividad de capital riesgo en el total de las economías, se refleja a continuación un gráfico que representa, para los países de la OCDE, el grado de importancia de la actividad de capital riesgo, medido a través del peso de la inversión en capital riesgo respecto al PIB de cada país, como media entre 1995 y 2002. Se observa cómo España se encuentra en una posición muy alejada de los principales países como Estados Unidos, Holanda, Suecia, Israel, Reino Unido o Canadá. Francia, aun estando bastante por debajo de los países mencionados, sin embargo casi duplica la inversión realizada en España. Se desglosa la inversión en tres tipos: inversión en fases iniciales de la empresa, en fase de expansión y operaciones de *buy-out*.

El gráfico sugiere, por tanto, un importante recorrido de crecimiento potencial de la actividad en España en los próximos años.

GRÁFICO 14. INVERSIONES EN CAPITAL RIESGO POR CADA PAÍS DE LA OCDE EN MEDIA ENTRE 1995-2002 (PORCENTAJE SOBRE EL PIB)



Fuente: OCDE Venture Capital Database, 2003.

# Bibliografía

- Aernoudt, R. (2005): “Business Angels: The smartest money for starters? Plea for a renewed policy focus on business angels”. *International Journal of Business*, volumen 10, número 3, pp. 271- 285.
- Allen, F. y Song, W.-L. (2003): “Venture Capital and Corporate Governance”. Wharton Financial Institutions Service, 03-05.
- Alemany, L. y Martí, J. (2005a): “Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms”. EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
- Alemany, L. y Martí, J. (2005b): “Impacto económico y social del capital riesgo en España: período 1991-2002”. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo-AS-CRI. Informe publicado.
- Baker, M. y Gompers, P.A. (1999): “Executive ownership and control in newly public firms: The role of venture capitalists”. Harvard Business School, working paper series.
- Balboa, M. y Martí, J. (2006): “Overreaction in venture capital and private equity markets: evidence from European markets before the burst of the bubble”. En Barnes, P. (2006): *Economic Perspectives on Innovation and Invention*, Nova Science Publishers, pp. 1-22.
- Balboa, M. y Martí, J. (2007): “Factors that determine the reputation of private equity managers in developing markets”. *Journal of Business Venturing*, volumen 22, número 4, pp. 453-480.
- Baygan, G. y Freudenberg, M. (2000): “The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy”. OECD, STI Working papers 2000/7.

- Baygan, G. (2002): “A comparison of Venture Capital policies and programs in selected OECD countries”. Industry Division-Directorate for Science, Technology and Industry, OECD, noviembre 2002.
- Black, B.S. y Gilson, R.J. (1998): “Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets”. *Journal of Financial Economics*, volumen 47, pp. 243-277.
- Bruton, G.; Ahlstrom, D. y Yeh, K.S. (2004): “Understanding venture capital in East Asia: the impact of institutions on the industry today and tomorrow”. *Journal of World Business*, volumen 39, pp. 72-88.
- Bruton, G.; Manigart, S.; Fried, V. y Sapienza, H. (2002): “Venture capitalists in Asia: A comparison with the U.S. and Europe”. Vlerick Leuven Gent Management School, Vlerick Working Papers 2002/15.
- Bygrave, W.D. y Timmons, J.A. (1992): *Venture capital at the crossroads*. Harvard Business School Press, Boston.
- Bygrave, W.D.; Hay, M.; López García, P. y Reynolds, P. (2001): “The global entrepreneurship monitor (GEM) model for economic growth: a study of venture capital in 19 nations”. Babson Kauffman Entrepreneurship Research Conference, Jonkoping.
- CMBOR (2002): “Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe”. EVCA Publication, 2002.
- Coopey, R. y Clarke, D. (1995): *3i: Fifty years investing in industry*. Oxford University Press, Oxford.
- Coveney, P., Moore, K. (1998): *Business Angels: Securing Start-Up Finance*, John Wiley & Sons, Chichester.
- Cumming, D. y Fleming, G. (2002): “A law and finance analysis of venture capital exits in emerging markets”. The Australian National University, working paper series in Finance, 02-03.
- Cumming, D. y MacIntosh, J. (2003): “A cross-country comparison of full and partial venture capital exits”. *Journal of Banking & Finance*, volumen 27, pp. 511-548.
- Cumming, D. (2006): “Adverse selection and capital structure: evidence from venture capital”. *Entrepreneurship theory and practise*, volumen 30, número 2, pp. 155-183.
- Dittmann, I.; Maug, E. y Kemper, J. (2004): “How fundamental are fundamental values? Valuation methods and their impact on the performance of german venture capitalists”. *European Financial Management*, volumen 10, número 4, pp. 609-638.
- Dossani, R. y Kenney, M. (2002): “Creating an environment for venture capital in India”. *World Development*, volumen 30, número 2, pp. 227-253.

- European Commission-Enterprise Directorate-General (2002): “Benchmarking Business angels”.
- EVCA (1987-2006): EVCA Yearbook, EVCA, Zaventem (BE).
- Fried, V.H. y Hisrich, R.D. (1994): “Towards a model of Venture Capital investment decision making”. *Financial Management*, volumen 23, número 3, pp. 28-37.
- FSE-EOI (2004): “La actividad de Capital Riesgo: impacto en la actividad económica y el empleo en España. Situación en las Comunidades Autónomas Objetivo 1”.
- FSE-EOI (2005): “Las formas de financiación elegidas por los emprendedores españoles: efecto en su crecimiento y empleo”.
- FSE-EOI (2006): “Consolidación de pymes a través del acceso a los medios financieros: capital riesgo e inversores ángeles”.
- Gilson, R.J. (2002): “Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience”. Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, working paper 248.
- Gompers, P.A. (1995): “Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital”. *Journal of Finance*, volumen 50, número 5, pp. 1.461-1.489.
- Gompers, P.A. (1996): “Grandstanding in the Venture Capital Industry”. *Journal of Financial Economics*, volumen 42, número 1, pp. 133-156.
- Gompers, P.A. (1997): “Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments”. Working paper, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Gompers, P.A. (1998): “Venture capital growing pains: Should the market diet?”. *Journal of Banking and Finance*, volumen 22, número 6-8, pp. 1.089-1.104.
- Gompers, P.A. y Lerner, J. (1996): “The use of covenants: An empirical analysis of Venture Partnership Agreements”. *Journal of Law and Economics*, volumen 39, número 2, pp. 463-498.
- Gompers, P.A. y Lerner, J. (1998): “What Drives Venture Capital Fundraising?”. *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, volumen 1998, pp. 149-204.
- Gompers, P.A. y Lerner, J. (1999): “An analysis of compensation in the U.S. Venture Capital Partnership”. *Journal of Financial Economics*, volumen 51, pp. 3-44.
- Gompers, P.A. y Lerner, J. (2001): “The Venture Capital Revolution”. *Journal of Economic Perspectives*, volumen 15, número 2, pp. 145-168.
- Gompers, P.A. y Lerner, J. (2002): “Short-Term America Revisited? Boom and bust in the Venture Capital Industry and the impact on innovation”, en NBER Books (2002):

- Innovation Policy and the Economy* (volumen 3)". The MIT Press, Cambridge (Massachusetts), capítulo 1, pp. 1-28.
- Hellmann, T. (1998): "The allocation of control rights in venture capital contracts". *The RAND Journal of Economics*, volumen 29, número 1, pp. 57-76.
  - Hellmann, T. y Puri, M. (2000): "The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital". *Review of Financial Studies* 2000, volumen 13, número 4, pp. 959-984.
  - Hindle, K. y Rushworth, S. (1999): *The demography of investor heaven: A Synthesis of International Research on the Characteristics, Attitudes, and Investment Behaviour of Business Angels*. Documento presentado en la Conferencia: "Financing the future: Small medium enterprise finance, Corporate Governance and the Legal system". Sydney, 13 diciembre 1999.
  - Hsu, D.H. (2004): "What do entrepreneurs pay for Venture Capital affiliation?". *The Journal of Finance*, volumen 59, número 4, pp. 1.805-1.844.
  - Jeng, L.A. y Wells, P.C. (2000): "The determinants of venture capital funding: Evidence across countries". *Journal of Corporate Finance*, volumen 6, número 3, pp. 241-289.
  - Kaplan, S.N. y Strömberg, P. (2004): "Characteristics, contracts and actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses". *The Journal of Finance*, volumen 59, número 5, pp. 2.177-2.210.
  - Kelly, P. y Hay, M. (1996): "Serial investors: an exploratory study", en: *Frontiers of entrepreneurship research*. Babson College.
  - Kelly, P. y Hay, M. (2003): "Business angel contracts: the influence of context". *Venture Capital*, volumen 5, número 4, pp. 287-312.
  - Kenney, M.; Han K. y Tanaka, S. (2002): "Scattering geese: Venture Capital Industries in East Asia. A report to the World Bank". Berkeley University, working papers, Paper BRIE WP 146.
  - Kenney, M. y Dossani, R. (2002): "Providing financing for technology-based SMEs". UNCTAD.
  - Kenney, M. (2005): "Venture Capital Networks in East Asia: Considering the *Greater China* Concept". Presentado en el Institute of East Asian Studies en abril de 2005. University of California, Davis. Forthcoming publication.
  - Kortum, S. y Lerner, J. (2000): "Assessing the contribution of Venture Capital to innovation". *The Rand Journal of Economics*, volumen 31, número 4, pp. 674-692.
  - Krueger, N. (2003): "The cognitive psychology of entrepreneurship". In Z.A. Acs & D.D. Audretsch (eds.), *Handbook of entrepreneurship research: An interdisciplinary survey and introduction* (pp. 105–140), Kluwer, Londres.

- La Porta, R.; López de Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1998): “Law and finance”. *Journal of Political Economy*, volumen 106, número 6, pp. 1.113-1.155.
- La Porta, R.; López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2006): “What Works in Securities Laws?”. *The Journal of Finance*, volumen 61, número 1, pp. 1-32.
- Leeds, R. y Sunderland, J. (2003): “Private Equity investing in emerging markets”. *Journal of Applied Corporate Finance*, volumen 15, número 4, pp. 111-119.
- Leleux B. y Surlemont, B. (2003): “Public versus private venture capital: seeding or crowding out: A pan-european analysis”. *Journal of Business Venturing*, volumen 18, número 1, pp. 81-104.
- Lerner, J. (1994): “The syndication of Venture Capital Investments”. *Financial Management*, volumen 23, número 3, pp. 16-27.
- Lerner, J. y Schoar, A. (2004): “The illiquidity puzzle: theory and evidence from private equity”. *Journal of Financial Economics*, volumen 72, número 1, pp. 3-40.
- Macmillan Committee (1931): *The Report of the Committee on Finance and Industry: the Macmillan Report*. Her Majesty's Stationery Office (HMSO).
- Manigart, S. y Beuselinck, C. (2001): “Supply of Venture Capital by European governments”. Universiteit Gent, working paper 2001/111.
- Manigart, S.; Lockett, A.; Meuleman, M.; Wright, M.; Landström, H.; Bruining, H.; Desbrières, P. y Hommel, U. (2004): “Why do venture capital companies syndicate?”. Universiteit Gent, working paper 2004/226.
- Martí Pellón, J. (1998): “La paradoja europea en la financiación de la innovación”. *Economía Industrial*, número 322, pp. 77-90.
- Martí Pellón, J. (2002): *Oferta y Demanda de Capital Riesgo. 2001*. Editorial Civitas, Madrid.
- Martí Pellón, J. y Balboa, M. (2004): “Impacto de la demanda y la liquidez sobre la captación de nuevos fondos de capital riesgo en Europa”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, volumen 32, número 122, pp. 773-805.
- Martí Pellón, J. y Balboa, M. (2005): “How do spanish private equity managers signal their quality?”. *Revista de Economía Financiera*, número 6, pp. 58-81.
- Martí Pellón, J. y Balboa, M. (2006): “A framework for self regulation in venture capital and private equity: evidence in european markets”. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, volumen 6, números 4-5, pp. 395-411.
- Mayer, C.; Schoors, K. y Yafeh, Y. (2003): “Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the UK”. Natio-

nal Bureau of Economic Research (NBER), working paper series, working paper nº 9645.

- Megginson, W. L. (2004): "Towards a Global Model of Venture Capital?". *Journal of Applied Corporate Finance*, volumen 16, número 1, pp. 8-26.
- OCDE (1996): *Venture capital and Innovation*. GD (96) 168, París.
- OCDE (1997): *Government venture capital for technology-based firms*. OCDE/GD (97) 201, París.
- OCDE (2002): *Report on research and development*. OCDE. Bruselas.
- O'Shea, M. y Stevens, C. (1998): "Governments as Venture Capitalists". *The OECD Observer*, número 213, agosto/septiembre.
- Poterba, J.M. (1989): "Venture Capital and Capital Gains Taxation". National Bureau of Economic Research (NBER), working paper nº 2832.
- PriceWaterhouse (2006): "Global Private Equity".
- Rasila, T. (2004): "Venture-to-capital. A new framework for growth venturing and professional ownership". Tampere University of Technology. Publication 498.
- Romain, A. y Van Pottelsberghe, B. (2003): "The determinants of venture capital: a panel data analysis of 16 OECD countries". Hitotsubashi University. Institute of Innovation Research, working paper 03-25.
- Rosenstein, J.; Bruno, A.V.; Bygrave, W.D. y Taylor, N.T. (1990): "How much do CEOs Value the Advice of Venture Capitalists on their Boards?". *Frontiers of Entrepreneurship Research*, pp. 238-250.
- Sahlman, W.A. (1990): "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations". *Journal of Financial Economics*, volumen 27, número 2, pp. 473-521.
- Sahlman, W.A. (1997): "How to write a great business plan". *Harvard Business Review*, julio-agosto 1997, pp. 98-108.
- San José, A. (2001): "Los Business Angels como instrumento para la financiación de empresas en etapas iniciales". *Iniciativa emprendedora y empresa familiar*. Deusto.
- Schertler, A. (2003): "Driving forces of venture capital investments in Europe: A dynamic panel data analysis". EIFC Consortium, working paper 03-27.
- Sørheim, R. y Landström H., (2001): "Informal investors-a categorization, with policy implications". *Entrepreneurship & Regional Development* 13, 351-370.
- Sørheim, R. (2005): "Business angels as facilitators for further finance: an exploratory study". *Journal of Small Business and Enterprise Development*, volumen 12, número 2, pp. 178- 192.

- Stinchcombe, A.L. (1965): "Social structure and organizations", en J. March (1965): *Handbook of organizations*. Rand McNally & Company, Chicago, pp. 142-193.
- Sudek, R. (2007): "Angel Investment Criteria". *Journal of Small Business Strategy*, volumen 17, número 2, pp. 89-104.
- Tyebjee, T.T. y Bruno, A.V. (1984): "A Model of Venture Capitalist Investment Activity". *Management Science*, volumen 30, número 9, pp. 1.051-1.066.
- Van Osnabrugge, M. (1998): "The financing of entrepreneurial firms in the U.K. Doctoral dissertation, University of Oxford.
- Van Osnabrugge, M. y Robinson R.J. (2001): "The Influence of a Venture Capitalist's Source of Funds". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, volumen 3, número 1, pp. 25-39.
- Vega, P.; Chong, L.C.; Zhang, W. y White, S. (2005): "Venture capital in China: Investment processes and decision making factors". Documento presentado en la 2005 Academy of Management's Conference, agosto 2005, Hawaii, USA.
- Wang, S. y Zhou, H. (2004): "Staged financing in venture capital: moral hazard and risks". *Journal of Corporate Finance*, volumen 10, número 1, pp. 131-155.
- Wright, M. y Robbie, K. (1998): "Venture Capital and Private Equity. A review and synthesis". *Journal of Business Finance & Accounting*, volumen 25, número 5 y 6, pp. 521-570.
- Wright, M.; Pruthi, S. y Lockett, A. (2005): "International venture capital research: From cross-country comparisons to crossing borders". *International Journal of Management Review*, volumen 7, número 3, pp. 135.



UNION EUROPEA  
Fondo Social Europeo  
El FSE invierte en tu futuro



GOBIERNO  
DE ESPAÑA

MINISTERIO  
DE INDUSTRIA, TURISMO  
Y COMERCIO



crece



**eoí** | escuela  
de negocios

[www.eoi.es](http://www.eoi.es)