

**LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO:
IMPACTO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA
Y EN EL EMPLEO**



2004

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1. Introducción	3
1.2. Objetivos	6
1.3. Metodología	7
2. LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO COMO FACTOR DE CRECIMIENTO Y EMPLEO	9
2.1. Definición de la actividad de Capital Riesgo	9
2.2. El ciclo de la actividad de Capital Riesgo	21
2.2.1. Captación de Fondos	22
2.2.2. Inversión de los Fondos	24
2.2.3. Desinversión	28
2.3. Los determinantes de la oferta y la demanda de fondos en Capital Riesgo	30
2.3.1. Captación de Fondos	33
2.3.2. Inversión	33
2.3.3. Desinversión	33
3. CAPITAL RIESGO EN EL MUNDO	35
3.1. El desarrollo de Capital Riesgo en los Estados Unidos de América	35
3.2. El desarrollo de Capital Riesgo en Europa	37
3.3. El desarrollo de Capital Riesgo en Asia	41
4. EL DESARROLLO DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA	46
4.1. Breve comentario histórico	46
4.2. Características del entorno en España	49
4.3. Principales cifras del sector en España	51
4.4. Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1	60
4.4.1. Entidades de Capital Riesgo	61
4.4.2. Nuevos recursos captados	62
4.4.3. Capitales Totales en gestión	63
4.4.4. Inversiones y cartera de inversión	66

4.4.5. Desinversiones	71
5. ESTUDIO DE LA REPERCUSIÓN DE CAPITAL RIESGO EN LA CREACIÓN DE ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS	74
5.1. Datos económicos y de empleo de las Comunidades Autónomas	
Objetivo 1.....	74
5.2. Población y muestra seleccionada	81
5.3. Metodología	86
5.3.1. Ámbito geográfico.....	87
5.3.2. Período de análisis	87
5.3.3. Variable de impacto a analizar.....	88
5.3.4. Base de comparación	88
5.4. Análisis estadístico estático	88
5.4.1. Aspectos referentes al inversor de Capital Riesgo.....	89
5.4.2. Aspectos referentes a la operación de Capital Riesgo	89
5.4.3. Aspectos referentes a la empresa financiada	89
5.4.4. Aspectos referentes al inversor.....	92
5.4.5. Aspectos referentes a la operación de Capital Riesgo	94
5.4.6. Aspectos referentes a la empresa financiada	96
5.5. Análisis Dinámico: efectos sobre el empleo	124
6. CONCLUSIONES	135
BIBLIOGRAFÍA	143

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Introducción

En todos los países y economías, las empresas nuevas o con poca trayectoria, las empresas pequeñas y de corte familiar sufren, de forma crónica, un déficit de capital disponible para nuevas inversiones o para potenciación o ampliación de su actividad. Este hecho es muy evidente en aquellos países, como España, donde el peso de las pequeñas y medianas empresas es mayor dentro del total de la actividad económica.

El riesgo de lo nuevo, definido por Stinchcombe (1965) como el “pasivo de la novedad” (*the liability of newness*) ha mantenido la financiación de algunos tipos de actividades fuera del circuito habitual.

Los Sistemas Financieros de los países más avanzados son, por lo general, deficitarios en el apoyo a proyectos con perfiles de riesgo elevado y por ello los empresarios se han visto con frecuencia limitados en las posibilidades financieras a su disposición en los mercados financieros tradicionales.

Las empresas jóvenes o que empiezan su actividad, sin activos realizables o con un peso elevado de activos intangibles de valor difícilmente determinable, con flujos de caja negativos o pérdidas contables, sin una historia pasada que avale su actividad o credibilidad y en entornos operativos arriesgados, no son el objetivo prioritario de la actividad financiera tradicional, basada en elementos de garantía y colaterales que, en muchos casos, estos nuevos negocios no están en condiciones de ofrecer.

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 de los países, el avance de las sociedades y la renovación de su base tecnológica. Ello debido a que se enfoca en la financiación, preferentemente, de este tipo de empresas pequeñas, creativas y, muchas de ellas, con base tecnológica, y en las condiciones que éstas necesitan.

No podemos olvidar que el desarrollo empresarial y la actividad económica impulsada por la iniciativa privada se consideran motor clave de la economía y el progreso, como se reconocía en la Cumbre del Consejo de Europa celebrada en Niza (Francia) en diciembre de 2.000. El empuje empresarial, explícitamente, se consideraba clave en las políticas de empleo. 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 valora más el potencial efecto sobre el crecimiento y expansión que Capital Riesgo podría tener en países en vías de desarrollo, precisamente por esa labor de fomento del crecimiento económico, la tecnología y el progreso.

En un estudio auspiciado por la *Organisation for Economic Cooperation and Development* (OCDE) en el año 1996¹, se reflejaba ya el valor que esta organización, representante de los países más industrializados del mundo, daba a Capital Riesgo, que sin tener un peso excesivo en el valor global de la actividad financiera mundial, sin embargo “es crucial para el proceso de innovación. Debido a una serie de razones, es muy difícil para las grandes Compañías el iniciar proyectos innovadores de alto riesgo. Tales proyectos tienen una mayor posibilidad de éxito si se emprenden en pequeñas firmas de base tecnológica. Las empresas de Capital Riesgo están dispuestas y son capaces, a través de sus instrumentos financieros, de invertir en tales proyectos innovadores de alto riesgo. Esto se confirma por la evidencia de que las revoluciones tecnológicas que han resultado en la transformación de las industrias han sido liderados por firmas apoyadas por Capital Riesgo; por ejemplo, las empresas que han sido pioneras en cada generación de tecnología informática (ordenadores personales, software, etc) han sido financiadas por Capital Riesgo”.

Igualmente, en el año 2000, la OCDE identificaba la actividad de Capital Riesgo como un componente crítico del éxito de las firmas de corte empresarial y de alta tecnología

¹ OCDE, “Venture capital and Innovation”, O.C.D.E. GD (96) 168, 1996.

y recomendaba a todos los países considerar estrategias para animar la disponibilidad de capital de estas características.

La mayoría de los Gobiernos de los países occidentales y más desarrollados apoya la actividad de Capital Riesgo, bien 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 en su constitución, para promover determinadas industrias o la innovación y el desarrollo en ciertos campos.

De forma indirecta, los Gobiernos pueden favorecer la actividad a través de regímenes administrativos favorables a la creación de empresa, reformas impositivas sobre las ganancias de capital derivadas de esta actividad o la potenciación de la existencia de mercados secundarios especializados en empresas de corte más pequeño y tecnológico, que son la base de la actividad de Capital Riesgo.

Existe la certidumbre, aunque no está muy apoyada en estudios empíricos hasta el momento, de que la actividad de Capital Riesgo tiene efectos importantes en aspectos relacionados con el crecimiento y el desarrollo económicos, por sus efectos sobre la generación de actividad económica, empleo e innovación. Pero no existen estudios completos de impacto a nivel español y pocos a nivel mundial. El más cercano al objetivo que aquí perseguimos es una Tesis Doctoral presentada y aprobada en la Universidad Complutense de Madrid en el mes de septiembre de 2004, titulada “Impacto de las inversiones en Capital Riesgo en España: un análisis empírico regional” preparada por M^a Luisa Alemany Gil y dirigida por el Profesor José Martí Pellón, al que nos referiremos frecuentemente en las siguientes páginas por ser la persona que regularmente publica las cifras del sector de Capital Riesgo en España y ser uno de los investigadores más activos en esta materia.

Dado que España es un país con gran cantidad de Pymes, la importancia que a nivel global y a nivel español está adquiriendo la actividad de Capital Riesgo y las

importantes conexiones entre riqueza, innovación y Capital Riesgo detectadas en otros entornos, es por lo que se ha considerado el posible interés de este trabajo, ya que explora el efecto que dicha actividad ha podido tener en el crecimiento y el empleo en las Comunidades Autónomas beneficiadas con la clasificación como Objetivo 1, en el marco temporal que va desde los primeros años 90 hasta el último año cerrado disponible a la fecha de este trabajo y que es 2003.

1.2. Objetivos

El objetivo del trabajo que aquí se presenta es valorar el efecto que la actividad de Capital Riesgo ha tenido en los últimos años sobre la creación de actividad y de empleo en las Comunidades Autónomas españolas que se encuadran dentro de la definición de Objetivo 1. Esta calificación se otorga con la finalidad de promover el desarrollo y el ajuste estructural de las regiones menos desarrolladas: aquéllas cuyo PIB *per capita* es inferior a un 75% de la media de la Unión Europea.

Por tanto, estas regiones son las que tienen menor nivel de renta y riqueza por habitante y reciben mayores niveles de ayuda por fondos estructurales de la Unión Europea.

Dichas Comunidades Autónomas son Galicia, Principado de Asturias, Cantabria, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Extremadura, Andalucía, Comunidad Valenciana, Murcia y Canarias.

El período temporal analizado arranca en 1991, fecha en la que empiezan a realizarse estadísticas sobre Capital Riesgo en España y abarca hasta el año 2003, último ejercicio cerrado en la mayoría de las empresas.

El objetivo anterior, base del trabajo, se ha completado con una parte inicial en la que se analiza el concepto de Capital Riesgo en términos generales, estudiando las distintas definiciones que se suelen utilizar sobre este término, además de estudiar el contenido y alcance de la actividad, el ciclo habitual de la misma, su origen histórico y las

principales magnitudes que muestran su grado de evolución en distintos entornos y países.

Una vez enmarcada la idea de Capital Riesgo y su contenido, nos centramos en la repercusión y principales cifras que se manejan en este sector en el mundo y en España, valorando el desarrollo de la actividad en nuestro país a nivel global, para luego estudiar por Comunidades Autónomas el efecto que esta actividad económica ha tenido en el crecimiento de las empresas y en su nivel de empleo.

1.3. Metodología

Para realizar el estudio base de este trabajo, se ha utilizado información de distintas bases de datos, a fin de desarrollar un panel de datos completo.

Se ha trabajado, en primer lugar, con la base de datos de empresas que han recibido financiación a través de Capital Riesgo, que mantiene el profesor José Martí Pellón y que es la base de las estadísticas oficiales de Capital Riesgo en España, apoyadas por ASCRI Asociación Española de Capital Riesgo). De estas empresas, se ha seleccionado cuáles pertenecen a las Comunidades Autónomas objetivo 1, obteniendo una población total inicial de 568 empresas.

La población total inicial, por tanto, recoge todas las operaciones de inversión de Capital Riesgo registradas en las Comunidades Autónomas Objetivo 1. Sobre ésta población total inicial, se ha hecho una selección hasta identificar la población final, que elimina las empresas que aparecen duplicadas (por ejemplo, dos Entidades de Capital Riesgo participando en la misma empresa, que podríamos también llamar inversión sindicada) y las dedicadas a temas inmobiliarios o financieros por considerarse que dicha actividad no entra en las habituales de Capital Riesgo, según el alcance ofrecido por la legislación actual en España.

Sobre la población total final se ha trabajado con una muestra de 374 empresas, para las que se ha localizado, en distintas bases de datos, su información relativa a

indicadores generales de crecimiento y empleo, como cifra de negocios, volumen de activos, número de empleados y otros datos. El resultado ha sido, tras la fusión de los datos de Capital Riesgo y de las empresas, un panel de datos con una información muy completa por cada empresa financiada a través de Capital Riesgo, para el mayor número de años que ha sido posible identificar en cada caso.

Sobre ese panel de datos se ha realizado un análisis para poder obtener conclusiones sobre el objetivo final del trabajo, definido ya en el título, y que es estudiar el impacto en la actividad económica y el empleo producido por la actividad de Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas españolas que están declaradas como objetivo 1.

El análisis se ha realizado a nivel estático y dinámico. En el análisis dinámico, se han contemplado las inversiones realizadas en empresas hasta 1999, para poder dar plazo a que se produjeran efectos en sus magnitudes principales derivados de la entrada de su socio de Capital Riesgo, efectos que son los que tratamos de estudiar en dicho análisis dinámico.

2. LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO COMO FACTOR DE CRECIMIENTO Y EMPLEO

2.1. Definición de la actividad de Capital Riesgo

Todas las definiciones sobre la actividad de Capital Riesgo tienen una serie de puntos en común que destacan el origen y el fundamento básico de la actividad.

Capital Riesgo se entiende como una actividad de intermediación financiera, 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 o en crecimiento.

La participación en las empresas financiadas se realiza, en muchos casos, por la adquisición de acciones ordinarias o preferentes o algún instrumento de deuda (frecuentemente convertible en acciones) y, en algunos casos, a través de otros instrumentos como son los préstamos participativos, forma ésta autorizada en España.

La financiación es de carácter temporal y, tras un cierto período de tiempo, la empresa de Capital Riesgo abandona la sociedad financiada por cualquiera de las vías más comunes, bien sea por salida al mercado de la participada (IPOs), por colocación privada a terceros, venta a los antiguos accionistas, liquidación u otras, incluyendo la insolvencia.

La remuneración o rentabilidad que la empresa de Capital Riesgo recibe a raíz de su inversión en una empresa de su cartera es variable y depende, en su mayoría, del precio al que pueda vender o liquidar sus participaciones y la plusvalía que en esa venta se genere. Es por ello, que, generalmente, la venta de la empresa financiada a través de su salida a mercado es la que más beneficio reporta a la empresa de Capital Riesgo. Otras formas de obtener rentabilidad serían dividendos durante su permanencia en el accionariado (aunque este tipo de empresas suelen requerir todos los fondos posibles y por tanto no es frecuente que repartan sustanciales dividendos), intereses por préstamos participativos o títulos de deuda y otros.

Igualmente, está reconocido ampliamente que la empresa de Capital Riesgo no solo ofrece recursos financieros sino también apoyo en la gestión, reputación a la sociedad financiada por el hecho de estar apoyada por un grupo inversor y mayor control y eficacia en la gestión derivado del hecho de que la sociedad de Capital Riesgo establece procedimientos de control sobre las empresas en cartera, ya que protege su propio interés.

En todo caso, las Sociedades de Capital Riesgo realizan una función de intermediación en el Sistema Financiero con un tipo de financiación especializada que no estaría disponible por cauces habituales en la mayoría de los Sistemas Financieros. Existe mucha literatura al respecto, describiendo este rol de Capital Riesgo en la intermediación entre pequeñas firmas e inversores externos, en condiciones de riesgo y de asimetría de información que las Instituciones Financieras más tradicionales no están habitualmente dispuestas a apoyar, además, por la falta de garantías o colaterales.

Por otro lado, se observa que el alcance de la definición de Capital Riesgo varía entre áreas geográficas. Por ejemplo, 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 L.B.O. (*Leveraged buy out*) y M.B.O. (*Management buy out*). La Asociación de Capital Riesgo de los Estados Unidos de América, la National Venture Capital Association (N.V.C.A.), 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 (Pymes) en proceso de arranque o de crecimiento, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado”.

Black y Gilson ² definen la actividad de Capital Riesgo como la inversión realizada por sociedades especializadas en empresas de alto crecimiento, alto riesgo y a menudo alta tecnología, que necesitan capital para financiar el desarrollo de productos o su crecimiento y que, por la naturaleza de su negocio, deben obtener esta financiación por vía de recursos propios más que de deuda. Según los mismos autores, como ya venimos comentando, no se incluirían las operaciones de *buy out* (entendido como la compra financiada con recursos ajenos por parte de antiguos empleados o directivos o terceros de una empresa) que en otros países si se estudian como parte de la actividad en un sentido más amplio.

Entrando más en detalle en la definición, siguiendo un artículo de Kenney y otros ³, se identifica la actividad clásica de Capital Riesgo como aquella que tiene un potencial de ganancias de capital del orden del 30-40% anualizado, dado que la inversión en etapas iniciales tiene un riesgo muy elevado, de al menos un 50% de fracaso. Por ello, las operaciones con éxito deben compensar por las fallidas. En *Private Equity* sin embargo, se pueden exigir menores tasas de retorno puesto que existe menos riesgo al invertir en empresas en fases algo más avanzadas y en las que, por tanto, se puede valorar mejor el potencial de inversión.

La definición de Capital Riesgo en Europa sigue sin embargo unas pautas más amplias, incluyendo prácticamente cualquier operación de *Private Equity*, como hace la Asociación que aglutina la práctica en Europa, la conocida como E.V.C.A. (European Venture Capital Association).

La necesidad de capital de las empresas, o el importe que suele destinar la Entidad de Capital Riesgo, está relacionado con la fase de desarrollo en la que se encuentre la empresa objetivo.

² Black, B.S. & Gilson, R.J. (1998) "Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets". *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-277.

³ Kenney, M.; Han, K. & Tanaka, S. (2004) "Venture Capital Industries in East Asia". World Bank

Entre los diferentes grados de desarrollo que distingue la actividad de Capital Riesgo se encuentra la empresa en fase semilla, que demanda recursos para concretar la definición del producto o servicio o la realización de un estudio de mercado que mida las posibilidades de éxito de la compañía. La etapa de arranque se relaciona con empresas que ya han iniciado el proceso productivo, pero todavía no generan beneficios, mientras que una empresa que se encuentra en fase de expansión requiere capital para aumentar su capacidad productiva o extender sus redes a nuevas regiones o países.

Entre las compañías que tienen una historia más sólida, cada vez son más frecuentes las operaciones apalancadas, o que implican la utilización de un elevado volumen de deuda. Un tipo de operación apalancada es el *management buyout* (MBO), en el que el equipo directivo de la propia empresa adquiere una porción de la misma junto con la Entidad de Capital Riesgo; el *management buyin* (MBI), es como un MBO con la diferencia de que el equipo directivo no pertenece a la empresa adquirida; o una mezcla de ambas, conocida como *Buyin management buyout* (BIMBO).

También entre las empresas consolidadas suelen obtener financiación vía Capital Riesgo aquellas compañías que atraviesan dificultades, en operaciones denominadas de reorientación (*Turnaround*); o el intercambio de acciones entre un grupo de accionistas y la Entidad de Capital Riesgo (*Replacement*).

El Capital Riesgo no tendría sentido si no se pusiera fecha de finalización al matrimonio entre la Entidad de Capital Riesgo mediadora (con un inversor final que aportó el dinero) y el emprendedor o empresario. La desinversión o salida, es la fase del ciclo más importante para el inversor y en la que espera obtener el rendimiento por el riesgo asumido. El período medio de permanencia en una compañía oscila entre 4 y 7 años.

En lo que coinciden todas las definiciones, es que la actividad de Capital Riesgo es una actividad de intermediación financiera, que precisa, al menos, de 3 partes implicadas: los inversores que conforman la oferta de fondos, las empresas que requieren

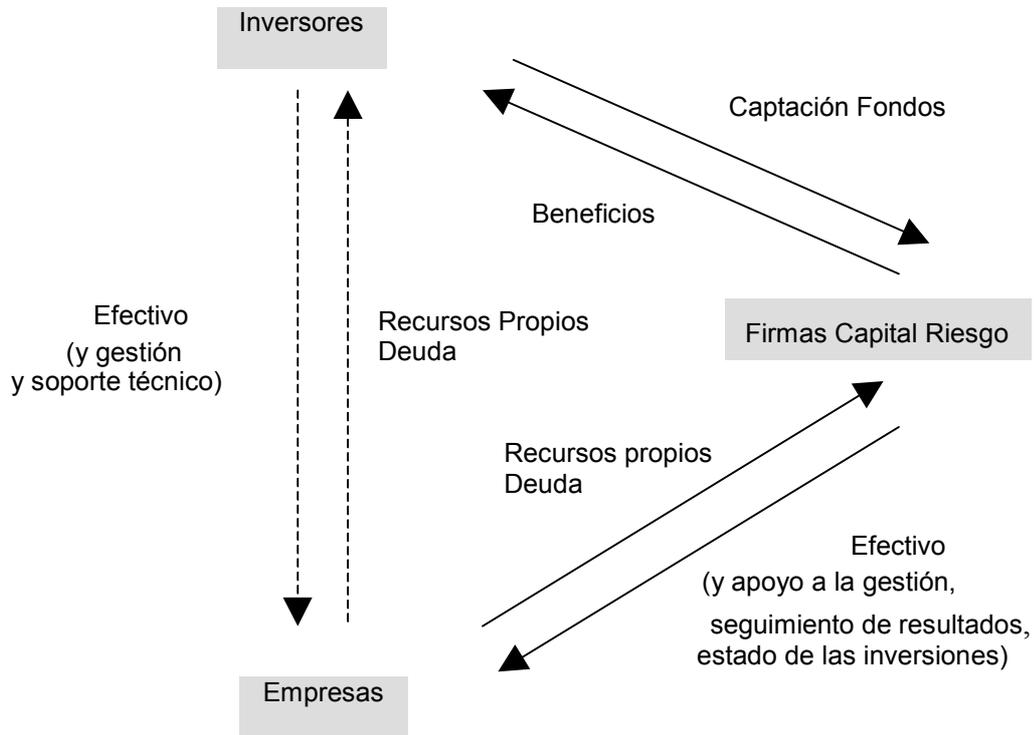
financiación y que son la parte que demanda fondos y las empresas de Capital Riesgo que actúan como intermediarios financieros.

Ocasionalmente, los fondos de Capital Riesgo pueden ser ofrecidos directamente por los inversores a las empresas, en un entorno no organizado. Hablaríamos en este caso de los conocidos como inversores particulares “ángeles” o bien institucionales, que sin embargo no son objeto de estudio en este trabajo, ni forman parte de las estadísticas oficiales en los países analizados. No obstante, se considera que este tipo de inversores tienen un peso muy importante en el desarrollo empresarial en Estados Unidos de América, no así en Europa.

En algunos países, como es el caso de España, la actividad oficialmente reconocida y registrada como Capital Riesgo y, por tanto, sujeta a las leyes que regulan dicha actividad y, sobre todo, a las ventajas fiscales ofrecidas, solo puede producirse de la forma indirecta, esto es, a través de Entidades oficialmente registradas antes la Comisión Nacional del Mercado de Valores como Sociedades o Fondos de Capital Riesgo.

La Figura que reproducimos a continuación es un buen ejemplo de la relación especial que se produce entre las firmas financiadas y los inversores de Capital Riesgo.

La relación entre participantes en el mercado de Capital Riesgo



Fuente: Baygan & Freudenberg, 2000. "The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy" OECD, STI Working papers, 2000/7

Observamos los inversores en la parte superior, que conforman la oferta de fondos y que ceden sus recursos al intermediario financiero, la empresa de Capital Riesgo la cual aplica una serie de recursos humanos y técnicos en la selección, realización y seguimiento de inversiones e igualmente a la desinversión. Sería este caso una forma de inversión indirecta, ya que se utilizan los servicios del intermediario financiero especializado que es la empresa de Capital Riesgo.

No obstante, los inversores pueden optar también por la inversión de forma directa en la empresa, sin intermediario financiero, asumiendo en ese caso el análisis, seguimiento y riesgos de la operación de forma directa.

En la parte inferior del esquema aparece la empresa, la demandante de fondos, la pequeña empresa que se decide por esta forma de financiación, entre las disponibles en el mercado, por distintos motivos.

En ambos modos de inversión, tanto directo como indirecto, se produce un doble flujo de apoyo y soporte del inversor a la financiada: no sólo se ofrecen fondos sino también asesoramiento a nivel de gestión y dirección e incluso técnico. Esto, parece más factible, no obstante, cuando la inversión se gestiona de forma indirecta.

Esta tendencia se refuerza en los últimos años y también se acentúa en estadios más iniciales de la vida de la empresa o en sectores más tecnológicos, por el mayor nivel de riesgo. El objetivo final es la creación de valor en la empresa financiada que pueda, finalmente, utilizarse en provecho de la empresa de Capital Riesgo en su desinversión por un valor superior al invertido, además, obviamente, del objetivo de control de la inversión realizada. Este aspecto, está también recogido por el Profesor Martí Pellón (2002) quien indica “el inversor suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente a terceros y ofreciendo su experiencia ante situaciones difíciles. La contrapartida por el riesgo asumido y el largo período de maduración necesario suele producirse, en caso de éxito, en forma de plusvalías”.

Por tanto, la firma financiada recibe no solo financiación, sino también un su futuro inmediato a una firma diferente, con una capacidad de ofrecerle servicios adicionales al apoyo meramente financiero que le ofrecería cualquier otro intermediario, además del acceso a una mayor red de contactos y de poder mostrar una posición de mayor credibilidad en el mercado.

La empresa de Capital Riesgo, además de poseer un interés económico en la empresa en la forma de una participación en sus recursos propios y/o en su deuda con derechos preferentes, mantiene además unos derechos de control sobre la participada para garantizar su inversión, el valor de la misma y el cumplimiento de los objetivos propuestos.

Como conclusión sobre lo que acabamos de revisar, concretamos la función de Capital Riesgo utilizando términos de la teoría económica. Podemos, así, identificar dos áreas clave en la actividad de Capital Riesgo: la oferta de fondos y la demanda de fondos.

La **oferta de fondos en Capital Riesgo** es realizada por inversores finales, privados o Institucionales, aunque estos últimos son mayoría, sobre todo en España, los cuales deciden aportar fondos a una sociedad de Capital Riesgo para su posterior inversión en proyectos de inversión del tipo de los que describimos en este trabajo. Suelen ser Bancos, Empresas, Compañías de Seguros y Fondos de Pensiones (en aquellos países en que la legislación les permite invertir en este sector). Existen una serie de condicionantes y elementos que favorecen o desfavorecen la inclinación a esta aportación, que revisaremos en un apartado posterior bajo el título: los determinantes de la oferta y la demanda de fondos para Capital Riesgo.

La **demanda de fondos de Capital Riesgo**, por el contrario, la realizan las empresas con proyectos y ánimo inversor, que precisan financiación para tales proyectos.

Las firmas de Capital Riesgo, en este contexto, realizan la función de **intermediarios financieros**, captando los fondos de los oferentes y aplicándolos a la financiación solicitada por los demandantes. A cambio de realizar esta gestión, que implica custodia de los fondos, análisis de inversiones, control y seguimiento de empresas en cartera, identificación y desarrollo de la estrategia de salida más oportuna y otras funciones, la empresa de Capital Riesgo recibe una retribución.

Breve comentario histórico

Es una opinión generalizada que la actividad de Capital Riesgo, en su forma organizada, como actividad financiera dedicada a la promoción de pequeñas y medianas empresas mediante la toma de participación en el capital de las mismas de forma temporal, tiene su cuna en los Estados Unidos de América.

No obstante, en la literatura sobre esta materia, con un toque quizás romántico, se cita como primera empresa financiada a través de Capital Riesgo el descubrimiento y exploración de América, por el hecho de que la Reina Isabel la Católica de España financiara los viajes de Cristóbal Colón en su búsqueda de las Indias.

De alguna manera, la actividad de Capital Riesgo, en un enfoque “informal”, podríamos decir que ha existido casi desde siempre. Allá donde una familia o una persona adinerada prestaran su dinero a una empresa o grupo de personas con una idea de negocio a desarrollar, teníamos una operación de Capital Riesgo. Son los inversores que popularmente han recibido el nombre de “ángeles”.

En toda economía ha existido siempre la actividad empresarial como tal, en que una persona o grupo de personas iniciaban un proyecto con un cierto nivel de riesgo utilizando para el desarrollo del mismo bien medios propios (recursos propios) o bien la financiación ofrecida por Entidades privadas (Financiación bancaria tradicional) o Entidades Públicas (vía subvenciones, préstamos blandos, etc). En los últimos años, en la mayoría de los países desarrollados, con los Estados Unidos de América en cabeza, se ha producido un importante incremento de asociaciones organizadas de inversores “ángeles” que invierten en común. 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 la que, eventualmente, esperan obtener un importante beneficio a la venta de su participación. No obstante, la crisis de principio de siglo que afectó sobre todo a las empresas de corte tecnológico, ha afectado negativamente la actividad de estos inversores.

Sin embargo, la actividad a considerar como Capital Riesgo propiamente dicho solo se produce cuando existe una corriente más o menos continuada de oportunidades de inversión y crecimiento y expansión, y este tipo de oportunidades generalmente se relacionan con áreas de contenido fuertemente tecnológico, por lo que podemos decir que de alguna manera la expansión de la actividad de Capital Riesgo está ligada a ciertos momentos de gran expansión tecnológica.

Centrándonos en los Estados Unidos de América, antes de la Segunda Guerra Mundial existen ya ejemplos de fuentes de Capital Riesgo para empresarios auspiciadas por los Gobiernos, Instituciones relacionadas con los Gobiernos o bien de tipo “ángel”, por parte de personas que tenían algún tipo de vinculación familiar o personal de otro tipo con el empresario.

Tras la Segunda Guerra Mundial ya aparecen una serie de intermediarios, 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 y una buena generación de “*cash flow*” no necesariamente a corto plazo sino a medio plazo.

A partir de estos modestos comienzos, la actividad de Capital Riesgo comenzó a expandirse y tomar cuerpo de manera más organizada.

Formalmente, los Estados Unidos dispusieron ya de una firma de Capital Riesgo, la *American Research and Development* (ARD) desde inmediatamente después de la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, creada en 1946 por personas cercanas al MIT, la Universidad de Harvard y hombres de negocios. Gomper y Lerner ⁴ describen la historia de la ARD cuya principal inversión en términos de ingresos fue la de Digital Equipment Company (DEC) en 1957.

Pasando a Asia, Japón, primer país en que existen indicios de esta actividad, constituyó en el año 1963 el *Japanese Small and Medium Enterprise Investment Co.* con el que se iniciaron las actividades, de manera organizada, promocionando la inversión en pequeñas y medianas empresas, con fondos públicos y dirigido desde el Sector Público. Más tarde, a primeros de los años 70 aparecieron las primeras Firmas y operaciones de carácter privado. En 1972, se estableció el *Kyoto Enterprise Development* (KED) apoyado por 43 firmas de Kyoto y con el deseo de emular el modelo de la ARD americana, con poco éxito y que desapareció pocos años más tarde. Al mismo tiempo

⁴ Gomper, P. y Lerner, J. “The Venture Capital Revolution”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, number 2, spring 2001, páginas 145-168

se formó en Tokyo la *Nippon Enterprise Development* (NED) por parte de 39 firmas. En la primera mitad de los años 70 se crearon formas privadas de Capital Riesgo por parte de Bancos y firmas de Valores. La crisis del petróleo del 73 frenó la carrera de crecimiento de la industria.

No es hasta los años 70 y aún más los 80, cuando a raíz de una serie de hechos, comienza a tomar más peso en la economía de los Estados Unidos de América una actividad financiera, con un carácter más organizado y estructurado, específicamente dedicada a la financiación de proyectos y empresas jóvenes o en expansión.

En 1973, se crea la *National Venture Capital Association* (N.V.C.A.), promotora también de la actividad en este campo y que mantiene las estadísticas e informes del sector en los Estados Unidos.

Algunos cambios legislativos, permitiendo a los Fondos de pensiones norteamericanos la inversión hasta un cierto y prudente porcentaje en actividades con cierto nivel de riesgo, así como la revolución tecnológica de finales de los años 70, se citan como base del crecimiento de la industria de Capital Riesgo en los EE UU a partir de los años 80.

Además, se mejoraron las condiciones fiscales sobre las plusvalías por ganancias de capital que pasaron de tributar un 49,5% a ser de un 28% en 1978 a un 20% en 1981. Igualmente se creó un régimen jurídico nuevo que beneficiaba fiscalmente ciertas formas legales de personas jurídicas, con ciertas ventajas fiscales. Estas nuevas sociedades de responsabilidad limitada crecieron de forma espectacular.

En los años 80 se observa en los Estados Unidos un cierto proceso de cambio de la innovación tecnológica y de la aparición de negocios de la costa este hacia la costa oeste. De hecho, en los años 80 y 90 es a través de Capital Riesgo como empresas hoy consolidadas en el mercado tecnológico aparecen en escena, entre ellas Apple Computers, Cisco Systems, Microsoft, y otras.

Al mismo tiempo, los mercados financieros empezaron a evolucionar hasta llegar a los que hoy conocemos como NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), 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 25 años.

En Europa, la mayor significación de este tipo de actividad se produce hacia mediados de los años 80. Como ocurre en los EEUU, no obstante, se pueden identificar operaciones y operadores desde el período posterior a la Segunda Guerra Mundial.

En el Reino Unido, por ejemplo, en 1929 se creó un Comité presidido por Lord Mac Millan que identificó la existencia de un *gap* o desfase en la financiación de las Compañías pequeñas y medianas y que desde ese momento empezó a conocerse como el “*Mc Millan gap*“. Cabe indicar que incluso John Maynard Keynes participó en algunos de los documentos producidos por este Comité.

A raíz de esto, 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 y más concretamente europeo. Existe un interesante trabajo del Profesor Richard Coopey acerca de la Historia de esta primera Sociedad de Capital Riesgo en el Reino Unido, junto con el Profesor Donald Clarke.⁵

A partir de la experiencia de los Estados Unidos, se produjeron a partir de los años 80 una serie de iniciativas de carácter público para ampliar la actividad de Capital Riesgo a otros países y entornos. En esa línea se empleó el *International Finance Corporation* así como otras Instituciones de desarrollo bilateral o multilateral como el *Asian Development Bank*, el *West German Deutsche Entwicklungs Gessellschaft* (DEG) y el *British Commonwealth Fund*.

⁵ Coopey, Richard & Clarke, Donald '3i: Fifty Years Investing in Industry'. Oxford University Press (1995).

En los últimos años, como podremos comprobar después, las cifras de Capital invertido y gestionado así como las inversiones realizadas han aumentado de forma importante en casi todos los países del mundo, con algunos altibajos en los primeros años del nuevo siglo, derivado de lo que se ha dado en llamar la crisis de la burbuja tecnológica.

Abordaremos la historia de Capital Riesgo en España en el Capítulo 6 de este trabajo.

2.2. El ciclo de la actividad de Capital Riesgo

Hay mucha literatura que describe el ciclo de la actividad de Capital Riesgo, si bien, siguiendo la aportación de Gompers y Lerner⁶, distinguimos las siguientes tres grandes fases, a partir de las que crearemos sub-epígrafes:

- Captación de fondos
- Inversión
- Desinversión

Como ya se ha descrito, la actividad de Capital Riesgo consiste básicamente en la intermediación financiera entre un grupo de inversores con excedentes de recursos financieros, que llamamos la oferta de Capital Riesgo, los cuales aportan dichos recursos a la financiación de una serie de empresas de determinadas características, la demanda, para lo que cuentan con una Entidad intermediaria, la empresa o Sociedad de Capital Riesgo, la cual lleva a cabo las tareas principales descritas más arriba: captar los fondos de los inversores con excedentes de fondos, invertirlos tras un proceso de estudio en empresas con déficit de fondos o demandantes de fondos para, eventualmente, liquidar más adelante esa inversión y devolver el capital más las posibles plusvalías a los inversores, cobrando sus comisiones por el servicio de intermediación prestado, que suelen incluir progresividad al beneficio generado.

⁶ Gompers, P.A. & Lerner, J., (2001) “The Venture Capital Revolution”. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 145-168.

Es una actividad de carácter cíclico, en que se captan fondos de los inversores, se realiza una inversión de carácter temporal en las empresas en cartera (entre 3 y 8 años dependiendo del sector, país, etc) para a continuación retornar los fondos a los inversores, con las plusvalías correspondientes, en su caso.

Generalmente se distinguen dos tipos de empresas de Capital Riesgo: las Sociedades y los Fondos, actuando éstos últimos como Fondos de Inversión, y por tanto representando Inversión Colectiva y gestionados por una Sociedad Gestora, en el modelo español. Son empresas con ánimo de lucro, exceptuando la actividad de Capital Riesgo que algunos Entes Públicos pudieran realizar en determinados momentos o países con el objeto de animar la producción y el empleo.

A nivel mundial, la forma más habitual es la de una Sociedad de Capital Riesgo que gestiona uno o varios fondos cada uno de ellos con unos participantes e independientes de los otros fondos. Sea cual sea la forma social adoptada, las Entidades de Capital Riesgo son el Intermediario Financiero que pone en contacto a la oferta y demanda de fondos en Capital Riesgo y para ello coordina y organiza la captación de fondos de los oferentes, la identificación de empresas a invertir, política de inversión, toma de decisiones de inversión, seguimiento y control, realización de las desinversiones cuando se encuentren maduras, etc. Todo ello, forma parte del Plan de Negocio de la firma de Capital Riesgo.

Basados en esta definición del ciclo, y en la idea general de 3 fases de Gompers y Lerner, hemos realizado el siguiente desarrollo sobre las fases de la actividad de Capital Riesgo.

2.2.1. Captación de Fondos

Es la fase en la que los oferentes de fondos aportan dinero a la Sociedad o Gestora de Capital Riesgo que va a realizar la operación.

Las empresas de Capital Riesgo captan los Fondos de inversores finales, que, en el caso español son, de forma casi exclusiva, inversores institucionales.

El negocio de Capital Riesgo, por tanto, se nutre de fondos aportados por inversores, la oferta en el esquema, que pueden ser de distintos perfiles: Empresas que desean diversificar sus actividades hacia sectores de mayor riesgo pero prometedoras, Fondos de Pensiones que desean igualmente diversificar sus inversiones en una medida prudente, Bancos, particulares adinerados, fondos de inversión y otros. No todos los países autorizan la entrada de cualquier tipo de inversor en los Fondos y Sociedades de Capital Riesgo.

Una vez identificados estos inversores, se procedería a la formalización de su participación en el Fondo o Sociedad de Capital Riesgo. Esta participación suele ser acordada en el marco de un contrato con cláusulas que tratan de limitar los posibles conflictos futuros y que marcan los límites para la inversión por parte de la sociedad de Capital Riesgo, con ejemplos como incluir la prohibición de iniciar un nuevo fondo hasta que el anterior esté completamente invertido, no inversión en áreas no bien conocidas por la sociedad de Capital Riesgo, etc. Todo esto quedaría recogido en el Plan de Negocio, el cual, a su vez, forma parte del proyecto de constitución de la Entidad de Capital Riesgo.

Otro aspecto de especial relevancia relativo a la aportación de fondos por parte de los inversores de Capital Riesgo es el relativo a la aportación escalonada que suelen llevar a cabo estos inversores. La Sociedad de Capital Riesgo o gestora no invierte el volumen total previsto de una sola vez, sino de forma paulatina a medida que va seleccionando empresas para la cartera de gestión y, por otro lado, una vez iniciado el proceso inversor en cada Sociedad, ésta puede recibir fondos de manera escalonada según va cubriendo los hitos preestablecidos. Por ello no se solicita el total de la aportación a los inversores finales.

Las Entidades de Capital Riesgo, en su definición, deben identificar distintos aspectos relativos a su gestión, entre ellos el perfil de riesgo que están dispuestos a asumir. Este perfil de riesgo se suele concretar en la definición de aspectos como: Industrias en las que se desea participar, tamaño de las participaciones, distribución de los riesgos en cartera, etc

2.2.2. Inversión de los Fondos

La Fase de inversión de los fondos es generalmente la más larga e implica lo que sería la adquisición efectiva de las participaciones en la Sociedad financiada, o bien la formalización del instrumento de financiación elegido.

Las principales actividades a realizar en esta fase son la identificación de potenciales proyectos, su valoración, el diseño y negociación de la operación, formalización y blindaje de la operación, su seguimiento y control y el apoyo a los gestores de la empresa durante la estancia como socio por parte de la empresa de Capital Riesgo.

No todas las empresas son susceptibles de estar incluidas en un proceso de Capital Riesgo, por lo que las Firmas de Capital Riesgo deben utilizar distintos medios para crear una base de negocio que les permita elegir entre una selección suficientemente amplia. Es habitual identificar la base de proyectos posibles a partir de distintas fuentes: reuniones de emprendedores, solicitudes directas que se reciben, contactos de grupos de empresas relacionados con la empresa de Capital Riesgo, son las más habituales.

Todas las definiciones consultadas insisten en el enfoque de empresa con proyección y ánimo de crecimiento como la objeto de una operación de Capital Riesgo. Generalmente empresas de reducido tamaño, bien gestionadas por sus propietarios, con ideas claras y potencial elevado y que sin embargo no tienen acceso o no tienen acceso cómodo a las formas tradicionales de financiación del sistema financiero, por el perfil de riesgo que presentan.

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

Generalmente la Sociedad de Capital Riesgo o Gestora de Fondos de Capital Riesgo dispone nombrado de un órgano colegiado de decisión, que toma las decisiones finales

sobre las inversiones y el cual solo revisa los proyectos que tienen ya muchas posibilidades de salir adelante.

La participación de la firma de Capital Riesgo es siempre de carácter temporal, por lo que toda la operación se diseña en base a esta circunstancia.

La valoración de este tipo de proyectos es siempre complicada por el hecho de que son empresas no cotizadas en mercados organizados y, por tanto, no hay valor de mercado.

Por ello, a partir del Plan de Negocio, en concreto a partir del 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 cualquiera de los instrumentos tanto de deuda como de propiedad, 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 a determinadas variables clave.

La entrega de fondos por etapas e hitos conseguidos, práctica habitual del sector, es a la vez una forma de obligar a las empresas en cartera a seguir una disciplina inversora. Gompers y Lerner (2001) reconocen que la entrega de capital en etapas a las sociedades participadas es posiblemente el mecanismo de control más potente con que puede contar una sociedad de Capital Riesgo.

Si bien puede entenderse como un apartado más del contrato de negociación de una operación de Capital Riesgo, por su importancia intrínseca derivada de la naturaleza del negocio, hemos querido destacar la importancia que suelen tener los elementos de protección que la empresa 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.

El blindaje de la operación está vinculado a las asimetrías de información que se producen en una operación de esta naturaleza, y muy en particular a las fases más

iniciales en el desarrollo de una idea o proyecto, lo que serían las primeras etapas de Capital Riesgo o en determinadas industrias más complejas o más sometidas a ciclos de vida más cortos. Por ello, se suele acentuar la faceta de control en tales tipos de proyectos en que hay mayor riesgo y mayor desconocimiento de las posibilidades reales de los mismos.

Es práctica habitual en el sector el desarrollo de contratos muy elaborados en que se prevén las distintas circunstancias por las que puede discurrir la relación entre las dos empresas, así como se suelen definir aspectos como el grado de participación e involucración de la sociedad de Capital Riesgo en la gestión de la participada, potenciales limitaciones en la actuación de los antiguos gestores de la Sociedad en cuanto a inversiones o disposición de fondos, cambios o modificaciones en los Estatutos Sociales para la protección de la participación y asegurar la libre venta de las participaciones de la Sociedad de Capital Riesgo en su desinversión de la sociedad, derecho de veto sobre ciertas decisiones, derecho de sustituir al Director general, etc. Este contrato con cláusulas de blindaje es generalmente el mismo contrato en que se formaliza la toma de participación en la empresa.

Otra forma de blindar la operación de cara a la Sociedad de Capital Riesgo 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.

Por otro lado, puede darse el caso de la sindicación de la participación de sociedades de Capital Riesgo. Quizás no es tan corriente actualmente en España, pero si se ve con frecuencia en otros países y, en concreto, en Japón y en los Estados Unidos de América.

No se suele dar la solicitud de garantías o colaterales como forma de blindaje de la operación, siendo más típica de operaciones tradicionales de endeudamiento para la financiación.

La forma más habitual de participación es la toma de acciones aunque el reglamento de Capital Riesgo de cada país establece los instrumentos financieros que se permiten en ese entorno, variando desde los instrumentos de deuda, generalmente convertible, a los préstamos participativos como por ejemplo en el caso de España, junto con la más frecuente que es la toma de participación en el capital.

De acuerdo con Allen y Song (2003)⁷, en los USA la forma más utilizada para la toma de participaciones son los títulos convertibles preferentes. Las razones por las que esto es así se centran en aspectos como el hecho de que el precio de conversión del título puede estar vinculado a la marcha de la empresa, los ratios de dividendo, términos de pago, derechos de voto, etc.

Existen distintos motivos por lo que la toma de participaciones en acciones pudiera considerarse la más elegible. En primer lugar, la misma naturaleza del negocio de Capital Riesgo nos hace considerar el hecho de que lo que la empresa que demanda fondos necesita no es una financiación de corte tradicional, en la que se crean unas obligaciones de devolución en determinados plazos y unos pagos de intereses específicos. La entidad de Capital Riesgo se involucra en el negocio y corre la misma suerte que los demás accionistas de la empresa, siendo así que su participación tendrá un valor futuro variable en función del éxito de la empresa. Por otro lado, la toma de participaciones en capital produce a la empresa de Capital Riesgo los mayores ingresos en los casos de éxito, que suelen estar asociados con la salida a cotización a mercado de la empresa participada (IPO's).

Igualmente, la financiación a través de recursos propios reduce la carga de gastos en la empresa financiada, al no exigir el pago de intereses.

Una característica de la financiación a través de acciones en una operación de Capital Riesgo es que son títulos de carácter no líquido, al menos fácilmente, dado que son empresas que no cotizan en mercados secundarios.

⁷ Allen, F & Song, W-L. "Venture Capital and Corporate Governance"; Wharton Financial Institutions Service. (2003)

Es práctica común la participación en los órganos de Gobierno de la sociedad participada, para el seguimiento a nivel interno de la Sociedad, así como el requerimiento de análisis por personas independientes o externas, vía sobre todo la auditoría anual de las cuentas de la empresa, la participación en la toma de decisiones de trascendencia como puede ser la contratación de personal clave, búsqueda de nuevas fuentes de financiación, consultoría en varios campos, ayuda en la obtención de contactos y creación de redes de relaciones para las empresas financiadas, etc.

La gran diferencia entre la financiación a través 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.

Profundizando en esta idea del alineamiento de intereses, otro mecanismo de control habitualmente identificado en las operaciones de Capital Riesgo es la utilización de opciones sobre acciones como medio de motivación de los directivos clave.

Black y Wilson (1998) citan también, como elemento adicional que aporta la empresa de Capital Riesgo a la participada, el prestigio o reputación derivado de estar soportado por una firma de carácter financiero y externa a la empresa. Viene a suponer un reconocimiento a la labor interna de la empresa y tener efecto ante terceras personas cuya contribución podría ser valiosa para la empresa. Los mismos autores señalan que los factores adicionales que pueden aportar las firmas de Capital Riesgo son mayores y más valiosos en las firmas que están en estadios más iniciales.

2.2.3. *Desinversión*

Quizás es la fase más comprometida de la actividad de Capital Riesgo, convertir en líquidas acciones y participaciones adquiridas en empresas de carácter escasamente líquido, por no existir un mercado organizado a esos niveles además de venir generalmente de un entorno marcado por restricciones de transmisión.

En todo caso, la actividad de Capital Riesgo tiene como característica definitoria clara la temporalidad de sus participaciones, por lo que son inversiones que deben ser liquidadas en todo caso, dado el papel de Intermediación de la actividad de Capital Riesgo, entre la empresa y el inversor, el cual espera la devolución de su inversión y sus eventuales plusvalías. La devolución se hace generalmente en efectivo, aunque existe posibilidad de realizar esta devolución en acciones de empresas ya cotizadas sobre todo en el mercado norteamericano, hecho por otro lado razonable si tenemos en cuenta que es el mercado de Capital Riesgo donde se producen más desinversiones vía mercado secundario.

Generalmente se identifican como medios de desinversión típicos de una Sociedad de Capital Riesgo los siguientes:

- **Venta en mercado público.** Conocemos estas operaciones como I.P.O. (*initial public offering*) y es por lo general el método más rentable de realizar una participación de una sociedad adquirida en el marco de Capital Riesgo, si bien existe cierta tendencia a identificar la venta de la participación de la Sociedad de Capital Riesgo en dicho momento como una señal negativa al mercado y, en muchos casos, se tiende a esperar un cierto período de tiempo antes de vender, una vez cotizando la empresa en mercado. Este es, por otro lado, un requisito habitual entre los Bancos de Inversión que diseñan la salida al mercado, y se extiende no solo a la empresa de Capital Riesgo, sino también a los demás accionistas antiguos.
- **Venta a terceros en una operación privada.** Se diferencia de la anterior básicamente en el número de personas que participan en la compra, al ser privada y no en mercado público.
- **Reventa a los accionistas antiguos o personas involucradas en la empresa**
- **Liquidación de la operación por su propia naturaleza,** es decir, si la inversión ha consistido en 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.
- **Absorción del capital de la sociedad de Capital Riesgo** por parte de la empresa financiada, vía endeudamiento.

- **Liquidación por insolvencia**, en el caso de que la empresa y el proyecto finalmente no sean viables.

El inversor que entregó los fondos es quien ha de recibir en última instancia el fruto de la inversión, con la consiguiente plusvalía. Las distintas legislaciones nacionales acerca del tratamiento fiscal de las plusvalías pueden tener un importante efecto en la captación de recursos.

La mayoría de los Gobiernos de los países desarrollados establecen esquemas fiscales favorables a la actividad de Capital Riesgo a fin de promover la creación de riqueza y empleo así como la innovación tecnológica.

2.3. Los determinantes de la oferta y la demanda de fondos en Capital Riesgo

Un entorno favorable a la actividad de Capital Riesgo exige una serie de condiciones y factores que permitan su desarrollo, como queda recogido en la literatura disponible y evidenciado por la evolución en los distintos entornos y países.

Los factores que afectan al desarrollo de esta actividad, estarán vinculados tanto a la naturaleza del negocio como al medio en que se producen, y por ello se citan factores propios de Capital Riesgo junto con otros más centrados en aspectos económicos generales.

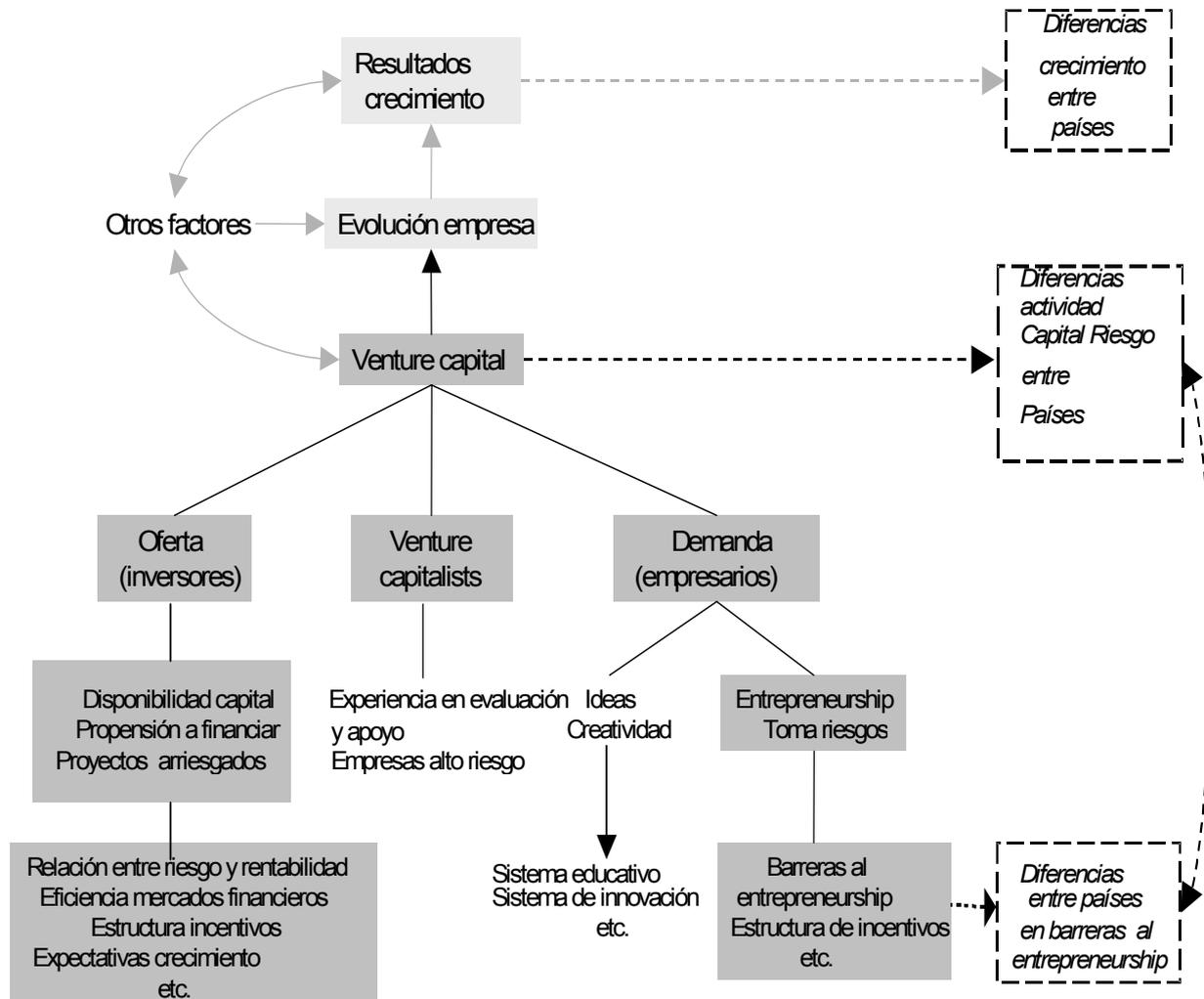
José Martí Pellón(1998), a partir de otros trabajos anteriores, propone la existencia de cuatro condiciones básicas para el adecuado funcionamiento de los mercados de Capital Riesgo: la existencia de un amplio mercado interior, la disponibilidad de un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión y/o historia, la regulación de la actividad debe ser flexible y no debe penalizar la obtención de plusvalías a largo plazo y la existencia de un entorno que favorezca la creación de empresas. Según el mismo autor, estas condiciones permiten que la oferta y la demanda alcancen situaciones de equilibrio, atendándose todos los tipos de inversiones posibles. Y hace una referencia a Estados Unidos de América y cómo este país cumple dichas

condiciones, lo que coincide con una actividad particularmente elevada en Capital Riesgo. Cita el autor cómo los Estados Unidos cuentan con un mercado interior de más de 250 millones de personas con una renta elevada, dispone del mercado NASDAQ que permite la salida a cotización de empresas pequeñas, las autoridades no son intervencionistas y tienen un trato no confiscatorio con las plusvalías generadas, unido todo ello a que el sistema educativo y el entorno sociocultural promueven la flexibilidad y movilidad funcional y geográfica y se incentiva la asunción de riesgos.

Relacionamos a continuación los factores en un entorno económico que permiten asegurar un nivel de desarrollo mayor de Capital Riesgo, organizados según la fase de Capital Riesgo en que más afectan, de las 3 identificadas con anterioridad : captación de fondos, inversión y desinversión, añadiendo algunos elementos que afectan a la actividad en general.

Antes, recogemos un interesante esquema desarrollado por Baygan y Freudenberg (2000), quienes reflejan en la Figura reproducida más abajo, los factores que a su juicio más afectan en la actividad de Capital Riesgo, sobre todo 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. Debido a esto, las diferencias en dichas barreras entre países marcan la evolución de la actividad de Capital Riesgo.

Factores que influyen en la actividad de Capital Riesgo



Fuente: Baygan & Freudenberg, 2000. "The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy" "OECD, STI Working papers, 2000/7"

Entre los aspectos a nivel general, recogidos en la literatura disponible, que potencian el nivel de actividad en Capital Riesgo, podemos citar los siguientes:

- Posibilidad de ganancia en la operación y la relación riesgo/ rentabilidad
- Cultura empresarial y emprendedora y personas formadas y educadas para este sector.
- Cultura de transparencia y fiabilidad en la información a terceros.
- Marco legal y normativo y cultura de respeto a los contratos y acuerdos realizados.
- Apoyo del Sector Público.

- Fomento a la investigación por parte del Sector Público y su posible sinergia con la actividad de Capital Riesgo.
- Sistema monetario y financiero estables y bien desarrollados.

2.3.1. Captación de Fondos

Entre los aspectos relacionados con la captación de Fondos que pueden tener más peso en el desarrollo de la actividad de Capital Riesgo podemos citar:

- Normativas que no limiten la participación de importantes grupos de inversores en la actividad de Capital Riesgo.
- Normativas que no limiten la entrada de inversores de determinadas características, como los inversores extranjeros.
- Entorno legal que proteja al inversor.

2.3.2. Inversión

Con respecto a la inversión, los factores que pueden influir para el desarrollo mayor o menor de la actividad de Capital Riesgo, son, entre otros, los siguientes:

- La carga administrativa sobre la constitución y desarrollo de actividades empresariales.
- Legislación y nivel de los Mercados laborales.
- Falta de coordinación/ conexión entre oferta y demanda de fondos.
- Mercados secundarios desarrollados y especializados en empresas de base tecnológica y con tamaño medio que aumenten la liquidez del inversor y la aportación de carácter permanente de capitales a las Sociedades participadas.

2.3.3. Desinversión

Los mismos factores, con respecto a la desinversión, serían los siguientes:

- Normativa fiscal específica, con tratamiento especial de las plusvalías generadas en la inversión. Debemos considerar que la plusvalía en la venta de la participación es,

con frecuencia, la única remuneración que reciben los inversores por su participación en la empresa.

- Entorno de tipos de interés. Un entorno de tipos bajos favorecerá la toma de riesgos en inversiones de tipo Capital Riesgo.
- Crecimiento económico sostenido. Una política monetaria y fiscal que aseguren 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.
- Estabilidad política y social, que minimice el riesgo de la inversión por factores exógenos al negocio.
- Una fuerte protección de los derechos de propiedad intelectual, que con frecuencia es el único activo o el más importante en empresas de fuerte base tecnológica.

Baygan y Freudenberg (2000) indican que los regímenes y procedimientos de los derechos de propiedad intelectual juegan un papel importante en la supervivencia y crecimiento de una empresa, dado que en empresas en estadios iniciales y de base tecnológica, los derechos de propiedad intelectual son en muchas ocasiones el único activo, por lo que obtener los beneficios de su innovación es un determinante crítico de su éxito. 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.

Baygan⁸, resume en cinco las áreas fundamentales a considerar desde el punto de vista de la oferta de Capital Riesgo en un país: 1) Normativa sobre inversiones, en particular para los fondos de pensiones y empresas de seguros; 2) incentivos fiscales; 3) programas de recursos propios; 4) redes de inversores “ángeles” y 5) mercados específicos para empresas de segundo nivel o “*second-tier stock markets*”

⁸ Baygan,G. “A comparison of venture capital policies and programs in selected OECD countries”. Industry Division--Directorate for Science, Technology and Industry, OECD

3. CAPITAL RIESGO EN EL MUNDO

La evolución que ha seguido la actividad de Capital Riesgo en España es relativamente corta si la comparamos con Estados Unidos y con Europa. Comentamos a continuación algunos aspectos sobre el desarrollo de la actividad en distintos entornos, antes de revisar la situación española.

3.1. El desarrollo de Capital Riesgo en los Estados Unidos de América

Como se indicaba al comienzo del trabajo, el Capital Riesgo profesionalizado inició su andadura de la mano de varias familias adineradas establecidas en Estados Unidos, que decidieron impulsar negocios prometedores con parte de su riqueza. A diferencia de lo ocurrido en España, este impulso inicial del Capital Riesgo provino del ámbito privado y solamente encontró apoyo público en momentos puntuales, como a través de la promulgación de la Ley de Inversión en Pequeñas Empresas de 1958 (*Small Business Investment Act*), por la que las entidades que incentivasen el apoyo a Pymes obtendrían financiación y garantías del organismo regulador americano (*Small Business Administration*). También el gobierno estadounidense mejoró, a mediados de los años setenta, el tratamiento fiscal de las plusvalías generadas en operaciones en la que se utilizasen recursos procedentes de Entidades de Capital Riesgo.

Como comenta Martí Pellón (2002) y otros autores, el mercado interior en Estados Unidos, con más de 250 millones de habitantes, constituye una plataforma suficiente para el desarrollo acelerado de compañías en fase de arranque y en expansión de actividades. La existencia de un mismo idioma, cultura, y moneda y las menores trabas burocráticas para el establecimiento de empresas en diferentes estados, facilitan que los productos de una compañía originada en la costa Este se extiendan con relativa facilidad y rapidez al resto de la nación.

En Estados Unidos, como ya hemos comentado, tiene su sede el NASDAQ⁹ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), considerado como el mercado tecnológico más importante del mundo, aunque en él coticen también numerosas compañías que pertenecen a la llamada *Vieja Economía*. El NASDAQ proporciona una alternativa real de desinversión para los operadores de Capital Riesgo y una fuente adicional de recursos para el emprendedor.

Otro aspecto que favorece la aparición de compañías susceptibles de ser financiadas por Capital Riesgo, es la capacidad emprendedora que tienen los norteamericanos. Su máximo exponente se encuentra en regiones tan prolíficas como Silicon Valley (California), o en viveros de empresas ubicados en Seattle, Washington o Nueva York.

Por último, también podría citarse la influencia han tenido en el desarrollo de esta actividad financiera en Estados Unidos, los fondos de pensiones, que aportan desde comienzos de la década de los años ochenta, entre un tercio y la mitad de los recursos captados anualmente por las entidades de Capital Riesgo independientes.

El crecimiento del sector de Capital Riesgo en Estados Unidos fue aumentando progresivamente, en términos del volumen invertido¹⁰, desde los 4.294 millones de dólares en 1994 hasta los 18.776 millones de dólares en 2003, con fuertes variaciones interanuales, como podemos ver en el Cuadro más abajo.

En el año 1999 y sobre todo en 2000, con la irrupción de Internet y las nuevas tecnologías, se invirtió una ingente cantidad de recursos, ascendieron hasta 56.158 y 107.782 millones de dólares, respectivamente. El número de empresas participadas se situó en 4.580 en 1999 y en 6.587 compañías en 2000. La inercia inversora provocó que todavía en 2001 se realizasen un total de 4.007 inversiones en las que se destinaron casi 43.000 millones de euros. En 2002, el importe invertido ya se redujo hasta la mitad (21.619 millones de dólares), mientras que el número de operaciones descendía hasta 2.612.

⁹ El NASDAQ se compone de tres segmentos. Los dos primeros dan cabida a empresas tecnológicas de elevada capitalización, mientras que en el tercero, conocido como *Pink Sheet Market*, se negocian títulos de unas 40.000 empresas más pequeñas.

¹⁰ Datos tomados de la página web de la NVCA (National Venture Capital Association) de EE.UU.

En 2003, la actividad inversora tocó fondo situándose a un nivel ligeramente superior al registrado en el año 1997. El volumen invertido ascendió a 18.775 millones de dólares y el número de compañías que obtuvieron financiación se situó en 2.647.

Podemos ver de forma más detallada estas cifras en el siguiente cuadro.

Evolución de la actividad de Capital Riesgo en Estados Unidos desde 1994 a 2003

Año	Volumen invertido (\$ Mill)	Nº Operaciones	Nº Empresas
1994	4.294	1.271	1.019
1995	7.884	1.953	1.616
1996	11.906	2.736	2.188
1997	15.366	3.298	2.647
1998	21.854	3.787	3.087
1999	56.158	5.736	4.580
2000	107.782	8.303	6.587
2001	42.920	4.857	4.007
2002	21.620	3.098	2.612
2003	18.776	2.876	2.376

Fuente: © 2004 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey.

3.2. El desarrollo de Capital Riesgo en Europa

El desarrollo del Capital Riesgo en Europa estaría en un término medio entre el sector en Estados Unidos y en España. En sus orígenes, el papel que jugó el sector público fue importante, pero no tanto como en España.

No se puede decir que en Europa exista un auténtico mercado único. Los 350 millones de habitantes que viven en varios de los países miembros de la Unión Europea tienen diferentes idiomas y culturas, por lo que el arranque con éxito de una empresa en un país miembro no implicaría su extensión inmediata a los demás, como ocurre en Estados Unidos. En cada país sería necesario afrontar un nuevo proceso de arranque

por las diferencias en moneda, así como por la posible existencia de barreras administrativas. En este sentido, la introducción del euro como moneda única es la primera condición para la aparición de un auténtico mercado interior europeo.

En Europa, tampoco existe un mercado de valores al estilo NASDAQ, que favorezca las desinversiones y proporcione capital adicional a las Pymes. Mercados como el EASDAQ o el NASDAQ Europe fracasaron en el intento de replicar al mercado tecnológico americano. Mayor aceptación tuvo la red EURO.NM, formada por el Nouveau Marché (París, 1996), el Neuer Markt (Francfort, 1997), el NMAX (Amsterdam, 1997), Euro.Nm Belgium (Bruselas, 1997) y el Nuovo Mercato (Milán, 1998). Se trata de mercados creados al amparo de las Bolsas oficiales de las plazas citadas, entre los que destacó el Neuer Markt alemán, ahora denominado TecDax. En el Reino Unido se encuentra el Alternative Investment Market (AIM).

El desarrollo del mercado de Capital Riesgo en Europa, con respecto al español, puede medirse a través de dos variables: el papel de los fondos de pensiones y la inversión en operaciones apalancadas.

Por una parte, el peso de los fondos de pensiones como aportantes de nuevos recursos a la actividad, representó un valor medio del 20% del total, en los últimos 13 años, mientras que en España, la aportación de los fondos de pensiones nacionales fue casi inexistente. Por otra parte, el volumen de inversión destinado a operaciones apalancadas en Europa, fue del 47% entre 1991 y 2003, frente al 19% que se dedicó en España durante el mismo período.

El volumen invertido en Europa desde 1991 hasta 2003 ha tenido tres etapas diferenciadas. En una primera fase, que duró hasta 1998, el aumento del importe invertido fue progresivo, pasando de los 4.632 millones de euros de 1991 a los 14.460 millones de euros de 1998. En 1999 y 2000 se vivió la etapa de la burbuja tecnológica, aunque no fue tan intensa como la vivida en Estados Unidos, que elevó el volumen invertido hasta 25.116 y 34.986 millones de euros, respectivamente. En 2001, los operadores fueron mucho más comedidos en sus inversiones, como consecuencia de

los fracasos que iban saliendo a la luz. El número de inversiones en empresas disminuyó desde las 10.440 registradas en 2000 hasta las 8.104 efectuadas en 2001, mientras que el importe invertido se redujo hasta 24.331 millones de euros. En 2002 y 2003 se produjo una suave recuperación del volumen invertido, que ascendió hasta 27.648 y 29.095 millones de euros, respectivamente, aunque el número de inversiones se recuperó en el primer año (8.351) y volvió a caer en el segundo año (7.447).

Podemos ver la situación de forma más clara en el Cuadro a continuación.

Evolución de Capital Riesgo en Europa desde 1994 a 2003

Año	Volumen invertido (€ Mill)	Nº Operaciones	Nº Empresas
1994	5.440	5.683	n.d.
1995	5.546	4.955	n.d.
1996	6.788	5.686	n.d.
1997	9.655	6.252	4.762
1998	14.461	7.628	6.227
1999	25.116	11.253	8.536
2000	34.986	13.107	10.440
2001	24.331	10.672	8.104
2002	27.648	10.229	8.351
2003	29.096	10.375	7.447

Fuente: EVCA.

En cuanto a la preferencia o profundización en determinadas etapas de desarrollo de la empresa, se observa una concentración en empresas en fases de arranque y expansión y menos incidencia en las de fase semilla o sustitución, como podemos comprobar en los Cuadros siguientes, que analizan tanto por número de empresas como por porcentaje sobre el total de empresas. Esta mayor actividad en estas fases se mantiene a lo largo del período analizado.

Inversiones en Europa, por etapas, desde 1997 a 2003, en número de empresas

Inversión por etapas de desarrollo (Nº Empresas)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Semilla	231	185	393	833	551	535	334
Arranque	956	1.793	2.803	3.843	2.755	2.738	2.372
Expansión	2.491	2.658	3.629	4.506	3.708	3.878	3.649
Sustitución	289	448	510	392	336	346	368
LBO/MBO/MBI	795	1.144	1.201	866	754	854	1.089
Total	4.762	6.228	8.536	10.440	8.104	8.351	7.447

Fuente: EVCA.

Inversiones en Europa por etapas, desde 1997 a 2003, en porcentaje sobre el total de empresas

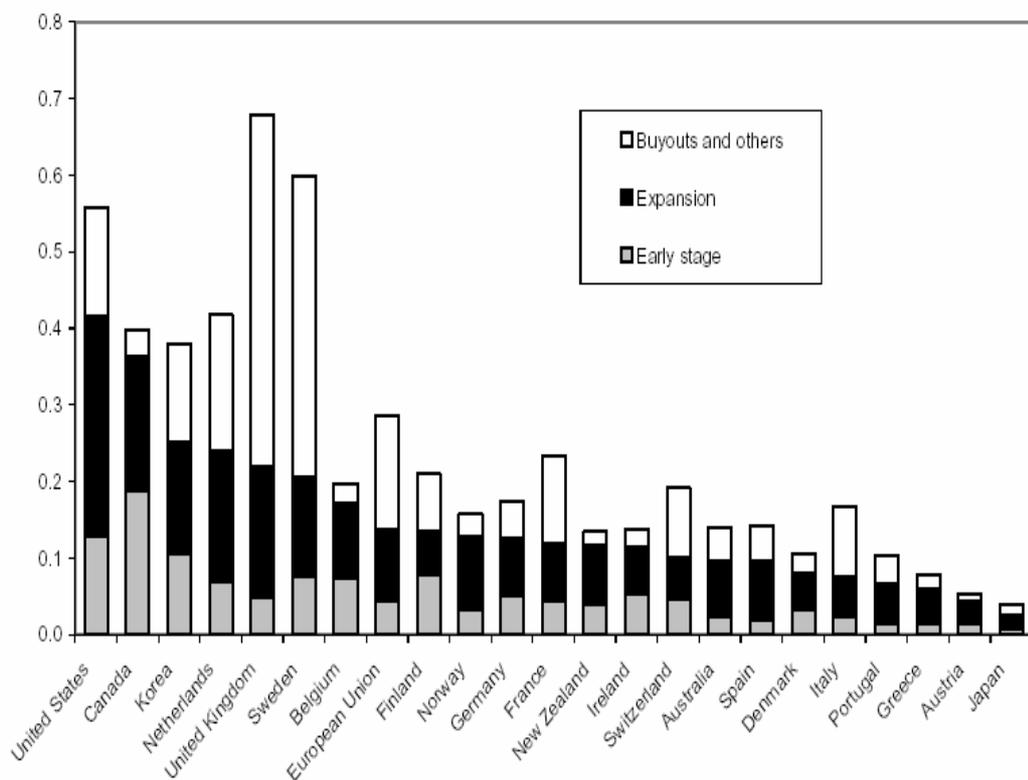
Inversión por etapas de desarrollo (Nº Empresas)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Semilla	5	3	5	8	7	6	4
Arranque	20	29	33	37	34	33	32
Expansión	52	43	43	43	46	46	49
Sustitución	6	7	6	4	4	4	5
LBO/MBO/MBI	17	18	14	8	9	10	15
Total	100	100	100	100	100	100	105

Fuente: EVCA.

A efectos de centrar los volúmenes que se dedican actualmente a Capital Riesgo, consideremos la proporción que la inversión en Capital Riesgo supone respecto al Producto Interior Bruto, como una de las variables *proxy* que mejor reflejarían el grado de penetración de la actividad, mostramos a continuación un gráfico que refleja para los países de la OCDE, entre 1998 y 2001, el porcentaje de inversión en Capital Riesgo (tomado sobre la base del Producto Interior Bruto de cada país), desglosado por etapa de desarrollo de la empresa participada.

En él podemos observar cómo algunos países de nuestro entorno están dentro de los que invierten más en esta actividad como porcentaje de su PIB. Éstos son Reino Unido, Suecia, Estados Unidos, Holanda, Canadá y Corea. Igualmente se observa cómo en las fases iniciales y de expansión destacan Estados Unidos de América, seguido por Canadá, Corea, Holanda y Reino Unido y es bajo en Japón, Austria y Grecia.

**Porcentaje de inversión de Capital Riesgo sobre el P.I.B.
de los países de la O.C.D.E. (porcentaje)**



Fuente: OECD Venture Capital Database, 2002

3.3. El desarrollo de Capital Riesgo en Asia

Si bien los orígenes de la industria se remontan a 30 años atrás, sobre todo en Japón, el nivel de desarrollo de Capital Riesgo en Asia se ha mantenido siempre por debajo del de los países occidentales más avanzados.

En los años 90, las inversiones en *Private Equity* 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 Asia por parte de los países más avanzados que comienzan a desplazarse, una vez que sus mercados locales habían alcanzado elevados niveles de inversión y pensando en el menor nivel de desarrollo asiático como una oportunidad de negocio.

Hacia finales de los 90, 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.

Hasta 2003, el punto más alto a nivel histórico en Asia se registra en 2000 en que se alcanza una cifra de fondos captados de 17,9 billones de dólares, que en 2001 se vio reducida severamente hasta los 9,9 billones.

Sin embargo 2003 ha sido el año que ha visto una importante recuperación, llegando a los 17,5 billones de dólares invertidos en el año con un capital gestionado también en cifras históricas de 97,6 billones de dólares.

Un elemento de gran importancia en el desarrollo de la Actividad de Capital Riesgo en Asia-Pacífico en los últimos años, ha sido sin duda la aparición de mercados secundarios que admiten a cotización empresas del corte de las habitualmente financiadas a través de capital Riesgo. Es el caso del mercado KOSDAQ en Corea del Sur, nacido en 1996, del mercado JASDAQ en Japón, Gretai en Taiwán, SESDAQ en Singapur y GEM en Hong Kong.

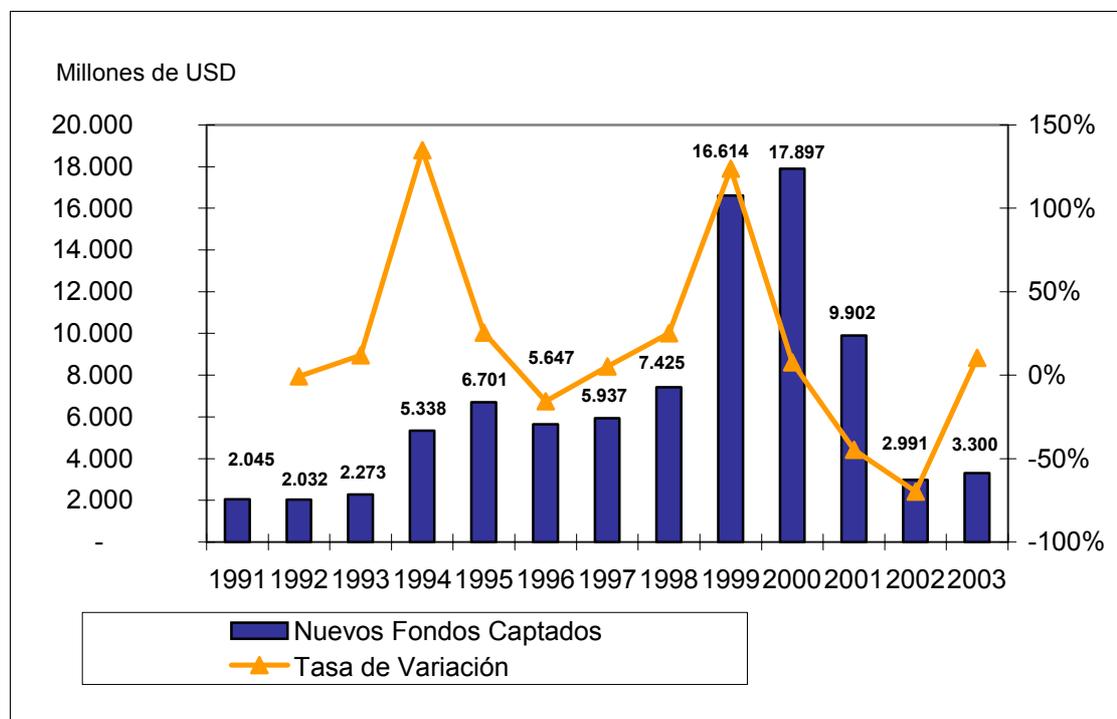
Esta facilidad de salir a cotización en mercados especializados apoya fuertemente la actividad de Capital Riesgo, debido a que la forma habitualmente más ventajosa de liquidar inversiones de Capital Riesgo (a veces la única) es la salida a mercado.

Analizaremos la evolución de la industria en Asia-Pacífico, a partir de una serie de cuadros y gráficos, ordenados de forma que se estudien los grandes aspectos del negocio de Capital Riesgo.

Captación de fondos

En este apartado, analizamos el volumen de fondos captados por año, para el total de la región, en dólares USA.

Evolución de los nuevos fondos captados y tasa de variación para el conjunto de países del área 1991-2003(en millones de dólares USA)



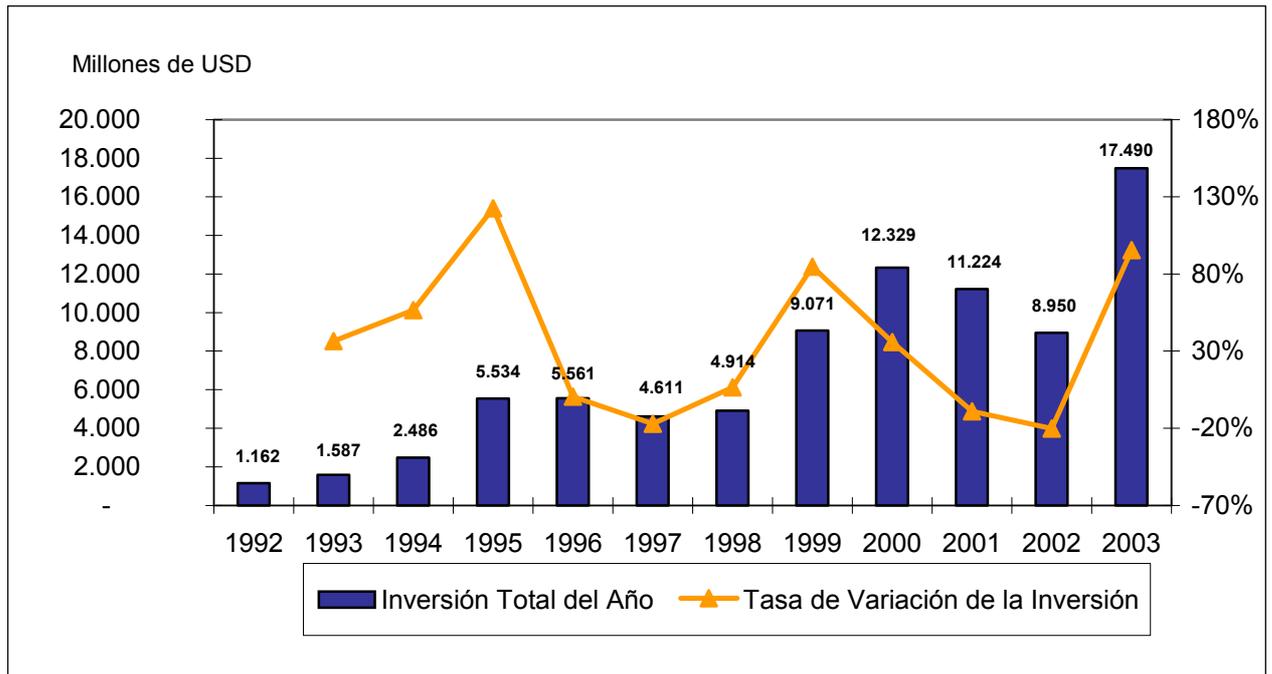
Fuente: Asian Venture Capital Journal (AVCJ), 2004

Se observa cómo se produce el máximo en el volumen anual de fondos captados en los años 1999 y 2000, mientras que los años 2002 y 2003 muestran unas cifras muy reducidas, similares a las de primeros de los años 90. Las tasas de crecimiento mayores se registran en 1994 y 1999, siendo negativas en 2001 y 2002.

Inversión

A continuación se incluye un gráfico que recoge la evolución de la inversión en Capital Riesgo en la región en los años comprendidos entre 1992 y 2003.

Evolución de la inversión anual en valor y tasa de variación para el conjunto de países del área 1992-2003(en millones de dólares USA)



Fuente: AVCI,2004

Se observan fuertes variaciones en los volúmenes de inversión entre un año y otro. Observamos un tímido inicio al comienzo de los años 90 que hacia mediados de la misma década sube sustancialmente para, tras una bajada, relanzarse de forma muy importante en los años de nuevo siglo. Tras cierto descenso en 2000 y 2001, como ocurrió en tantas partes del mundo a raíz de la caída del interés por las empresas tecnológicas, el año 2003 muestra un incremento del 91% en la inversión frente a los niveles de 2002.

Estudiamos en el Cuadro más abajo, cómo se desglosan las inversiones en términos de cuáles son las fases de desarrollo de las empresas en cartera a las que se dedican mayoritariamente las inversiones de Capital Riesgo.

Inversiones por fase de desarrollo de la empresa financiada para el Total de Asia.

Evolución entre 1999 y 2003. Porcentaje sobre el total de la cartera de inversión

	1999	2001	2003
<i>Buy Outs</i>	9%	18%	51%
Reestructuración	9%	7%	26%
<i>Start Up/Early Stage</i>	25%	26%	2%
Expansión	45%	41%	15%
Mezzanine/ Pre-IPO	12%	8%	1%
<i>Otros</i>			5%
TOTAL	100%	100%	100%

Fuente: AVCJ, distintos años.

Podemos comprobar como el porcentaje dedicado a estadios iniciales es pequeño es Asia como conjunto, sobre todo cuando se compara con USA.

4. EL DESARROLLO DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

4.1. Breve comentario histórico

Capital Riesgo arrancó en España en 1972 como una iniciativa pública para promover el desarrollo regional de Comunidades Autónomas menos favorecidas. En esta primera etapa, que duró hasta 1986, el Instituto Nacional de Industria (INI) promovió una serie de entidades denominadas Sociedades de Desarrollo Industrial (SODIS), que tenían como objetivo el desarrollo y revitalización del tejido empresarial de siete Comunidades Autónomas: Andalucía, Aragón, Canarias, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Extremadura y Galicia. Estas Comunidades Autónomas, a excepción de Aragón, se las considera regiones Objetivo 1.

En la década de los ochenta, se unieron a las SODIS algunas Sociedades de Desarrollo promovidas directamente por las Comunidades Autónomas, que funcionaban de manera similar aunque amparadas bajo sus respectivos Estatutos de Autonomía. La actuación de estas Entidades se dirigía, fundamentalmente, a la inversión en empresas que se encontraban en proceso de constitución o arranque, con el objetivo de crear empleo y generar riqueza en su región.

El final de esta primera fase estuvo caracterizado por la aparición de la primera Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGECR), la creación de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) y la promulgación de la primera legislación específica del sector, la Ley 1/1986.

Según Martí Pellón (2002), autor del que proceden buena parte de los comentarios de este apunte histórico, entre los años 1987-1991 se delimita una segunda etapa en el desarrollo de Capital Riesgo en España. En este período se fue produciendo un progresivo cambio de protagonismo del sector público al sector privado, tanto por el número de entidades privadas que fueron incorporándose a la actividad como por el peso de los nuevos recursos que fueron aportando. El mayor peso que fueron teniendo las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR) sobre las Sociedades

de Capital Riesgo (SCR) coincidió con la primera etapa de verdadero crecimiento del sector y el inicio del cambio en la orientación de las inversiones hacia empresas en expansión y empresas consolidadas, en detrimento de las inversiones en empresas en sus primeras etapas de desarrollo.

Durante el período comprendido entre 1992-1996 se produjo una etapa de redefinición de la actividad, en la que trece Entidades de Capital Riesgo (ECR) dejaron de operar. Progresivamente, los recursos iban acumulándose en unas cuantas SGECR y se observaba una mayor concentración en operaciones en empresas más consolidadas, especialmente operaciones apalancadas. La mayor capacidad de las SGECR para movilizar recursos se vio reflejada en los mayores importes que se destinaban en cada operación.

Entre 1997 y 2001 tuvo lugar un segundo ciclo de crecimiento del sector motivado por la recuperación de la economía y del mercado de valores, y, sobre todo, por las expectativas generadas por la aparición de la llamada Nueva Economía. Este fenómeno motivó el cambio de orientación de las inversiones hacia empresas en etapas iniciales, especialmente aquellas relacionadas con Internet y telecomunicaciones. La caída del NASDAQ en abril de 2000 supuso la vuelta atrás a las inversiones en empresas tradicionales.

Conviene señalar, puesto que esta distinción se menciona a menudo en este informe, que la actividad de Capital Riesgo en España se realiza a través de dos figuras que, posteriormente, quedaron claramente definidas en la Ley 1/1999 de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Sociedades Gestoras. En esta Ley se 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 como sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital Riesgo y de activos de Sociedades de Capital Riesgo.

Por tanto, a lo largo de este estudio, mencionaremos con frecuencia las ECR a nivel genérico, siendo las SCR y las SGEGR los dos posibles tipos de Entidades, según lo explicado en las líneas anteriores.

En este período, entre 1997 y 2001, se incorporaron a la actividad 44 nuevos operadores y desaparecieron 12, que situaron en 84 el número de ECR a finales de 2001, frente a las 52 existentes en 1996. En el año 2000 se alcanzaron los máximos niveles tanto de inversión (1.308 millones de euros) como de captación de nuevos recursos (2.506 millones de euros), mientras que en 2001 el volumen invertido descendió ligeramente.

El número de operadores siguió creciendo en 2002 y se mantuvo en 2003 hasta alcanzar los 95 que actualmente operan en España. En el año 2002, la actividad de Capital Riesgo se redujo en España al igual que en los principales países europeos y del resto del mundo, mientras que en 2003 se apreció un mayor dinamismo que condujo a que la cifra de inversión alcanzase un nuevo máximo histórico cifrado en 1.337 millones de euros. En los dos últimos años, se produjo la entrada de varios operadores que manejan fondos paneuropeos, que coincidió con un período de cierta inactividad de los ya operaban en España. Esto ha conducido a que la competencia por las operaciones más interesantes se haya intensificado entre los operadores más grandes, abriendo el debate sobre si existe espacio suficiente para todos ellos en el mercado denominado *middle market*.

El sector todavía tiene recorrido si se tiene en cuenta que el porcentaje que supone la inversión y los recursos captados con respecto al PIB. en España se encuentra alejado de la media europea, como hemos podido ver en el anterior Capítulo. También hay varios aspectos que denotan el mayor grado de desarrollo que está adquiriendo el sector, como el creciente volumen de recursos destinados a operaciones apalancadas y el mayor número de ventas de participadas entre Entidades de Capital Riesgo, que buscan otra vía de salida rentable a sus inversiones. Todo ello conducirá, previsiblemente, a que en los próximos años el volumen invertido sobrepase la barrera de los 2.000 millones de euros.

4.2. Características del entorno en España

Hemos discutido más arriba cuáles son los determinantes para que exista actividad de Capital Riesgo a un nivel avanzado, en una economía.

Podríamos concretar en cuatro los aspectos fundamentales que deben funcionar correctamente en todo mercado de Capital Riesgo eficiente, de acuerdo con José Martí Pellón (2002): la existencia de un amplio mercado interior; la disponibilidad de un mercado de valores que acoja a empresas de reducido tamaño y/o historia; la existencia de un entorno que fomente la creación de empresas; y la existencia de un marco regulador y fiscal flexible que no penalice la obtención de plusvalías a largo plazo.

En España, tan solo el marco regulatorio y el tratamiento fiscal de las plusvalías a largo plazo es relativamente satisfactorio, mientras que el mercado interior reducido, el escaso fomento de las Pymes y la inexistencia de un mercado secundario especializado, desfavorecen un mayor desarrollo del sector.

La primera legislación específica del sector fue la Ley 1/1986, que dio paso a la Ley 1/1999, de 5 de enero, actual legislación de esta actividad financiera que ampara a las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras (LECR). Esta Ley, 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, ha dado mayor estabilidad al sector y ha fomentado la creación de numerosas Entidades de Capital Riesgo.

Del tratamiento fiscal que reciben las Entidades de Capital Riesgo, podría destacarse que las plusvalías provenientes de desinversiones en empresas participadas están exentas en un 99%, a efectos del impuesto de sociedades, siempre que la desinversión se produzca entre los años 2 y 15, pudiendo ampliarse hasta el año 20. Asimismo, quedan exentos de este impuesto el 100% de los dividendos percibidos de empresas participadas, excluyendo aquellas que estén establecidas en paraísos fiscales.

De acuerdo a lo expuesto en la Ley 44/2002, estos beneficios fiscales pueden mantenerse durante dos años en los casos en los que se introduzca una empresa participada en Bolsa y no se desinviertan las participaciones.

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 americano, que aporte recursos adicionales a la empresa y 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, no es una plataforma válida para Pymes sino que da cobijo a empresas tecnológicas de gran tamaño.

España contaba a finales de 2003 con 42.717.064 habitantes¹¹ y las previsiones para los próximos 25 años, con los actuales índices de natalidad y la continuada entrada de inmigrantes, apuntan a que esta cifra se elevará hasta 50 millones. Un mercado estrecho como el español, impide a las compañías desarrollarse todo lo que desearían las Entidades de Capital Riesgo y que éstas tengan que prolongar su estancia más tiempo del previsto, lo que merma la rentabilidad de su inversión.

Los dos aspectos mencionados anteriormente explican porqué las operaciones en empresas consolidadas resultan más rentables y menos arriesgadas que la inversión en empresas inmaduras en el mercado de Capital Riesgo en España.

Es destacable la labor desempeñada por el CIDEM, organismo dependiente de la Generalitat de Cataluña, en la creación de empresas en Cataluña en los últimos años. Por una parte, con la creación de una red de *business angels* que sirve de punto de encuentro entre emprendedores e inversores particulares, a la que habría que añadir la creación de una escuela para este tipo de inversores.

Otro de los aspectos que caracteriza el sector de Capital Riesgo en España es la casi nula implicación de los fondos de pensiones nacionales como aportantes de recursos a la actividad, cuando en otros países su contribución supone más de la mitad de los

¹¹ Datos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

capitales atraídos. En este sentido, ha sido aprobado recientemente el Reglamento de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones (RD 304/2004), que admite entre los valores aptos para la inversión de los Fondos de Pensiones aquellos valores no admitidos a negociación en mercados regulados (artículo 70.7).

4.3. Principales cifras del sector en España

En el presente apartado se ofrece un repaso de las principales cifras de las magnitudes más representativas de la actividad de Capital Riesgo en España desde 1991 hasta 2003. Estas cifras proceden de los informes realizados por José Martí Pellón (desde 1987) y Webcapitalriesgo (desde 2002).

Los aspectos que se desarrollarán son: nuevos recursos captados, capitales en gestión, inversiones, desinversiones y cartera.

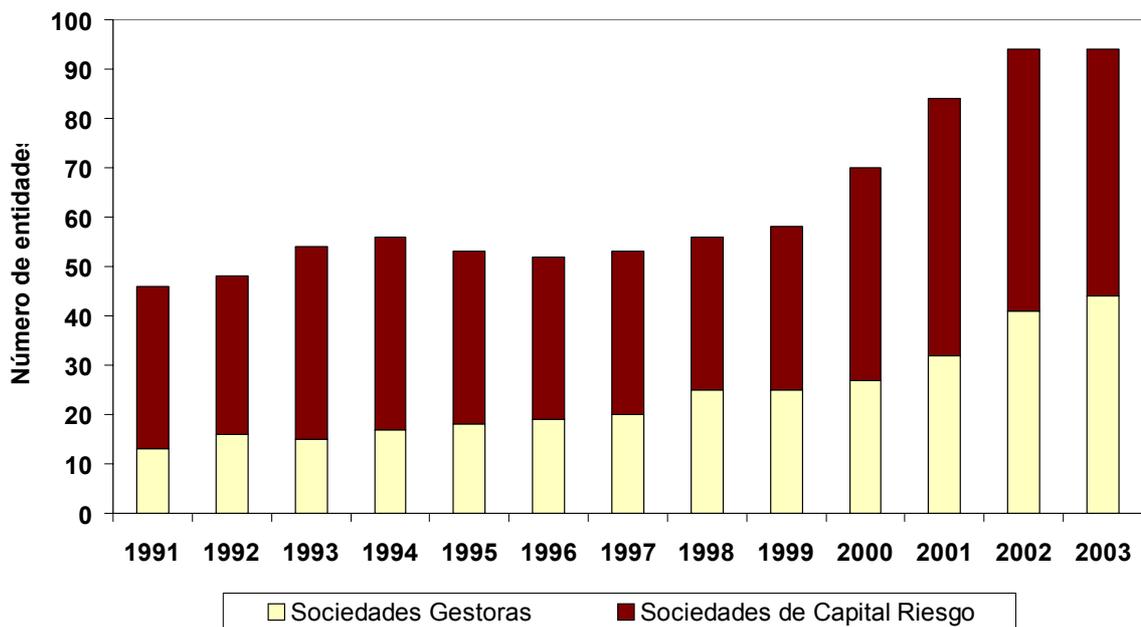
Antes de iniciar el análisis de cifras, conviene repasar en la evolución del número de operadores en España en los últimos 13 años. En este período, el número de Entidades de Capital Riesgo pasó de las 46 que operaban en 1991 a las 95 establecidas a finales de 2003.

En el gráfico a continuación se aprecia que el crecimiento del número de operadores hasta 1998 fue muy constante, deteniéndose en 56 Entidades de Capital Riesgo. Desde 1999 hasta 2002 se produjo un crecimiento espectacular de la cifra de nuevos operadores como consecuencia del atractivo de las inversiones en empresas de Internet y Telecomunicaciones. También se observó la incorporación de numerosas Sociedades de Capital Riesgo promovidas por grupos empresariales y familiares atraídas por las ventajas fiscales de la Ley 1/1999, de 5 de enero, y de algunas Entidades de Capital Riesgo que manejan fondos paneuropeos.

En el año 2003 se ralentizó el ritmo de entrada de nuevos inversores, aunque sigue habiendo casi una decena de operadores que están en proceso de iniciar su actividad o la han iniciado recientemente.

Según el vehículo de inversión utilizado se identificaron 51 Sociedades de Capital Riesgo y 44 Sociedades Gestoras, mientras que desde la perspectiva del origen de los recursos gestionados, se distinguieron 19 Entidades de Capital Riesgo públicas y 76 entidades privadas. Por último, en función del volumen de capitales a cargo de cada entidad inversora se identificaron 20 operadores grandes, 31 medianos y 44 pequeños.

Evolución del Número de Entidades de Capital Riesgo (número de Entidades)



Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

- **Nuevos recursos captados y capitales en gestión**

La tarea de captación de nuevos recursos es una actividad cíclica que las Entidades de Capital Riesgo deberán realizar aproximadamente cada 4 o 5 años.

En España se observa los nuevos recursos atraídos a la actividad tuvieron un punto de inflexión en el año 1997. Antes de esta fecha, el volumen de fondos captados se situaba en el entorno de los 150 millones de euros y fue desde 1997 cuando la incidencia de los fondos procedentes del extranjero, fundamentalmente de Europa, elevó

considerablemente este importe. Desde 1997 hasta 2003 el porcentaje medio de los nuevos recursos captados procedentes de Europa fue del 29,7%.

En el año 2000, como consecuencia de las expectativas creadas por la Nueva Economía, se alcanzó el máximo volumen de nuevos recursos captados en España, situándose en 2.506 millones de euros. En ese año, la entidad de Capital Riesgo española Mercapital Servicios Financieros constituyó el mayor fondo registrado en España hasta la fecha (MESPFII), por importe de 600 millones de euros. En los años 2001, 2002 y 2003, el volumen de los nuevos recursos captados ascendió a 1.070, 860 y 1.042 millones de euros, respectivamente.

Dentro del apartado de nuevos recursos captados, cada vez están cobrando mayor importancia los fondos atraídos por operadores que manejan fondos paneuropeos. Debe aclararse que, del importante volumen de recursos que atraen cada uno de estos vehículos, sólo se contabilizan los importes realmente invertidos con cargo a los mismos por equipos gestores radicados en España.

Las instituciones financieras han sido las principales aportantes de los nuevos recursos captados a la actividad en 10 de los últimos 13 años, contribuyendo con un 35,4%, en promedio, durante el período considerado. En los últimos años, los bancos han ido cediendo protagonismo a las Cajas de Ahorros.

Los inversores públicos aportaron una media del 15% de los nuevos fondos atraídos en los últimos 13 años, aunque este porcentaje se aleja de la influencia ejercida por el sector público hasta mediados de los años ochenta.

Los fondos de pensiones y las empresas no financieras participaron con un peso del 12% y del 9,1%, respectivamente. En el caso de los primeros, prácticamente la totalidad de los recursos que aportaron tuvieron procedencia extranjera, siendo casi inexistente la contribución de los fondos de pensiones nacionales durante todo el período.

Los capitales totales gestionados¹² por las ECR establecidas en España no han parado de crecer desde el comienzo de esta actividad financiera en nuestro país. Sin embargo, desde que finalizase en 2001 un ciclo de crecimiento acelerado que había arrancado en 1997, los ritmos de crecimiento se han estabilizado en torno al 5% en los dos últimos años.

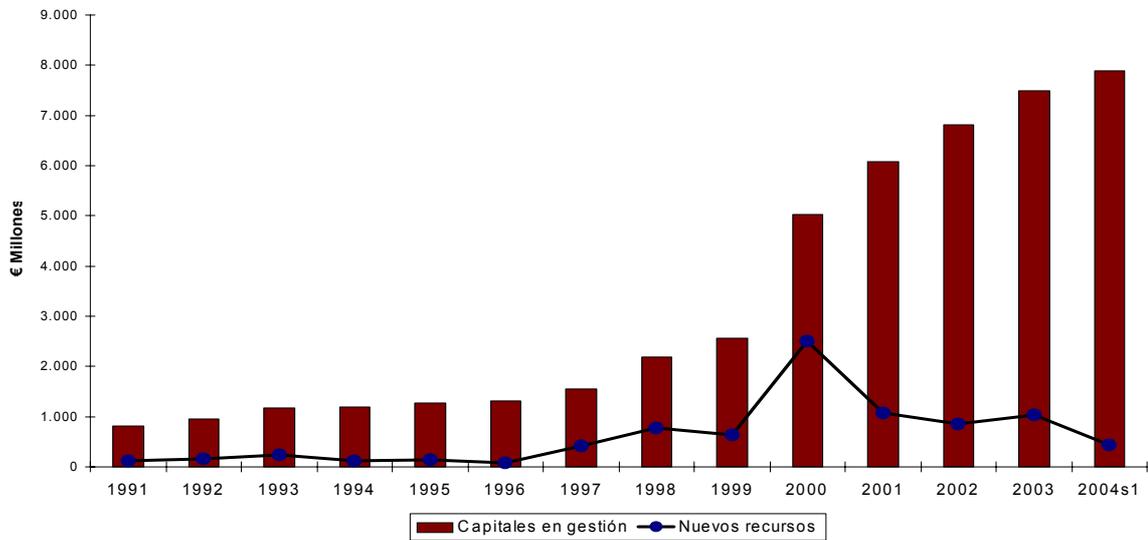
En 2003, el importe de los capitales en gestión ascendió a 7.491 millones de euros. Los principales aportantes de esta partida fueron los inversores extranjeros, que acumularon el 44% del total. En 1991, el peso de los capitales gestionados por inversores establecidos en Europa, Estados Unidos y otros países era del 37,7%.

Las entidades financieras nacionales sobresalieron entre los inversores locales, acumulando el 22,3 por 100 de los capitales en gestión. Este porcentaje se repartió entre el 7,8% de los bancos y el 14,5% de las cajas de ahorros.

El sector público nacional y las Comunidades Autónomas concentraron un peso del 9,6% de los capitales totales gestionados, mientras que las empresas no financieras y los inversores particulares acumularon un porcentaje del 4,1% y del 4,7%, respectivamente.

En 2003, los fondos de pensiones nacionales acumulaban el 0,1% del volumen total de los capitales en gestión, lo que es un punto negativo a la hora de evaluar el nivel de desarrollo del CR en España. Los fondos de pensiones constituyen la principal fuente de recursos en países como Estados Unidos o el Reino Unido.

¹² En la cifra de capitales totales en gestión se incluyen la suma de los capitales sociales de las SCR, la suma de los recursos de los fondos gestionados por operadores nacionales y la cartera viva a precio de coste de los gestores que manejan fondos paneuropeos.

Nuevos recursos y capitales en gestión (millones de euros)

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

- **Inversiones y cartera**

El volumen invertido por las Entidades de Capital Riesgo radicadas en España ha crecido casi un 945% en los últimos trece años. Desde 1991 hasta 1998 el importe invertido pasó de 128 a 349 millones de euros, llegando a duplicarse al siguiente año. El verdadero salto se produjo en el año 2000, en el que la cifra invertida se situó en 1.308 millones de euros. En ese año se efectuó la primera inversión que superó los 100 millones de euros y se realizaron 26 inversiones por encima de 10 millones de euros. El dinamismo quedó reflejado en el hecho de que 62 ECR realizaron alguna de las 302 nuevas inversiones del año.

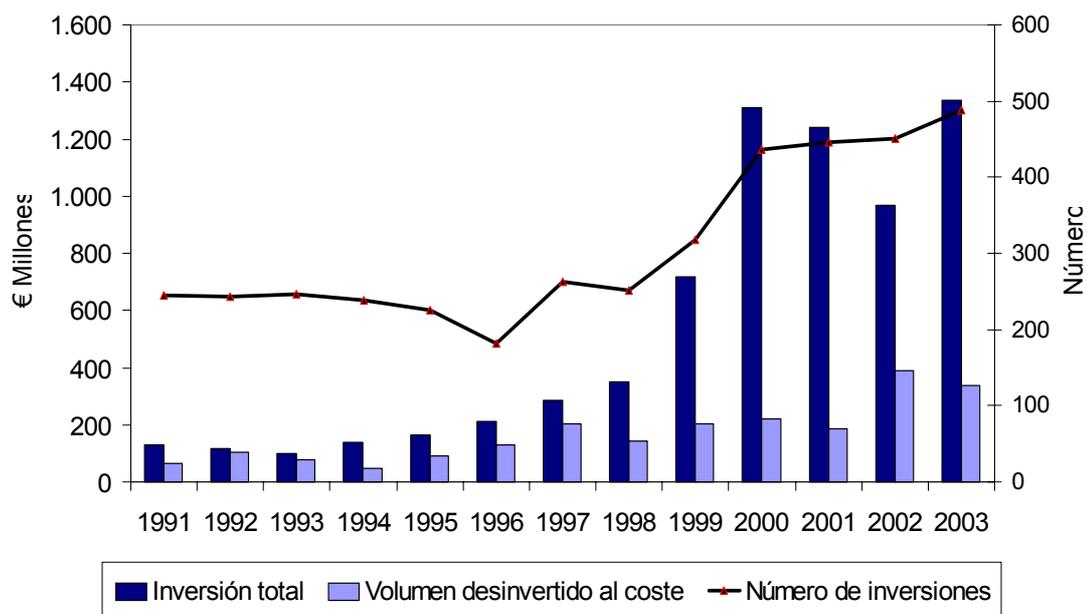
En el año 2001, se produjo un ligero retroceso en el volumen invertido y en el número de inversiones, que se acentuó al siguiente año como consecuencia de la corrección producida por los excesos que se vivieron en la época dorada de Internet.

En 2003 se alcanzó el máximo volumen invertido en España con un importe de 1.337 millones de euros, lo que supone un incremento del 38% con respecto a la cifra invertida en 2002. Al igual que en el año 2000 se realizaron 410 inversiones en

empresas, de las que 239 fueron nuevas inversiones. En ellas destacaron las efectuadas por Caixa Capital Risc en la cadena de supermercados Caprabo y de Advent International en Parques Reunidos.

Desde 1991 hasta 2003 el importe medio invertido por empresa se elevó de 0,6 a 3,3 millones de euros. Año a año se han venido registrando un mayor número de inversiones que comprometían recursos superiores a 5 millones de euros, aunque en el período considerado la mayoría de las inversiones fue inferior al millón de euros.

Volumen invertido y desinvertido y número de inversiones
(millones de euros)



Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Según la fase de desarrollo de la empresa participada, se observó que hasta mediados de los años ochenta gran parte del volumen invertido se dirigía a la promoción de empresas que se encontraban en sus primeras etapas de desarrollo. Esto se debió a que existía una mayor proporción de operadores públicos que fomentaban ese tipo de

inversiones. A partir de entonces, fue aumentando el número de ECR privadas con mayores recursos disponibles para invertir y cuyos objetivos se centraban exclusivamente en la obtención de plusvalías, a diferencia del carácter más social de las públicas. Como la inversión en empresas inmaduras requiere un período de permanencia más prolongado y en España no ha existido un mercado secundario que premiara el trabajo de las ECR, es lógico que éstas fueran alejándose de este tipo de inversiones y prefirieran apostar por empresas con más historia.

Desde 1991 hasta 2003, casi dos terceras partes del volumen invertido se destinó a empresas que se encontraban en fase de expansión, un 19% se dirigió a operaciones apalancadas y un 13% a empresas inmaduras. Hay que significar que en 2003 el porcentaje de la inversión en empresas en etapas iniciales alcanzó su mínimo, con el 4,2%, mientras que el peso del volumen invertido en operaciones apalancadas se situó en 27,6%.

Por otra parte, el peso del número de inversiones en empresas en expansión fue del 60% en los últimos 13 años, mientras que aproximadamente el 30% se destinó a la inversión en empresas en etapas iniciales. Todavía es pequeño el porcentaje del número de operaciones apalancadas en España (4,8%), en comparación a la media europea (13%).

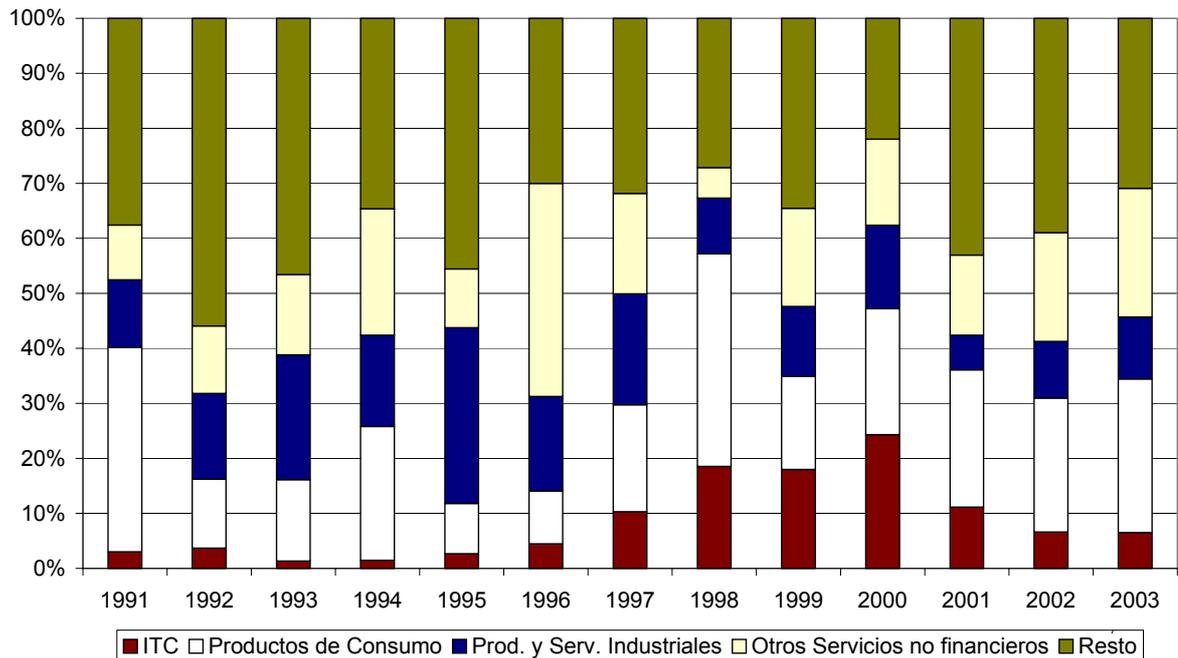
Las SGECR muestran un progresivo aumento del peso del volumen invertido, situándose en torno a las dos terceras partes del total. Sin embargo, las SCR todavía siguen realizando un mayor número de inversiones.

Distinguiendo según la procedencia pública o privada de los recursos, la continua entrada de nuevas ECR privadas y el estancamiento en el número de nuevas ECR públicas originó que las primeras invirtieran aproximadamente el 80% de los recursos y realizaran casi dos tercios del número de inversiones.

Desde la perspectiva del tamaño del operador, las ECR grandes se encargaron de invertir el 69% de los recursos en los últimos 13 años, mientras que las ECR medianas y las pequeñas acumularon el 71% del número de inversiones.

Los sectores que mayor volumen de inversión atrajeron desde 1991 hasta 2003 son los definidos como *Productos de Consumo* y *Productos y Servicios Industriales*. Hay que destacar que hasta mediados de la década de los noventa se destinaba el 16% del volumen invertido, en promedio, al sector *Agricultura/Ganadería/Pesca*. Por otra parte, en los últimos años se ha detectado el interés de las ECR por las categorías *Hostelería/Ocio* y *Medicina/Salud*. Los sectores *Productos de Consumo* y *Productos y Servicios Industriales* también encabezaron la lista en cuanto al número de inversiones, a los que les siguieron las categorías *Informática* y *Otros Servicios*.

Destino de las inversiones por sector



Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Prácticamente la totalidad del volumen invertido desde 1991 hasta 2003 se destinó a empresas que estaban establecidas en España. Tan solo un 6% se desvió a compañías que operaban desde otros países.

La cartera a precio de coste de los 95 inversores en activo, a 31 de diciembre de 2003, ascendió a 5.237 millones de euros. Este importe se distribuyó entre un total de 1.398 empresas.

Las acciones y participaciones en capital constituyeron el principal instrumento financiero utilizado, acumulando el 86% por 100 del total. El resto del porcentaje se repartió entre deuda y otros instrumentos financieros, como los préstamos participativos.

- **Desinversiones**

En los 13 años que comprende el período transcurrido entre 1991 y 2003 se efectuaron un total de 3.051 operaciones de desinversión que implicaron un importe de 2.193 millones de euros, a precio de coste¹³. El 52% supusieron la salida definitiva del operador, mientras que el 48% restante se consideraron como desinversiones parciales de la participación de la ECR.

La estancia media del operador de capital riesgo durante el período se estimó en 5,3 años, observándose que la permanencia se prolongó algo más en las empresas que se encontraban en sus primeras etapas de desarrollo y algo menos en empresas consolidadas.

El mecanismo de desinversión más utilizado entre los inversores de Capital Riesgo en España en los últimos 13 años fue la recompra por parte de los accionistas originarios, con el 37,4%, seguido del reconocimiento de minusvalías (29,3%) y la venta a terceros (19%). La salida a Bolsa es la vía de desinversión preferida por los inversores, aunque el peso de este mecanismo fue tan solo del 2,7% desde 1991, debido sin duda a la

¹³ Esto significa que en este valor no se tuvieron en cuenta las plusvalías generadas por las ECR.

problemática derivada de la no existencia de un mercado secundario especializado, ya comentada.

4.4. Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1

Capital Riesgo, como ya hemos comentado anteriormente en este trabajo, es una actividad financiera que ha demostrado su capacidad para revitalizar el tejido empresarial de un país, región o localidad en la que actúa directamente, con efecto sobre variables como el empleo, la inversión, las exportaciones y las recaudaciones por diversos impuestos.

Un estudio realizado en Estados Unidos a finales de los años setenta, reveló que 209 millones de dólares invertidos por Entidades de Capital Riesgo en empresas del país impulsaron sus ventas hasta 6.000 millones de dólares, generaron unos ingresos fiscales para la Administración Pública por valor de 450 millones de dólares, elevaron las exportaciones hasta 900 millones de dólares y crearon un total de 130.000 nuevos puestos de trabajo. Parece por tanto interesante estudiar el impacto que esta actividad pueda tener en la actividad económica entre las empresas de menor tamaño.

Como ya hemos comentado antes, el trabajo más cercano al objetivo que aquí perseguimos es una Tesis Doctoral presentada y aprobada en la Universidad Complutense de Madrid a finales del mes de septiembre de 2004, titulada “Impacto de las inversiones en Capital Riesgo en España: un análisis empírico regional” presentada por M^a Luisa Alemany Gil y dirigida por el Profesor José Martí Pellón. Este estudio se centra en las Comunidades Autónomas con mayor nivel de renta en España, y en concreto Madrid, Cataluña y el País Vasco. Nuestro trabajo se enfoca entonces en las de menor renta, es decir las Objetivo 1, que son las de Andalucía, Asturias, Canarias, Cantabria, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana, Extremadura, Galicia y Murcia.

A continuación analizamos los principales datos indicativos del nivel de actividad de Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1.

4.4.1. Entidades de Capital Riesgo

A finales de 2003 estaban operativas en las 10 Comunidades Autónomas Objetivo 1 españolas un total de 22 Entidades de Capital Riesgo, con el siguiente reparto por Comunidad.

- Andalucía: 5 operadores (Inverjaén, S.C.R., S.A., Inversiones e Iniciativas Málaga, S.C.R., S.A., Inversiones ProGranada, S.A., Iniciativas Económicas de Almería, S.C.R., S.A. y M-Capital, S.A.).
- Galicia: 4 operadores (Gescaixa Galicia, S.G.E.C.R., S.A., Unirisco Galicia S.C.R., S.A., Vigo Activo, S.A. y XesGalicia S.G.E.C.R., S.A.).
- Extremadura: 3 operadores (Corporación Empresarial de Extremadura, S.A., Sociedad para el Desarrollo Industrial de Extremadura, S.A. y Sociedad de Fomento Industrial de Extremadura, S.A.).
- Asturias: 2 operadores (Sociedad Regional de Promoción del Principado de Asturias, S.A. y Sociedad de Desarrollo de las Comarcas Mineras, S.A.).
- Castilla y León: 2 operadores (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Castilla y León, S.A. y Soria Futuro, S.A.).
- Castilla-La Mancha: 1 operador (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Castilla-La Mancha, S.A.).
- Canarias: 1 operador (Sociedad de Desarrollo Económico de Canarias, S.A.),
- Comunidad Valenciana: 1 operador (Inversiones Valencia Capital Riesgo S.C.R., S.A.)
- Cantabria: 1 operador (Cantabria Capital S.G.E.C.R., S.A) y
- Murcia: 1 operador (Murcia Emprende Sociedad de Capital Riesgo S.A.¹⁴).

Según el vehículo de inversión utilizado se identificaron 19 Sociedades de Capital Riesgo y 3 Sociedades Gestoras, mientras que desde la perspectiva del origen de los recursos gestionados, se distinguieron 10 Entidades de Capital Riesgo públicas y 12 Entidades privadas. Por último, en función del volumen de capitales a cargo de cada entidad inversora se identificaron 5 operadores medianos, 17 pequeños y ninguna Entidad de Capital Riesgo que gestionase recursos por encima de 120 millones de euros.

¹⁴ Esta Sociedad de Capital Riesgo comenzó a operar oficialmente durante el primer semestre de 2004.

4.4.2. Nuevos recursos captados

Para el estudio de los apartados de nuevos recursos captados y capitales totales en gestión en las Comunidades Autónomas Objetivo 1 no se dispone de estadísticas que cubran cada uno de los años del período transcurrido entre 1991 y 2003. Sí que se puede establecer para el año 2003 una comparación entre la actividad registrada por las Entidades de Capital Riesgo (ECR) establecidas en las Comunidades Autónomas (CCAA) Objetivo 1 y el conjunto de operadores existentes en España.

En primer lugar, podría decirse que participaron en la labor de atracción de nuevos recursos a la actividad 13 de las 22 ECR pertenecientes a alguna CCAA Objetivo 1. El volumen total ascendió a 47,3 millones de euros, lo que supone un peso del 4,5% del importe total atraído en España en 2003. Esto refleja la limitada capacidad de los operadores objeto de estudio.

Las instituciones financieras fueron las principales aportantes de recursos a las Entidades de Capital Riesgo establecidas en las Comunidades Autónomas Objetivo 1, contribuyendo con un peso del 52,3%. Este porcentaje alcanzó el 42,1% en el conjunto de operadores en España, debido, en gran medida, a la aportación de La Caixa a Caixa Cap Risc, SGEGR, S.A. en su inversión en la cadena de supermercados Caprabo.

Donde sí hubo una notable diferencia fue en el porcentaje de la contribución de inversores públicos a las ECR, que casi se triplicó en el caso de los operadores radicados en Comunidades Autónomas Objetivo 1 (42,3%), frente a los del conjunto de España (14,2%).

La actuación más regional de las ECR pertenecientes a CCAA Objetivo 1 explica que sólo un 2,4% de los nuevos recursos captados en 2003 procediera de fondos de pensiones extranjeros, frente al 13,3% que atrajeron el conjunto de operadores en España.

Casi la totalidad de los recursos atraídos por las ECR establecidas en CCAA Objetivo 1 durante 2003 procedió de inversores españoles y únicamente un 8,1% provino de

fondos de inversores europeos, como los fondos FEDER, para la ayuda a regiones desfavorecidas. En el conjunto de operadores en España los nuevos recursos atraídos de inversores españoles alcanzaron un peso del 63,4%, mientras que el resto provino de fondos paneuropeos establecidos en Europa y EE.UU, fundamentalmente.

Otro aspecto diferencial de las ECR establecidas en regiones Objetivo 1 es el destino que pretenden dar a los nuevos recursos captados en 2003, situándose en un peso del 57,4% en la inversión en empresas que se encuentran en etapas iniciales y el restante 42,6% a la inversión en empresas en expansión. Esto tiene sentido al tratarse de inversores que apoyan, con mayor ahínco, el desarrollo empresarial de su región. Por otra parte, en el conjunto de ECR en España mostró su preferencia en destinar aproximadamente la mitad de los nuevos recursos captados hacia empresas en expansión y la otra mitad a empresas consolidadas.

4.4.3. Capitales Totales en gestión

Los capitales totales en gestión a 30 de junio de 2003 de las ECR pertenecientes a Comunidades Autónomas Objetivo 1 ascendían a 482,1 millones de euros. Este importe supone un 6,4% del total de recursos en gestión en España.

En el Cuadro a continuación, puede apreciarse el diferente reparto de los capitales gestionados entre las ECR establecidas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 y en el conjunto de operadores en España según el tipo de entidad, el origen de los recursos y el tamaño de las ECR.

Puede afirmarse que la mayor parte de los capitales en gestión de ECR establecidas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 estuvieron administrados por Sociedades de Capital Riesgo (72%) frente a las Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo, que gestionaban un 28% del total del capital. La naturaleza de las Entidades de Capital Riesgo fue mayoritariamente de carácter público con un 74,1% frente al 25,9% de las privadas.

En cuanto al tamaño, predominan los operadores de tamaño mediano con un 63,4%, frente al 26,6% de los pequeños y la nula participación de operadores grandes.

Como se puede ver en el cuadro, el reparto mencionado difiere sustancialmente del que ocurre en el conjunto del territorio nacional, donde predomina la forma de inversión a través de Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo con un 79% frente al 21% de las Sociedades de Capital Riesgo; predomina la iniciativa privada con casi un 89% frente a los aportantes de carácter público y además los operadores grandes son mayoritarios claramente en la aportación de recursos.

Capitales totales gestionados según tipo de entidad, origen de recursos y tamaño de entidad de las ECR de CCAA Objetivo 1 y ECR del conjunto de España (porcentajes en 2003)

Tipo de entidad	CCAA Obj. 1	Conjunto de España
SCR	72,0%	21,0%
Sociedades Gestoras	28,0%	79,0%
Total	100,0%	100,0%

Origen recursos	CCAA Obj. 1	Conjunto de España
ECR Privadas	25,9%	88,8%
ECR Públicas	74,1%	11,2%
Total	100,0%	100,0%

Tamaño de entidad	CCAA Obj. 1	Conjunto de España
ECR grandes	0,0%	69,9%
ECR medianas	63,3%	24,4%
ECR pequeñas	36,7%	5,7%
Total	100,0%	100,0%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos observar en el Cuadro anterior, los principales aportantes de los capitales totales en gestión de las Entidades de Capital Riesgo pertenecientes a alguna de las Comunidades Autónomas Objetivo 1 fueron los órganos de gobierno de Comunidades Autónomas, que acumularon un peso del 51,3%, al que siguieron las instituciones financieras, con el 31%. En esta categoría destacó la aportación del 26,3%

de las Cajas de Ahorros, que supone casi el doble del peso de su contribución al conjunto de ECR en España.

En el cuadro más abajo también se observa el escaso 2,8% aportado por la Unión Europea a ECR pertenecientes a Comunidades Autónomas Objetivo 1, frente al 26,6% que destinaron a ECR del conjunto de España. La diferencia radica en que, en el primer caso, la aportación proviene de fondos públicos de la UE destinados a regiones desfavorecidas y, en el segundo caso, los recursos proceden, fundamentalmente, de instituciones de inversión colectiva extranjeras canalizados a través de entidades de capital riesgo paneuropeas.

Aportantes de los capitales totales en gestión (porcentajes sobre capital total gestionado por tipo de aportante y Comunidad Autónoma, 2003)

Tipos de aportantes	CCAA Obj. 1	Conjunto de España
Bancos nacionales	4,7%	7,8%
Cajas de Ahorros	26,3%	14,5%
Empresas no financieras	5,2%	4,1%
Sector público nacional	6,5%	4,2%
Comunidades Autónomas	51,3%	5,4%
Estados Unidos	0,0%	14,0%
Unión Europea	2,8%	26,6%
Otros países extranjeros	0,0%	3,8%
Compañías Seguros nacionales	0,0%	0,4%
Fondos Pensiones nacionales	0,0%	0,1%
Reservas retenidas reinversión	2,7%	9,5%
Particulares	0,1%	4,7%
Instituciones sin fines de lucro	0,2%	0,2%
Mercado de valores	0,0%	2,1%
Otros	0,2%	2,5%
Total	100,0%	100,0%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

4.4.4. Inversiones y cartera de inversión

Las Entidades de Capital Riesgo establecidas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 invierten en empresas con potencial de crecimiento que se encuentran en su región de influencia y en rara ocasión lo hacen fuera de ella. Con ello, persiguen crear un círculo virtuoso que atraiga la inversión, fomente la creación de nuevos puestos de trabajo y, a su vez, incentive el consumo. En definitiva, se persigue la creación de riqueza en la Provincia o en la Comunidad Autónoma.

A través de la relación de los recursos invertidos mediante Capital Riesgo con respecto al P.I.B. se puede medir el grado de desarrollo de esta actividad en una región determinada. Debe indicarse que el 0,18% registrado en España en 2003 se encuentra todavía muy alejado del promedio del 0,29% estimado en la Unión Europea.

Porcentaje de la inversión con respecto al PIB de las CCAA Objetivo 1 y España (porcentaje)

CCAA Obj 1	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	media p°
Andalucía	0,03%	0,08%	0,06%	0,02%	0,01%	0,04%	0,04%	0,01%	0,09%	0,04%
Asturias	0,03%	0,12%	0,04%	0,03%	0,16%	0,04%	0,07%	0,07%	0,20%	0,09%
Canarias	0%	0%	0,01%	0%	0,01%	0,11%	0,02%	0%	0,04%	0,02%
Cantabria	0,11%	0,01%	0,09%	0,06%	0,20%	0,47%	0%	0,02%	0,09%	0,12%
Castilla León	0,01%	0,01%	0,06%	0,02%	0,16%	0,01%	0,01%	0,07%	0,07%	0,05%
Castilla La Mancha	0,01%	0,06%	0,07%	0,06%	0,12%	0,02%	0,01%	0,02%	0,18%	0,06%
Cdad. Valenciana	0,01%	0,02%	0,05%	0,04%	0,11%	0,04%	0,07%	0,17%	0,04%	0,06%
Extremadura	0,25%	0,18%	0,25%	0,16%	0,17%	0,18%	0,11%	0,09%	0,14%	0,17%
Galicia	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,02%	0,05%	0,05%	0,04%	0,08%	0,04%
Murcia	0,02%	0,11%	0,02%	0,03%	0,05%	0,02%	0,51%	0,06%	0,29%	0,12%
CCAA Obj 1	0,01%	0,03%	0,03%	0,02%	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,05%	0,03%
España	0,04%	0,05%	0,06%	0,07%	0,13%	0,21%	0,19%	0,14%	0,18%	0,12%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

En el Cuadro anterior se aprecia que el promedio del conjunto de Comunidades Autónomas Objetivo 1 para el período comprendido entre 1995-2003 (0,03%) fue cuatro veces inferior al registrado en España. También se observa que la mayoría de las Comunidades Autónomas Objetivo 1 estuvieron por debajo de la media española en 2003 y solamente Asturias y Castilla-La Mancha la igualaron o superaron, junto con Murcia que ve muy afectadas de forma puntual sus cifras, debido a operaciones de mediano y gran tamaño.

El volumen invertido en las Comunidades Autónomas Objetivo 1 desde 1991 hasta 2003 ascendió a 1.752 millones de euros, que supone la cuarta parte de la inversión total realizada en España. En el Cuadro a continuación se aprecia que fue a partir de 1998 cuando la importancia relativa de la inversión efectuada en Comunidades Autónomas Objetivo 1 fue reduciéndose en relación con el conjunto de España.

Esto se debió al mayor peso que han ido ganando Comunidades Autónomas como Cataluña y, sobre todo, la Comunidad de Madrid. En concreto, ambas Comunidades Autónomas acumularon el 48% del volumen total invertido en los trece últimos años, en promedio, aunque este porcentaje se situó en el 63% si se tienen en cuenta los últimos 5 años. El mayor desarrollo empresarial de ambas y el hecho de que en la Comunidad de Madrid y en Cataluña tengan su sede social 51 y 20 ECR, respectivamente, explican el grado de concentración.

La Comunidad Valenciana, Andalucía y Murcia fueron, por ese orden, las regiones pertenecientes a Comunidades Autónomas Objetivo 1 que mayor volumen de inversión recibieron desde 1999 hasta 2003. Canarias y Cantabria estuvieron en el otro extremo.

Volumen invertido en Comunidades Autónomas Objetivo 1(en millones de euros)

CCAA Obj. 1	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Andalucía	13,3	7,5	6,6	20,4	16,4	50,9	42,2	12,8	9,4	35,7	35,4	6,5	95,2
Asturias	1,9	1,5	5,1	2,1	3,6	13,4	4,8	4,2	20,1	6,0	10,4	10,4	31,9
Canarias	0,5	0,6	1,1	1,1	0,3	0,3	1,4	0,1	3,1	26,9	4,2	1,4	13,5
Cantabria	2,5	1,3	0,0	0,0	6,2	0,8	5,2	3,7	14,1	36,0	0,0	1,5	8,5
Castilla y León	1,5	0,9	0,7	2,6	3,6	2,4	18,8	7,4	53,1	3,6	5,3	27,1	29,8
Castilla-Mancha	2,4	0,2	0,7	5,0	1,4	10,6	11,8	10,6	23,4	3,2	1,9	5,1	46,6
C. Valenciana	10,8	6,0	6,9	7,7	3,6	7,1	22,2	18,3	58,5	21,5	41,8	117,0	25,4
Extremadura	8,9	15,5	21,0	12,0	18,7	14,5	21,0	14,2	16,9	18,6	12,8	10,3	17,5
Galicia	3,0	4,6	5,7	9,6	9,1	7,2	6,9	7,8	6,3	17,9	17,2	16,1	32,7
Murcia	0,1	3,3	4,1	0,9	1,8	11,6	1,8	3,2	6,2	2,3	80,0	10,0	52,9
Total Obj. 1	44,8	41,4	51,9	61,3	64,7	118,9	136,1	82,2	211,0	171,6	209,0	205,5	354,0
Total España	128,6	116,0	97,3	136,3	165,4	212,5	286,1	349,5	716,6	1.308,5	1.240,6	969,2	1.336,9
Obj. 1/España	34,9%	35,7%	53,3%	45,0%	39,1%	55,9%	47,5%	23,5%	29,4%	13,1%	16,8%	21,2%	26,5%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos ver en el Cuadro a continuación, desde el punto de vista del número de inversiones en empresas, el total de empresas en que se produjo inversión de Capital Riesgo son 1.592 en las Comunidades Autónomas Objetivo 1 y 3.601 en el total de España lo que supone que la proporción de las realizadas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 con respecto al conjunto de inversiones efectuadas en España fue del 44,2% en los últimos 13 años. En el conjunto de España, el mayor peso estuvo concentrado en las Comunidades Autónomas de Madrid, Cataluña y el País Vasco, que fueron receptoras del 19,5%, del 13,5% y del 11%, respectivamente. Hemos de reflejar que las cifras de número de empresas recogidas en esta parte del estudio, se refieren no solo a inversiones nuevas sino también a ampliación de cantidades invertidas en años anteriores, por lo que la suma total de número de empresas es superior a la que más tarde, en el epígrafe 8, compondrá la población de la que obtendremos la muestra a estudiar.

En este período, las Comunidades Autónomas de Andalucía, Extremadura y Galicia fueron las Comunidades Autónomas Objetivo 1 que acogieron el mayor número de empresas participadas por Capital Riesgo, aunque si se tienen en cuenta los últimos 5 años la Comunidad Autónoma que más inversiones fue Extremadura, seguida de Galicia y de Andalucía.

Número de empresas en CCAA Objetivo 1 (número de empresas)

CCAA Obj 1	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Andalucía	31	35	40	30	24	19	22	10	16	23	37	18	31
Asturias	12	9	15	15	9	8	11	13	15	11	14	18	16
Canarias	4	3	2	1	2	5	5	2	8	8	9	8	12
Cantabria	5	4	0	0	5	3	5	7	8	3	0	1	2
C ^a -León	6	6	2	5	6	6	11	8	11	13	14	18	16
C ^a -La Mancha	10	3	6	10	4	3	10	5	18	6	6	8	8
C. Valenciana	6	7	5	7	7	5	12	10	13	16	7	15	12
Extremadura	22	24	20	22	15	16	27	27	30	23	18	23	46
Galicia	16	13	21	14	18	20	21	19	19	25	23	33	38
Murcia	1	4	4	2	1	2	2	2	2	4	8	6	6
Total Obj 1	113	108	115	106	91	87	126	103	140	132	136	148	187
Total España	230	220	219	211	199	169	233	223	305	410	392	380	410
Obj 1/España	49,1%	49,1%	52,5%	50,2%	45,7%	51,5%	54,1%	46,2%	45,9%	32,2%	34,7%	38,9%	45,6%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

En el Cuadro más abajo, estudiamos la cartera de las Comunidades Autónomas Objetivo 1, a precio de coste, que se elevó hasta 1.201 millones de euros a finales de 2003, lo que supone un peso del 22,9% de la cartera registrada en España. En el mismo Cuadro se aprecia que este porcentaje era superior al 30% en cada uno de los años desde 1991 hasta 2000.

Las Comunidades Autónomas que acumularon un mayor importe en cartera fueron la Comunidad Valenciana, Andalucía y Murcia. Debe aclararse que en el caso de la

Comunidad Valenciana y Murcia ejercieron una importante influencia en el importe total dos inversiones puntuales efectuadas en 2002 y en 2000, respectivamente.

***Volumen en cartera en Comunidades Autónomas Objetivo 1, a precio de coste
(millones de euros)***

CCAA Obj. 1	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Andalucía	25,1	31,7	30,7	46,9	54,6	81,8	105,7	76,5	69,0	63,7	98,4	85,5	173,5
Asturias	14,5	15,1	17,9	17,7	19,5	26,8	28,6	30,5	47,1	45,1	43,7	52,2	81,3
Canarias	6,4	6,5	7,0	7,6	7,1	6,3	5,5	5,6	7,6	31,1	35,1	36,5	51,7
Cantabria	4,9	3,7	2,8	2,8	8,6	8,4	13,0	16,0	20,7	56,7	56,1	57,6	60,9
Castilla y León	5,9	5,7	4,2	4,5	6,8	6,7	18,4	14,0	63,4	69,7	71,8	95,4	122,9
Castilla-Mancha	5,1	3,8	3,4	7,0	7,8	16,4	21,7	30,6	46,5	43,2	43,4	36,0	62,8
C. Valenciana	19,1	22,7	27,2	33,1	35,0	39,8	53,3	66,1	117,4	131,4	166,6	273,8	287,3
Extremadura	17,4	32,2	46,7	52,0	56,2	52,5	46,5	55,4	64,7	76,0	82,4	87,0	95,4
Galicia	22,1	20,4	19,9	25,7	27,5	32,6	34,8	39,4	38,5	51,9	63,4	78,8	102,5
Murcia	11,8	15,0	19,3	20,2	19,6	19,1	19,4	20,5	22,7	23,8	103,4	112,7	162,6
Total Obj. 1	132,3	156,8	179,2	217,5	242,7	290,5	347,0	354,7	497,7	592,5	764,2	915,6	1.201,0
Total España	432,1	445,0	464,8	553,7	628,5	710,5	793,6	998,2	1.511,5	2.602	3.656	4.238	5.237
Obj. 1/España	30,6%	35,2%	38,6%	39,3%	38,6%	40,9%	43,7%	35,5%	32,9%	22,8%	20,9%	21,6%	22,9%

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

A 30 de junio de 2003, el número de empresas en las Comunidades Autónomas Objetivo 1 en las que se había hecho una operación de Capital Riesgo ascendía a 598, lo que supone el 42,8% del conjunto de la cartera en España. Como puede apreciarse en el Cuadro siguiente, las Comunidades Autónomas de Galicia, Extremadura y Andalucía tenían en cartera 134, 103 y 82 empresas en cartera, respectivamente. Sólo la Comunidad de Madrid, Cataluña y el País Vasco acumulaban más empresas en 2003.

Las Entidades de Capital Riesgo establecidas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 tenían en sus carteras un total de 598 empresas, de las que tan solo 15 participadas estaban establecidas en alguna otra Comunidad Autónoma que no perteneciera a la

zona Ojetivo 1 o en el extranjero. Destacó por encima del resto, Xesgalicia, SGEGR. (Galicia), que contaba con 96 empresas en cartera a finales de 2003, seguidas de Sodical (Castilla y León) y Sodiex (Extremadura), que acumulaban 47 y 46 empresas, respectivamente.

Número de empresas en cartera en CCAA Objetivo 1
(número de empresas)

CCAA Obj 1	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Andalucía	124	129	120	130	106	97	93	63	63	68	91	81	82
Asturias	56	55	62	61	65	41	44	52	57	57	62	73	76
Canarias	25	25	24	24	21	19	23	23	26	26	30	32	36
Cantabria	32	32	31	31	23	23	19	24	24	25	23	23	19
C ^a -León	24	24	23	18	17	18	23	26	30	41	48	54	61
C ^a -La Mancha	18	14	18	19	17	16	18	18	27	28	27	29	26
C. Valenciana	12	16	16	20	25	26	30	32	32	37	34	41	45
Extremadura	48	54	50	51	53	49	60	72	83	90	97	98	103
Galicia	72	61	65	63	64	72	80	83	87	94	103	118	134
Murcia	4	7	8	8	8	6	6	6	5	9	14	15	16
Total Obj 1	415	417	417	425	399	367	396	399	434	475	529	564	598
Total España	743	766	777	813	775	739	759	768	849	1.043	1.190	1.303	1.398
Obj 1/España	55,9%	54,4%	53,7%	52,3%	51,5%	49,7%	52,2%	52,0%	51,1%	45,5%	44,5%	43,3%	42,8%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

4.4.5. Desinversiones

En el Cuadro a continuación podemos ver el desarrollo de las desinversiones en las Comunidades Autónomas objeto de nuestro estudio. Durante el período transcurrido desde 1991 y 2003 se realizaron en España 1.383 desinversiones que supusieron la salida definitiva de inversor de Capital Riesgo. Prácticamente, la mitad de ellas (49,96 %) se efectuaron en alguna Comunidades Autónomas objetivo 1, con un total de 691.

En Andalucía se registraron un total de 199 desinversiones definitivas en los últimos 13 años. La siguieron Galicia, con 95 salidas definitivas y Asturias y Extremadura, con 93 desinversiones cada una, mientras que en el conjunto de España, destacaron las Comunidades de Madrid y Cataluña, que registraron 225 y 196 desinversiones definitivas, respectivamente.

Número de desinversiones totales en CCAA Objetivo 1 (número de operaciones)

CCAA Obj 1	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Andalucía	6	24	9	33	21	16	35	9	10	4	14	18
Asturias	8	2	8	3	31	6	5	5	8	3	6	8
Canarias	2	1	1	4	2	1	0	4	4	0	0	2
Cantabria	3	1	0	13	3	7	1	4	2	2	0	5
C ^a -León	3	0	6	3	3	6	6	4	1	3	3	6
C ^a -La Mancha	3	2	9	5	4	5	5	4	1	3	7	5
C. Valenciana	0	3	1	1	3	4	5	5	4	6	4	4
Extremadura	5	9	11	4	13	10	6	6	3	5	11	10
Galicia	15	10	8	10	4	7	6	7	10	7	4	7
Murcia	0	0	0	2	3	1	1	2	0	1	1	1
Total Obj 1	45	52	53	78	87	63	70	50	43	34	50	66
Total España	79	86	92	141	137	150	147	111	102	96	106	136
Obj 1/España	57,0%	60,5%	57,6%	55,3%	63,5%	42,0%	47,6%	45,0%	42,2%	35,4%	47,2%	48,5%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Durante 2003, el mecanismo de desinversión más utilizado por las Entidades de Capital Riesgo que desinvertieron totalmente de empresas establecidas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 fue la recompra por parte de accionistas originales, que alcanzó un peso del 40%. Le siguieron el reembolso de préstamos (20%) y la desinversión por reconocimiento de minusvalías (18,6%). En el conjunto de España estas tres vías de desinversión registraron un peso algo inferior, situándose en el 36,1%, 11,8% y 16,7%, respectivamente.

La venta a un tercero no es el objetivo prioritario de las ECR establecidas en alguna Comunidades Autónomas Objetivo 1, de ahí que sólo se produjeran 4 desinversiones totales mediante esa vía. En el conjunto de España se efectuaron 31 salidas totales a través de la venta a un tercero, que significaron un peso del 21,5%.

La estancia media de los operadores que desinvertieron de participadas establecidas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 se prolongó durante 5,7 años, frente a los 5,3 años registrados en el conjunto de Entidades de Capital Riesgo en España. En este sentido, la mayoría de las Entidades de Capital Riesgo que operan desde alguna de las Comunidades Autónomas Objetivo 1 no tiene unos plazos tan estrictos de permanencia como otros operadores, ya que ante todo buscan el desarrollo y el progreso de su región.

5. ESTUDIO DE LA REPERCUSIÓN DE CAPITAL RIESGO EN LA CREACIÓN DE ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS OBJETIVO 1

Antes de abordar los aspectos específicos sobre la repercusión de la actividad de Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1, analizamos de forma breve la situación económica y de empleo de dichas Comunidades, para enmarcar mejor el trabajo y las conclusiones del mismo.

5.1. Datos económicos y de empleo de las Comunidades Autónomas Objetivo 1

En el Cuadro siguiente observamos un estudio comparativo de indicadores seleccionados para las Comunidades Objetivo 1. En la parte inferior del mismo se puede observar la media de España como elemento comparativo. Según estos datos, las 10 Comunidades Autónomas Objetivo 1 tienen aproximadamente un 59% de la población total de España, tanto a nivel global como mayores de 16 años y sin embargo tienen una tasa de riqueza inferior a la media, ya que solo aportan el 49% del PIB en 2003, lo que implica una Renta *per capita* que, en media, es un 90% de la media de España en su conjunto.

En cuanto a las tasas de paro y actividad, la de actividad es solo un 96% de la media española y la de paro es un 112% sobre la total de España.

Se trata por tanto de Comunidades con menor nivel de riqueza, bastante pobladas, con menor empleo y más paro que la media. Destacan las tasas de paro de Andalucía y Extremadura como las más elevadas, frente a Castilla–La Mancha y la Comunidad Valenciana, que son las más reducidas. Andalucía es la más poblada y la que tiene menor nivel de Renta *per capita*.

Indicadores económicos para las Comunidades Autónomas Objetivo 1. Comparativa con España, (diferentes unidades)

Comunidad	2003				2001	
	Población	Población > 16 años	tasa actividad	tasa paro	PIB 2003 (miles €)	Renta per cápita (€)
Andalucía	7.606.848	6.033.500	53,35	17,39	101.136.409	8.338
Asturias	1.075.381	920.500	47,03	10,4	16.226.551	9.590
Canarias	1.894.868	1.522.900	58,64	12,67	30.863.449	9.544
Cantabria	549.690	458.300	53,3	10,19	9.391.318	10.637
Castilla y León	2.487.646	2.103.200	50,47	10,75	41.572.359	10.301
Castilla-La Mancha	1.815.781	1.439.300	50,82	8,64	25.477.676	8.766
Comunidad Valenciana	4.470.885	3.541.500	57,56	9,81	72.332.347	10.070
Extremadura	1.073.904	895.800	51,63	17,83	12.794.973	7.645
Galicia	2.751.094	2.386.100	54,09	13,99	39.503.352	8.874
Murcia	1.269.230	952.300	57,16	10,59	18.445.403	8.833
Total CCAA. Obj.1	24.995.327	20.253.400			367.743.837	
Media CCAA. Obj.1			53,4	12,23		9.259,80
España	42.717.064	34.382.300	55,68	10,93	743.046.000	10.313
CCAA Obj.1/España	59%	59%	96%	112%	49%	90%

Fuente: INE, 2004

Dado que nuestro trabajo se va a centrar en temas de empleo, en los Cuadros que recogemos a continuación se presentan cifras más detalladas que reflejan la situación relativa al empleo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1, como base para comparar la situación de empleo y creación de puestos de trabajo a nivel general frente a la que se obtenga como resultado de este estudio.

Para ello, revisamos a continuación la media anual de la tasa de paro en las Comunidades Autónomas Objetivo 1, entre 1990 y 2004 (hasta el segundo trimestre) y, en un segundo Cuadro, la variación interanual en dicha tasa anual. Posteriormente,

valoramos el nivel de empleo por Comunidad Autónoma (en número total de personas empleadas) y en tasa de variación interanual del número de personas empleadas.

Media anual de la tasa de paro por Comunidad Autónoma Objetivo 1, entre 1990 y 2004 (Trimestres 1 y 2). Media de los cuatro datos trimestrales en cada año de la EPA

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004*
Total España	16,24	16,31	18,35	22,64	24,12	22,90	22,18	20,76	18,71	15,75	13,93	10,49	11,36	11,31	11,155
Andalucía	25,53	25,74	28,18	32,97	34,59	33,91	32,59	31,80	29,38	26,65	24,30	18,76	19,65	18,57	17,3
Asturias	17,49	15,52	16,82	20,53	21,95	20,36	21,04	21,21	19,09	18,11	17,12	7,84	9,78	11,21	10,91
Canarias	22,98	24,61	24,82	28,24	26,47	23,55	22,07	19,75	18,52	14,36	13,39	10,69	11,12	11,42	12,795
Cantabria	16,77	15,94	16,65	19,83	23,36	22,44	24,01	20,88	17,92	15,56	13,57	8,79	10,06	10,55	10,85
Castilla y León	15,39	15,08	17,70	20,42	21,43	20,88	20,13	19,84	18,18	15,40	13,81	10,03	10,44	10,98	11,085
Castilla - La Mancha	13,09	13,17	15,66	19,53	19,70	20,19	19,59	18,64	16,88	15,03	12,56	9,30	9,38	9,78	9,255
Comunidad Valenciana	14,26	15,63	19,10	23,57	24,59	22,48	21,68	19,98	16,55	13,73	11,52	9,28	10,30	10,81	9,79
Extremadura	24,84	24,01	25,89	29,96	31,64	30,80	30,24	29,29	29,05	25,23	23,77	14,50	19,15	17,37	17,43
Galicia	12,29	12,46	16,24	18,34	19,93	18,05	18,74	18,55	17,54	16,41	14,96	11,04	12,15	12,63	14,315
Murcia	15,95	18,16	20,97	25,19	25,52	23,55	23,66	19,54	17,26	13,80	12,70	10,50	11,31	10,57	11,115
Media CCAA Objetivo 1	17,86	18,03	20,20	23,86	24,92	23,62	23,37	21,95	20,04	17,43	15,77	11,07	12,33	12,39	12,48

Fuente: INE, Encuesta de Población Activa, varios años.

* Trimestres I y II

**Porcentaje de variación interanual de la tasa de paro por Comunidad Autónoma
Objetivo 1, entre 1990 y 2004 (Trimestres 1 y 2). Media de los cuatro datos
trimestrales en cada año, a partir de la EPA.**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004*
Total España	0,5%	12,5%	23,4%	6,5%	-5,0%	-3,1%	-6,4%	-9,9%	-15,8%	-11,5%	-24,7%	8,2%	-0,4%	-1,3%
Andalucía	0,8%	9,5%	17,0%	4,9%	-2,0%	-3,9%	-2,4%	-7,6%	-9,3%	-8,8%	-22,8%	4,7%	-5,5%	-6,8%
Asturias	-11,2%	8,4%	22,0%	7,0%	-7,3%	3,4%	0,8%	-10,0%	-5,1%	-5,5%	-54,2%	24,6%	14,6%	-2,6%
Canarias	7,1%	0,9%	13,8%	-6,3%	-11,0%	-6,3%	-10,5%	-6,2%	-22,5%	-6,7%	-20,2%	4,0%	2,6%	12,1%
Cantabria	-4,9%	4,4%	19,1%	17,8%	-3,9%	7,0%	-13,0%	-14,2%	-13,2%	-12,8%	-35,2%	14,4%	4,9%	2,9%
Castilla y León	-2,0%	17,3%	15,4%	5,0%	-2,6%	-3,6%	-1,5%	-8,4%	-15,3%	-10,3%	-27,4%	4,1%	5,2%	0,9%
C. Mancha	0,6%	18,9%	24,7%	0,8%	2,5%	-3,0%	-4,9%	-9,4%	-11,0%	-16,4%	-25,9%	0,9%	4,3%	-5,4%
Comunidad Valenciana	9,6%	22,2%	23,4%	4,3%	-8,6%	-3,6%	-7,8%	-17,1%	-17,1%	-16,1%	-19,5%	11,1%	5,0%	-9,5%
Extremadura	-3,4%	7,9%	15,7%	5,6%	-2,7%	-1,8%	-3,1%	-0,8%	-13,1%	-5,8%	-39,0%	32,1%	-9,3%	0,3%
Galicia	1,4%	30,4%	12,9%	8,7%	-9,4%	3,8%	-1,0%	-5,4%	-6,5%	-8,8%	-26,2%	10,1%	3,9%	13,4%
Murcia	13,8%	15,5%	20,2%	1,3%	-7,7%	0,5%	-17,4%	-11,6%	-20,1%	-8,0%	-17,3%	7,7%	-6,6%	5,2%
Media CCAA Objetivo 1	1,0%	12,0%	18,1%	4,4%	-5,2%	-1,1%	-6,1%	-8,7%	-13,0%	-9,5%	-29,8%	11,4%	0,4%	0,8%

Fuente: INE, Encuesta de Población Activa, media varios años.

* Trimestres I y II

Observamos cómo la media de la tasa de paro de las Comunidades Objetivo 1 es superior a la media española, destacando Andalucía y Extremadura como las Comunidades con mayor desempleo. Castilla-La Mancha destaca como la que tiene menos paro de entre las analizadas.

Total de personas empleadas para el total de España y por Comunidad Autónoma
Objetivo 1. Nivel total de empleo entre 1992 y 2002. (miles de personas empleadas)

Comunidad	Creación Empleo (miles pers.)													
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	(1992- 2002)
Total España	13015	12617	12203	12278	12590	13000	13446	14019	14825	15643	16121	16377	16862	3362,2
Andalucía	1874,2	1790,6	1734,3	1746,2	1790	1910,2	1954,3	2066,1	2200,2	2329	2453,2	2499,9	2615,2	625,7
Asturias	355,2	348,4	330,6	328,4	333,3	329,1	321,9	331,1	341,8	354,4	366,6	377,8	397	22,6
Canarias	470,8	442,3	450,2	482,1	487,1	529,5	567,5	592,1	638,1	690,9	726,9	748,5	785,4	277,7
Cantabria	164	170,7	161,9	162,9	160,2	159,7	173,3	177,5	180,2	195	210,9	210,1	219,8	46,1
Castilla y León	851,5	830	814	783,5	797,1	803,8	808,8	845,4	882	911,8	922,5	938,6	941,5	87,1
CastillaL.Mancha	556,7	537,6	513,1	511,5	502,6	521,7	542,8	573,6	594,4	619,6	637,5	655,8	666,6	99,1
Com.Valenciana	1332,1	1286,7	1226,1	1246,5	1326,9	1354,9	1430,1	1501,8	1573,4	1695,5	1760,1	1772,3	1819,4	440,2
Extremadura	318,2	316,8	295,7	278,6	283,5	289,9	299	307,2	334,3	356,4	356,6	363,6	375,7	45,4
Galicia	1025,3	979,9	963	940	950,1	932,6	946,8	973,5	1000,8	1048	1070	1087,8	1104,8	62,5
Murcia	321,6	318,3	307,2	322,9	336,4	335,8	373,9	377,6	411,9	439,8	440,3	458,6	481,5	137

Fuente: INE, Encuesta de Población Activa, varios años.

**Porcentaje de variación del total de personas empleadas para el total de España y
por Comunidad Autónoma Objetivo 1, entre 1992 y 2002
(porcentaje)**

Comunidad	Tasa Media Variación												(1992-2002)
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
Total España	-3,1%	-3,3%	0,6%	2,5%	3,3%	3,4%	4,3%	5,7%	5,5%	3,1%	1,6%	3,0%	2,2%
Andalucía	-4,5%	-3,1%	0,7%	2,5%	6,7%	2,3%	5,7%	6,5%	5,9%	5,3%	1,9%	4,6%	2,7%
Asturias	-1,9%	-5,1%	-0,7%	1,5%	-1,3%	-2,2%	2,9%	3,2%	3,7%	3,4%	3,1%	5,1%	0,6%
Canarias	-6,1%	1,8%	7,1%	1,0%	8,7%	7,2%	4,3%	7,8%	8,3%	5,2%	3,0%	4,9%	4,4%
Cantabria	4,1%	-5,2%	0,6%	-1,7%	-0,3%	8,5%	2,4%	1,5%	8,2%	8,2%	-0,4%	4,6%	2,4%
Castilla y León	-2,5%	-1,9%	-3,7%	1,7%	0,8%	0,6%	4,5%	4,3%	3,4%	1,2%	1,7%	0,3%	0,9%
Castilla-L Mancha	-3,4%	-4,6%	-0,3%	-1,7%	3,8%	4,0%	5,7%	3,6%	4,2%	2,9%	2,9%	1,6%	1,6%
Com. Valenciana	-3,4%	-4,7%	1,7%	6,5%	2,1%	5,6%	5,0%	4,8%	7,8%	3,8%	0,7%	2,7%	2,7%
Extremadura	-0,4%	-6,7%	-5,8%	1,8%	2,3%	3,1%	2,7%	8,8%	6,6%	0,1%	2,0%	3,3%	1,3%
Galicia	-4,4%	-1,7%	-2,4%	1,1%	-1,8%	1,5%	2,8%	2,8%	4,7%	2,1%	1,7%	1,6%	0,6%
Murcia	-1,0%	-3,5%	5,1%	4,2%	-0,2%	11,3%	1,0%	9,1%	6,8%	0,1%	4,2%	5,0%	3,4%

Fuente: INE, Encuesta de población activa, varios años.

Total de nuevos empleos para el total de España y por Comunidad Autónoma
Objetivo 1. Creación de empleo entre 1992 y 2002. (volumen empleo creado
anualmente, en miles de personas)

Comunidad	Creación empleo (miles personas)											(1992-2002)
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
Total España	-398	-414	74,7	312	409,7	446,5	572,5	806	818	478,3	256,3	3362,2
Andalucía	-83,6	-56,3	11,9	43,8	120,2	44,1	111,8	134,1	128,8	124,2	46,7	625,7
Asturias	-6,8	-17,8	-2,2	4,9	-4,2	-7,2	9,2	10,7	12,6	12,2	11,2	22,6
Canarias	-28,5	7,9	31,9	5	42,4	38	24,6	46	52,8	36	21,6	277,7
Cantabria	6,7	-8,8	1	-2,7	-0,5	13,6	4,2	2,7	14,8	15,9	-0,8	46,1
Castilla y León	-21,5	-16	-30,5	13,6	6,7	5	36,6	36,6	29,8	10,7	16,1	87,1
C. Mancha	-19,1	-24,5	-1,6	-8,9	19,1	21,1	30,8	20,8	25,2	17,9	18,3	99,1
Com. Valenciana	-45,4	-60,6	20,4	80,4	28	75,2	71,7	71,6	122,1	64,6	12,2	440,2
Extremadura	-1,4	-21,1	-17,1	4,9	6,4	9,1	8,2	27,1	22,1	0,2	7	45,4
Galicia	-45,4	-16,9	-23	10,1	-17,5	14,2	26,7	27,3	47,2	22	17,8	62,5
Murcia	-3,3	-11,1	15,7	13,5	-0,6	38,1	3,7	34,3	27,9	0,5	18,3	137

Fuente: INE, Encuesta de Población Activa, varios años.

El Cuadro anterior muestra la creación neta de puestos de trabajo conseguida por Comunidad Autónoma en cada año en la serie entre 1992 y 2002. En la última columna se refleja el total de puestos de trabajo creado en cada Comunidad Autónoma Objetivo 1 y en el total de España en el período entre 1992 y 2002. En el apartado del análisis dinámico de nuestro trabajo, utilizaremos de nuevo estos datos para valorar la creación de empleo que es imputable a la actividad de Capital Riesgo, a partir de la muestra de empresas financiadas por Capital Riesgo con la que hemos trabajado.

Del cuadro anterior se deduce que las Comunidades Objetivo 1 han creado el 54,8% de los puestos totales creados en España en el período analizado.

5.2. Población y muestra seleccionada

El estudio realizado tomó como población inicial el total de las empresas receptoras de fondos de Capital Riesgo desde el año 1991 hasta el año 1999, tomadas de la base de datos que mantiene el Profesor José Martí Pellón. Todos los Cuadros y Gráficos que se presentan a partir de ahora en este Capítulo son de elaboración propia a partir de la explotación de la base de datos de José Martí Pellón de 2004.

El motivo de acotar el estudio hasta comprender las inversiones realizadas en el año 1999 y no continuar hasta los datos disponibles de 2003, es el de permitir que dichas inversiones maduren y se refleje su efecto en las cifras de actividad, ventas y empleo de la empresa financiada, utilizado en el estudio dinámico para valorar el impacto de la actividad de Capital Riesgo sobre el empleo en las Comunidades Autónomas estudiadas.

Recogemos en el Cuadro a continuación la población total que se va a incluir en el estudio, la población final (una vez realizado un primer proceso de depuración de datos que describimos más abajo) y la muestra seleccionada, con indicación del peso de la muestra sobre la población total.

**Relación, por Comunidad Autónoma, del total de empresas financiadas a través de Capital Riesgo, población inicial, final y muestra seleccionada, desde 1991 a 1999
(número de empresas)**

CC AA	TOTAL			
	Población Inicial	Población Final	Muestra	%
Andalucía	116	113	61	54%
Asturias	75	74	49	66%
Castilla y León	47	44	32	73%
Castilla-La Mancha	43	37	28	76%
Canarias	20	18	14	78%
Cantabria	27	24	18	75%
Extremadura	101	94	80	85%
Galicia	92	90	66	73%
Murcia	9	6	6	100%
Comunidad Valenciana	38	35	20	57%
TOTAL	568	535	374	70%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

La población total inicial recoge todas las operaciones de inversión de Capital Riesgo registradas en las Comunidades Autónomas Objetivo 1. La población final elimina las empresas que aparecen como duplicadas (por ejemplo, dos Entidades de Capital Riesgo participando en la misma empresa, que podríamos también definir como inversión sindicada) y las dedicadas a temas inmobiliarios o financieros por considerarse que dicha actividad no entra en las habituales de Capital Riesgo, según el alcance ofrecido por la legislación actual en España.

A partir de la población indicada, obtuvimos una muestra de empresas significativa, puesto que es del 70% del total de población final.

Recogemos a continuación en un Cuadro un detalle de las empresas seleccionadas en la muestra y su distribución por Comunidad Autónoma y año en que se produce la inversión de Capital Riesgo.

Relación, por Comunidad Autónoma, del total de empresas financiadas a través de Capital Riesgo, por año, desde 1991 a 1999 y que componen la muestra a estudiar (número de empresas)

Comunidad Autónoma	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	TOTAL
Andalucía	11	1	7	11	6	8	9	3	5	61
Asturias	2	3	2	6	6	6	7	9	8	49
Castilla León	3	2	1	3	1	4	6	7	5	32
Castilla La Mancha	3		1	5	1	2	4	4	8	28
Canarias		3		1	1		3		6	14
Cantabria	2	1			2	2	2	5	4	18
Extremadura	3	7	6	8	6	9	15	14	12	80
Galicia	5	1	9	3	9	11	12	9	7	66
Murcia		3				1		1	1	6
C. Valenciana	2	1		3	1	3	3	3	4	20
TOTAL	31	22	26	40	33	46	61	55	60	374

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Los Cuadros a continuación ofrecen un mayor detalle de la composición de la muestra, población inicial y final, por año de inversión de Capital Riesgo y Comunidad Autónoma.

Detalle, por Comunidad Autónoma, del total de empresas financiadas a través de Capital Riesgo, población inicial y final, desde 1991 a 1999(número de empresas)

	1991			1992			1993			1994			1995			1996			1997			1998			1999			TOTAL		
	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%	Inic.	Final	%
Andalucía	23	22	96%	10	10	100%	18	18	100%	15	14	93%	10	9	90%	14	14	100%	11	11	100%	6	6	100%	9	9	100%	116	113	97%
Murcia	0	0	na	3	3	100%	1	0	na	0	0	na	1	0	na	1	1	100%	1	0	na	1	1	na	1	1	100%	9	6	67%
Canarias	3	3	100%	3	2	67%	0	0	na	1	1	100%	1	1	100%	0	0	na	5	4	80%	0	0	na	7	7	100%	20	18	90%
Extremadura	8	8	100%	9	8	89%	6	6	100%	11	10	91%	7	6	86%	9	9	100%	20	17	85%	17	16	94%	14	14	100%	101	94	93%
Galicia	8	8	100%	5	5	100%	12	12	100%	6	6	100%	12	12	100%	13	13	100%	15	15	100%	10	10	100%	11	9	82%	92	90	98%
Asturias	7	7	100%	7	7	100%	9	9	100%	7	7	100%	7	7	100%	6	6	100%	9	9	100%	13	13	100%	10	9	90%	75	74	99%
Castilla y León	5	5	100%	3	3	100%	1	1	100%	4	3	75%	4	4	100%	5	5	100%	10	8	80%	8	8	100%	7	7	100%	47	44	94%
C.Valenciana	5	5	100%	3	1	33%	2	2	100%	4	4	100%	5	5	100%	4	4	100%	6	6	100%	4	4	100%	5	4	80%	38	35	92%
Cantabria	5	5	100%	3	3	100%	0	0	na	0	0	na	3	3	100%	3	2	67%	3	2	67%	6	5	83%	4	4	100%	27	24	89%
Castilla-Mancha	6	4	67%	0	0	na	4	4	100%	6	6	100%	1	1	100%	2	2	100%	7	4	57%	5	5	100%	12	11	92%	43	37	86%
TOTAL	70	67	96%	46	42	91%	53	52	100%	54	51	94%	51	48	94%	57	56	98%	87	76	87%	70	68	97%	80	75	94%	568	535	94%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Detalle, por Comunidad Autónoma, del total de empresas financiadas a través de Capital Riesgo, población final y muestra seleccionada, desde 1991 a 1999 (número de empresas)

	1991			1992			1993			1994			1995			1996			1997			1998			1999			TOTAL		
	Pobl.	Muest.	%	Pobl.	Muest.	%																								
Andalucía	22	11	50%	10	1	10%	18	7	39%	14	11	79%	9	6	67%	14	8	57%	11	9	82%	6	3	50%	9	5	56%	113	61	54%
Murcia	0	0	na	3	3	100%	0	0	na	0	0	na	0	0	na	1	1	100%	0	0	na	1	1	na	1	1	100%	6	6	100%
Canarias	3	1	33%	2	2	100%	0	0	na	1	1	100%	1	1	100%	0	0	na	4	3	75%	0	0	na	7	6	86%	18	14	78%
Extremadura	8	3	38%	8	7	88%	6	6	100%	10	8	80%	6	6	100%	9	9	100%	17	15	88%	16	14	88%	14	12	86%	94	80	85%
Galicia	8	5	63%	5	1	20%	12	9	75%	6	3	50%	12	9	75%	13	11	85%	15	12	80%	10	9	90%	9	7	78%	90	66	73%
Asturias	7	2	29%	7	3	43%	9	2	22%	7	6	86%	7	6	86%	6	6	100%	9	7	78%	13	9	69%	9	8	89%	74	49	66%
Castilla León	5	3	60%	3	2	67%	1	1	100%	3	3	100%	4	1	25%	5	4	80%	8	6	75%	8	7	88%	7	5	71%	44	32	73%
C. Valenciana	5	2	40%	1	1	100%	2	0	0%	4	3	75%	5	1	20%	4	3	75%	6	3	50%	4	3	75%	4	4	100%	35	20	57%
Cantabria	5	2	40%	3	1	33%	0	0	na	0	0	na	3	2	67%	2	2	100%	2	2	100%	5	5	100%	4	4	100%	24	18	75%
Castilla-Mancha	4	3	75%	0	0	na	4	1	25%	6	5	83%	1	1	100%	2	2	100%	4	4	100%	5	4	80%	11	8	73%	37	28	76%
TOTAL	67	32	48%	42	21	50%	52	26	50%	51	40	78%	48	33	69%	56	46	82%	76	61	80%	68	55	81%	75	60	80%	535	374	70%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como resumen, sobre la población y la muestra utilizada en nuestro estudio, podemos decir que el número de empresas que compone la población es relativamente estable durante todo el período de análisis (1991-1999), oscilando entre las 76 empresas que recibieron Capital Riesgo en estas Comunidades en 1997 y las 42 de 1992.

En cuanto a la muestra seleccionada, hay un claro sesgo hacia las operaciones más recientes. La muestra supone solo un 48% de la población en 1991, pero va ascendiendo hasta niveles en torno al 80% a partir de 1994. Esto se debe a la dificultad de conseguir información cuanto más tiempo haya pasado desde la operación.

Por Comunidades, destaca que Murcia solo registra 6 empresas, en todo ese período, que hayan recibido financiación vía Capital Riesgo y el 100% ha sido incorporado en la muestra.

Como vemos, la muestra se compone de forma más numerosa de empresas procedentes de las Comunidades Autónomas de Extremadura, Galicia y Andalucía, en las que cubrimos, respectivamente, un 85%,73% y 54% de la población final a analizar.

Andalucía es la Comunidad de la que incluimos más operaciones en la muestra, pero sin embargo, es de la Comunidad con la que cubrimos un menor porcentaje de la población con la muestra.

5.3. Metodología

Como ya hemos detallado en el epígrafe anterior, sobre una población de 568 empresas receptoras de financiación vía Capital Riesgo, como población inicial, se limitó luego dicha población a 535 empresas como población final, de entre las se identificó una muestra de 374, que representa aproximadamente un 70% de dicha población final. La población de 568 empresas se refiere a empresas en que se realiza la inversión por vez primera, no se tienen en cuenta empresas en que se amplían inversiones ya realizadas anteriormente.

Sobre dicha muestra de empresas que recibieron una inversión de Capital Riesgo entre 1991 y 1999, se realizó un estudio a nivel estático y dinámico.

Los datos de las operaciones de Capital Riesgo proceden de la base de datos que mantiene desde 1991 el profesor José Martí Pellón, el cual suscribió un acuerdo de colaboración con Fundación EOI, pero que incorporaba la limitación de que las empresas financiadas no serían identificadas individualmente por motivos de confidencialidad, por lo que se ha trabajado con una base de datos que incorporaba códigos en lugar del nombre de la empresas así como con datos agregados del conjunto de la muestra, que se agrupan y clasifican según interesa en cada análisis.

Los datos contenidos en la muestra fueron analizados aplicando distintas técnicas estadísticas y aplicando distintos criterios de estratificación, cuyos resultados se incluyen en dos bloques. En el epígrafe 5.4. se recoge el análisis estadístico estático y en el epígrafe 5.5. el análisis estadístico dinámico, considerando los efectos derivados de la entrada de la empresa de Capital Riesgo sobre los datos de empleo de las empresas financiadas.

5.3.1. Ámbito geográfico

El ámbito de la investigación se centra en las 10 Comunidades Autónomas reconocidas como Objetivo 1 a los efectos de las aportaciones de Fondos por la Unión Europea. El ámbito contempla empresa financiadas con Capital Riesgo en dichas Comunidades, no se refiere al origen de los fondos sino a su empleo en una operación de financiación.

Estas Comunidades son las de Galicia, Principado de Asturias, Cantabria, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Extremadura, Andalucía, Comunidad Valenciana, Murcia y Canarias.

5.3.2. Período de análisis

El análisis se desarrolla desde 1991 a 2003, aunque se toman las operaciones de inversión en Capital Riesgo realizadas entre 1991 y 1999, para permitir revisar el impacto de las mismas sobre las variables analizadas en el estudio en las cuentas de pérdidas y ganancias y demás información financiera de las empresas que recibieron financiación vía Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1, entre 1991 y 1999.

El límite inferior, 1991, se debe a que es el primer año para el que se cuenta con datos organizados de las operaciones de Capital Riesgo, a partir de la base creada por el

Profesor Martí Pellón. Hay que tener en cuenta, por otro lado, que la actividad de Capital Riesgo, entendida como una actividad reconocida y regulada, es relativamente reciente. La Ley española que regula la actividad de Capital Riesgo se produjo en el año 1999, es decir, en fecha muy reciente.

El límite superior, 1999, se debe, como comentábamos más arriba, a que al tratar de determinar el impacto en determinadas variables de las empresas de la muestra, de la inversión en Capital Riesgo, en el análisis dinámico, se hace preciso dejar un espacio temporal desde que la inversión se produce hasta que sus consecuencias o impacto pueden ser observables en las variables seleccionadas, como empleo o cifra de ventas.

5.3.3. Variable de impacto a analizar

La variable que se ha definido para valorar el impacto de las inversiones de Capital Riesgo sobre las economías y las empresas de las Comunidades Autónomas objeto del estudio ha sido el empleo, por su pertinencia a los objetivos globales de investigación marcados y su efecto en la Sociedad.

5.3.4. Base de comparación

A los efectos de valorar los resultados obtenidos, se ha tomado como medio de comparación, en lo relativo al empleo, las cifras medias de cada Comunidad Autónoma, con lo que compararemos el crecimiento del empleo en las empresas de la muestra analizada, empresas financiadas con Capital Riesgo, con las cifras de variación del empleo en la Comunidad autónoma en general, lo que incluye todas las empresas que trabajan en esa Comunidad y demás Organismos contratantes.

5.4. Análisis estadístico estático

En esta parte del análisis realizado revisamos las características más relevantes de la muestra seleccionada, en lo relativo o que afecta a Capital Riesgo, en el momento en que se produce la entrada del inversor de Capital Riesgo.

Las características que se analizaron en la muestra son:

5.4.1. Aspectos referentes al inversor de Capital Riesgo

- Tamaño del inversor.
- Carácter de los fondos: público o privado.
- Forma Societaria de la Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.
- Localización del inversor.

5.4.2. Aspectos referentes a la operación de Capital Riesgo

- Tamaño de la inversión.
- Estructura de la operación: Capital Riesgo o *Buy out*.

5.4.3. Aspectos referentes a la empresa financiada

En este bloque analizamos varias subdivisiones, que indicamos a continuación.

A. Referentes al número de empleados

- Estratificación empresas por número empleados iniciales (en el momento de comienzo de la operación de Capital Riesgo)
- Relación entre número de empleados iniciales y tamaño del inversor.
- Relación entre número de empleados iniciales y procedencia de los Fondos (inversor público o privado)
- Relación entre número de empleados iniciales y Tipo de Sociedad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.
- Empleados iniciales e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje de empresas, miles de euros y medidas de dispersión.
- Relación entre número de empleados iniciales y estructura de la operación: Venture Capital o *Buy-Out*.
- Relación entre número de empleados iniciales y sector industrial.

B. Referentes a la fase de la empresa financiada

- Distribución por fase de la empresa.
- Relación entre fase de la empresa y tamaño del inversor.
- Relación entre fase de la empresa y procedencia de los fondos.

- Relación entre fase de la empresa y tipo de sociedad.
- Relación entre fase de la empresa e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje de empresas, miles de euros y medidas de dispersión.
- Relación entre fase de la empresa y tipo de operación.

C. Referentes al sector industrial de la empresa financiada

- Distribución por sector industrial.
- Relación entre sector industrial y tamaño del inversor.
- Relación entre sector industrial y procedencia de los fondos.
- Relación entre sector industrial y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.
- Relación entre sector industrial y estructura de la operación (Capital Riesgo o *Buy Out*)
- Relación entre sector industrial e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje del número de empresas y estadísticos sobre la inversión en euros.

D. Referentes a la Comunidad Autónoma en que se ubica la empresa financiada

- Distribución de la muestra de empresas por Comunidad Autónoma.
- Relación entre Comunidad Autónoma y tamaño del inversor.
- Relación entre Comunidad Autónoma y procedencia de los Fondos (públicos o privados)
- Relación entre Comunidad Autónoma y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.
- Relación entre Comunidad Autónoma y estructura de la operación (Capital Riesgo o *Buy Out*)
- Relación entre Comunidad Autónoma e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje del número de empresas, inversión en euros y estadísticos sobre la inversión en euros.

A los efectos del análisis estático aquí desarrollado, debemos explicar algunas características que se emplean para estratificar la muestra.

a) Tamaño del inversor. Los clasificamos en:

- Grande: si tienen más de 60 millones de euros para invertir.
- Mediano: entre 60 y 12 millones de euros para invertir.
- Pequeño: menos de 12 millones de euros para invertir.

b) Carácter de los fondos con los que se financian las Entidades de Capital Riesgo

Distinguimos entre:

- Entidades con Fondos Públicos, que son las financiadas mayoritariamente por capitales provenientes de Instituciones Públicas, tanto dependientes del Gobierno central como de los entes autonómicos, provinciales o municipales.
- Entidades con Fondos Privados, que son las financiadas mayoritariamente por fondos que provienen de la iniciativa privada o empresarial.

c) Tipo de Entidad de Capital Riesgo. Distinguimos entre:

- Sociedad de Capital Riesgo.
- Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo.

La distinción entre los dos tipos de Entidades queda recogida en la Ley 1/1999 de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras.

Se define en la misma a las Sociedades de Capital Riesgo como sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en 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.

Las Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital Riesgo y de activos de Sociedades de Capital Riesgo. Por lo tanto, estas segundas son Entidades que gestionan una inversión de carácter colectivo, que se organiza a través de Fondos de Inversión en activos propios del negocio de Capital Riesgo.

d) Fase de desarrollo de la empresa de Capital Riesgo. Distinguimos entre:

- Inicial: incluye empresas en fase semilla, arranque y otras fases iniciales.
- Expansión: incluye empresas en expansión, transición y sustitución.
- Madurez: incluye empresas en las fases no citadas, sobre todo MBO, MBI y reorientación de su actividad.

- e) Sectores industriales incluidos en cada epígrafe, en cada desglose de industria, según clasificación CNAE 93.

Partiendo de los códigos primarios de dicha clasificación, se fueron agrupando hasta conseguir 5 grupos que engloban todas las actividades anteriores. Los 5 grupos finales son: materias primas, industria, tecnología, servicios y comercio.

- f) Estructura de la operación: *Venture capital* y *Buy out*

Venture Capital: Cuando hay una entrada en el capital de la empresa mediante una ampliación de capital.

Buy out: Cuando hay cambios en el accionariado mediante la recompra de acciones existentes y, en ocasiones, mediante una ampliación de capital.

5.4.4. Aspectos referentes al inversor

- Tamaño del inversor.
- Carácter de los fondos: público o privado.
- Forma Societaria de la Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.
- Localización del inversor.

A continuación recogemos el Cuadro que explica estas características en la muestra analizada.

Análisis Estático. Características de la muestra referentes al inversor para el total de las Comunidades Autónomas Objetivo 1, entre 1991 y 1999

CARACTERÍSTICA	VARIABLE	Muestra	
		Núm. Empresas	% total
Tamaño del inversor	Grande	60	16,0
	Mediano	152	40,6
	Pequeño	162	43,3
	Total	374	100,0
Carácter fondos	Público	271	72,5
	Privado	103	27,5
	Total	374	100,0
Forma societaria	Soc. Capital Riesgo	288	77,0
	Soc. Gestora de Fondos	86	23,0
	Total	374	100,0
Localización del inversor	Cataluña	2	0,5
	Madrid	49	13,1
	Andalucía	50	13,4
	Asturias	48	12,8
	Castilla y León	29	7,8
	Castilla La Mancha	23	6,1
	Canarias	14	3,7
	Cantabria	15	4,0
	Extremadura	79	21,1
	Galicia	63	16,8
	C. Valenciana	2	0,5
	Total	374	100,0

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos ver a partir del Cuadro anterior, las empresas de la muestra analizada reciben los fondos principalmente de inversores de tamaño mediano y pequeño, en proporciones muy similares. Los fondos los reciben de forma muy significativa a partir de inversores públicos, en un 72,5% y mayoritariamente también de Sociedades de Capital Riesgo más que de Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo.

Por otro lado, las Comunidades más inversoras en las Comunidades Objetivo 1, en cuanto a número de empresas en que participan, son las de Extremadura (muy destacada) seguida por Galicia, Andalucía, Madrid y Asturias. Por tanto, excepto por las inversiones realizadas por inversores localizados en Madrid, se produce un fenómeno de concentración de las inversiones del área Objetivo 1 dentro del mismo área.

5.4.5. Aspectos referentes a la operación de Capital Riesgo

Respecto a las características de la operación de inversión, dentro del análisis estadístico estático, hemos analizado las siguientes:

- Tamaño de la inversión.
- Estructura de la operación: Capital Riesgo o Buy out.

Análisis Estático. Características de la muestra referentes a la operación para el total de las Comunidades Autónomas Objetivo 1, entre 1991 y 1999

CARACTERÍSTICA	VARIABLE	Muestra	
		Núm. Empr.	% total
Inversión total (real base 01)			
(en millones euros)			
	Hasta 0,12 Mill.	64	17,1
	+0,12 a 0,3 Mill.	73	19,5
	+0,3 a 0,6 Mill.	68	18,2
	+0,6 a 1,2 Mill.	73	19,5
	+1,2 Mill. a 3 Mill.	52	13,9
	+3 Mill. a 10 Mill.	21	5,6
	Más 10 Mill.	23	6,1
	Total	374	100,0
Estructura operación			
	Capital Riesgo	347	92,8
	Buy-out	27	7,2
	Total	374	100,0

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

El análisis realizado muestra una concentración en operaciones de carácter pequeño en cuanto a volumen invertido, con un 74,3% de las operaciones inferiores a 1,2 millones de euros. El reparto del número de operaciones entre los distintos tramos hasta 1,2 millones de euros de inversión, es bastante homogéneo.

Por otro lado, la estructura de la operación es mayoritariamente, de forma contundente, de Capital Riesgo.

5.4.6. Aspectos referentes a la empresa financiada

En este bloque analizamos varias subdivisiones, que indicamos a continuación, en cuanto a las características de la muestra estudiadas en el análisis estático.

A. Referentes al número de empleados

- Estratificación empresas por número de empleados iniciales (en el momento de producirse la operación de Capital Riesgo)
- Relación entre número de empleados iniciales y tamaño del inversor.
- Relación entre número de empleados iniciales y procedencia de los Fondos.
- (inversor público o privado)
- Relación entre número de empleados iniciales y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.
- Empleados iniciales e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje de empresas, miles de euros y medidas de dispersión.
- Relación entre número de empleados iniciales y estructura de la operación: Capital Riesgo o *Buy-Out*.
- Relación entre número de empleados iniciales y sector industrial.

En el estudio estático de la muestra, debemos destacar que 11 empresas no reflejaban datos de empleo.

Se entienden, a los efectos de este estudio, como empleados iniciales aquellos que había en la empresa en el momento de la entrada del inversor.

Las empresas se han clasificado en 6 grupos o divisiones, según el número de empleados, por considerarse que esta distribución permitiría mejores conclusiones, dado los obtenidos en un estudio similar anterior centrado en las Comunidades de Madrid, Cataluña y País Vasco, mencionado anteriormente, que es la Tesis Doctoral de M^a Luisa Alemany Gil.

Detalle del número de empleados en el momento inicial de la operación de Capital Riesgo, y distribución en el total de la muestra (número y porcentaje)

Empleados	1991-1999		
	Iniciales	Empresas	% total
0 a 10	176	47,1	
11 a 50	105	28,1	
51 a 100	39	10,4	
101 a 250	24	6,4	
251 a 500	13	3,5	
Más 500	6	1,6	
No disponible	11	2,9	
TOTAL	374	100,0	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Estamos por tanto ante una muestra que, en el momento de recibir la inversión de Capital Riesgo, está compuesta mayoritariamente por empresas con pocos empleados, con un 75,2% de empresas con menos de 50 empleados y un 47,1% de menos de 10 empleados.

Analizamos a continuación más en detalle la situación inicial de las empresas de la muestra, en lo relativo al empleo.

Indicadores estadísticos para número de empleados iniciales de la muestra

Estadísticos	Media	Desv. Típica	Mediana	Mínimo	Máximo	Núm. Empresas
0 a 10	3	3	2	0	10	176
11 a 50	28	12	24	11	50	105
51 a 100	72	16	71	51	100	39
101 a 250	159	39	160	104	225	24
251 a 500	296	43	292	253	386	13
Más 500	890	588	613	502	2.000	6
TOTAL	53	145	12	0	2.000	363

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

En este Cuadro se refleja ya la inexistencia de datos para 11 de las empresas de la muestra.

Vemos que la media de número de empleados de las empresas que han recibido fondos de Capital Riesgo es de 53 empleados, en el momento inicial de la inversión, pero la mediana es de 12, como valor central, lo que indica que trabajamos con una muestra de empresas de muy reducida envergadura en el momento de la inversión inicial.

La dispersión es importante, ya que la desviación típica es de 145 sobre una media de 53, lo que explicaría la diferencia entre media y mediana.

Relación entre número de empleados iniciales y tamaño del inversor (número)

Empleados Iniciales	Tamaño del Inversor			Total
	Grande	Mediano	Pequeño	
0 a 10	21	74	81	176
11 a 50	12	38	55	105
51 a 100	9	19	11	39
101 a 250	8	10	6	24
251 a 500	4	7	2	13
Más 500	4	2		6
TOTAL	58	150	155	363
%	16%	41%	43%	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Los resultados del Cuadro anterior muestran una esperable correlación entre tamaño de la empresa (en términos de número de empleados) y tamaño de la empresa de Capital Riesgo inversora. Los inversores grandes y medianos son los únicos que han invertido en empresas de más de 500 empleados. A nivel general, como ya habíamos analizado anteriormente, en la muestra analizada hay una mayor proporción, aunque muy igualada, de inversores pequeños y medianos, con un 41% de inversiones realizadas por inversores medianos y un 43% por inversores pequeños.

Relación entre número de empleados iniciales y procedencia de los fondos: inversor público o privado (número)

Empleados Iniciales	Procedencia de fondos		Total
	Público	Privado	
0 a 10	138	38	176
11 a 50	83	22	105
51 a 100	29	10	39
101 a 250	11	13	24
251 a 500	4	9	13
Más 500	0	6	6
TOTAL	265	98	363
%	73%	27%	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro anterior deducimos el mayor número de inversiones de carácter público en las empresas con menor número de empleados. En todo caso, la aportación de inversores Públicos, como ya se comentó antes, es muy superior en general en estas Comunidades Autónomas.

La proporción que supone la inversión pública en empresas de 0 a 10 empleados es del 78,4% frente al 21,6% de las inversiones privadas. En empresas de 11 a 50 empleados, estas proporciones son del 79% y 21%. En el siguiente escalón (51 a 100 empleados) ya las diferencias son algo inferiores, representando la inversión pública un 74,4% y la privada un 25,6%. En un análisis vertical, el 83% de las inversiones públicas se realizaron en empresas de menos de 50 empleados, pero un 52% de ellas fueron para empresas con menos de 10 empleados.

No obstante, vemos que en las inversiones en empresas de mayor envergadura, el reparto se invierte, e incluso las operaciones en empresas de más de 500 empleados se realizan exclusivamente por parte de inversores privados.

**Relación entre número de empleados iniciales y Tipo de Entidad de Capital Riesgo:
Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo (número
de empresas)**

Empleados Iniciales	Tipo Entidad CR		Total
	SCR	S. Gestora	
0 a 10	150	26	176
11 a 50	83	22	105
51 a 100	24	15	39
101 a 250	13	11	24
251 a 500	5	8	13
Más 500	3	3	6
TOTAL	278	85	363
%	77%	23%	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro anterior deducimos que las Sociedades de Capital Riesgo participan de forma mucho más mayoritaria en las operaciones en empresas pequeñas, a nivel de porcentaje sobre el total de operaciones en el mismo tramo.

En el tramo inferior, entre 0 y 10 empleados, que por otro lado es el más frecuente, un 85,2% de las operaciones se realizan por parte de SCR y solo un 14,8% por parte de Sociedades Gestoras de Fondos.

Sin embargo, a medida que avanzamos en los tramos de número de empleados, esas proporciones empiezan a acercarse. En empresas de más de 100 empleados las proporciones están ya cercanas al 50% entre ambos tipos de Entidades. Esto es indicador de que en las empresas con mayor número de empleados, en las que menos operaciones en número se realizan, la proporción entre los dos tipos de operadores es mucho más homogénea.

Empleados iniciales e importe de la inversión total real, base 2001, en número de empresas, sobre el total de la muestra (número de empleados, inversión estratificada en miles de euros)

Empleados Iniciales	Hasta 120 mil	+120 a 300 mil	+300 a 600 mil	+600K a 1,2 millones	+1,2 mill. a 3 mill.	+3 mill. a 10 mill.	Más 10 millones	Total
0 a 10	46	41	34	30	17	4	4	176
11 a 50	12	27	22	22	16	3	3	105
51 a 100	0	3	8	10	11	6	1	39
101 a 250	0	1	1	7	5	2	8	24
251 a 500	0	1	0	3	1	4	4	13
Más 500	0	0	1	0	0	2	3	6
TOTAL	58	73	66	72	50	21	23	363
%	16%	20%	18%	20%	14%	6%	6%	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

El Cuadro anterior pretende establecer la relación entre tamaño de la operación de inversión y el tamaño de la empresa medido en número de empleados con que contaba al iniciarse la operación de Capital Riesgo. Observamos cómo las operaciones de mayor envergadura, de más de 3 millones de euros de inversión, están vinculadas en exclusiva a las empresas con mayor número de empleados y, por tanto, supuestamente de mayor tamaño.

Por el contrario, las empresas con menos empleados concentran la mayoría de las inversiones de menor importe.

El Cuadro anterior muestra la correlación entre tamaño de la operación de inversión y tamaño de la empresa receptora de los fondos. A menor empresa en términos de número de empleados, menor importe de las inversiones que recibe. Igualmente, las empresas mayores (con mayor número de empleados) son las que reciben las inversiones mayores en términos de volumen de la operación.

Empleados iniciales e inversión total real, base 2001, en miles de euros y medidas de dispersión (número de empresas y miles de euros)

Empleados		Inversión total en la empresa				
Iniciales	Media	Desviación Típica	Mediana	Mínimo	Máximo	Núm. Empresas
0 a 10	896	2.183	308	1	17.804	176
11 a 50	1.105	2.441	498	2	18.778	105
51 a 100	2.028	2.366	1.054	131	11.462	39
101 a 250	7.020	9.743	2.066	128	39.964	24
251 a 500	6.269	5.258	4.780	230	14.779	13
Más 500	13.595	17.392	8.497	527	47.867	6
TOTAL	1.886	4.593	510	1	47.867	363

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

El Cuadro más arriba muestra que la media del importe de la inversión es de 1.886.000 euros, con la estratificación por importes que recoge en función del número de empleados. La operación mayor es de 47,9 millones de euros y la menor es de 1,000 euros. Esta última operación, que puede llamar la atención por su mínimo importe, se debe sin embargo a un tipo de caso propio del sector de Capital Riesgo: la Entidad de Capital Riesgo hace una aportación muy reducida en el momento de constitución de la sociedad de, en este caso, 1000 euros, y, sin embargo, la operación no sigue posteriormente adelante y ya no hay aportaciones posteriores.

La mediana es de 510.000 euros, como valor central de la inversión en la muestra.

Relación entre número de empleados iniciales y estructura de la operación: Capital Riesgo o Buy-Out (número)

Empleados Iniciales	Capital		
	Riesgo	Buy-out	Total
0 a 10	172	4	176
11 a 50	101	4	105
51 a 100	32	7	39
101 a 250	19	5	24
251 a 500	11	2	13
Más 500	2	4	6
TOTAL	337	26	363
%	93%	7%	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

El Cuadro muestra cómo las operaciones de Buy Out se reparten de forma bastante homogénea por todos los estratos de clasificación de las empresas en función del número de empleados. No obstante, la proporción que suponen respecto a las operaciones de Capital Riesgo que podríamos llamar convencionales, es mucho mayor en empresas que cuentan con muchos empleados.

Relación entre número de empleados iniciales y sector industrial (número de empresas y porcentaje)

Empleados Iniciales	Materias Primas	Sector Industrial				Total
		Industria	Tecnología	Servicios	Comercio	
0 a 10	6	89	10	54	17	176
11 a 50	8	56	8	24	9	105
51 a 100	1	30	1	4	3	39
101 a 250	1	16	0	5	2	24
251 a 500	0	10	0	2	1	13
Más 500	0	3	0	3	0	6
TOTAL	16	204	19	92	32	363
%	4%	56%	5%	25%	9%	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

A través del Cuadro observamos que el sector industrial acapara la mayoría de las inversiones de Capital Riesgo con un 56% frente a un 25% del sector servicios, seguidos por un 9% del sector de Comercio, un 5% de Tecnología y un 4% de materias primas.

En cuanto a la distribución por tamaño de la empresa, en términos de número de empleados, observamos que en las empresas menores de 10 empleados, la distribución es 3,4% dedicado a materias primas, 50,5% dedicado la industria, 5,7% dedicado a la tecnología, 30,6% dedicado a los servicios y un 9,6% dedicado al Comercio.

En el siguiente rango, entre 11 y 50 empleados, los resultados serían 7,6% en materias primas; 53,3% en industria; 7,6% en Tecnología; 22,8% en Servicios y 8,6% en Comercio.

En las empresas mayores, de más de 500 empleados, la distribución estaría mucho más concentrada en la industria y los servicios, pero el número de empresas de la muestra en ese rango es muy pequeño para sacar excesivas conclusiones.

B. Referentes a la fase de la empresa financiada

- Distribución por fase de la empresa.
- Relación entre fase de la empresa y tamaño del inversor.
- Relación entre fase de la empresa y procedencia de los fondos.
- Relación entre fase de la empresa y tipo de Entidad de Capital Riesgo.
- Relación entre fase de la empresa e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje de empresas, miles de euros y medidas de dispersión.
- Relación entre fase de la empresa y tipo de operación.

Distribución por fase de desarrollo de la empresa financiada, entre 1991 y 1999, del total de la muestra (número y porcentaje)

Fase Empresa	Empresas	%
Inicial	185	49,5
Expansión	162	43,3
Madurez	27	7,2
TOTAL	374	100,0

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos ver en el Cuadro, un 49,5% de las empresas de la muestra en las que se invirtió en una operación de Capital Riesgo estaban en una fase inicial de desarrollo y un 43,3% de las mismas en una fase de expansión, frente a un 7,2% de empresas que se encontraban en una etapa de madurez. Estos análisis indican la correlación entre Capital Riesgo y empresas más incipientes en las Comunidades Autónomas Objetivo 1.

Relación entre fase de la empresa y tamaño del inversor (número de empresas y porcentaje)

Fase Empresa	Tamaño del Inversor			Total
	Grande	Mediano	Pequeño	
Inicial	11	74	100	185
Expansión	33	72	57	162
Madurez	16	6	5	27
TOTAL	60	152	162	374
%	16%	41%	43%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

A través del Cuadro observamos que la diagonal muestra los cruces más habituales. Para las empresas en fase inicial es más frecuente la inversión por parte de operadores pequeños, para las empresas en fase de expansión las de operadores medianos y para las empresas en fase de madurez los inversores de mayor tamaño.

Relación entre fase de la empresa y procedencia de los fondos
(número de empresas y porcentaje)

Fase Empresa	Tipo de Fondos		
	Público	Privado	Total
Inicial	147	38	185
Expansión	117	45	162
Madurez	7	20	27
TOTAL	271	103	374
%	72%	28%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Observamos cómo en las empresas de la muestra predomina la inversión de carácter público sobre la privada, en un porcentaje muy importante. Y suponen respectivamente, en las empresas en fase inicial, un 79,4% de las empresas en fase inicial financiadas con fondos de origen público y un 20,6% financiadas con fondos de origen privado. En las empresas en expansión, los porcentajes son 72,2% de inversión pública y 27,3% de inversión privada. Y en las empresas maduras, los porcentajes son 26% de fondos de origen público frente a un 74% de fondos de origen privado. Por tanto podemos concluir que los fondos públicos parecen dedicarse sobre todo a la financiación de los proyectos menos consolidados, de empresas menos desarrolladas.

Relación entre fase de la empresa y tipo de Entidad de Capital Riesgo (número de empresas y porcentaje)

Fase Empresa	Tipo Societario		Total
	SCR	S. Gestora	
Inicial	159	26	185
Expansión	120	42	162
Madurez	9	18	27
TOTAL	288	86	374
%	77%	23%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro podemos concluir, como ya hemos comentado anteriormente, el peso mayoritario de las Sociedades de Capital Riesgo en la financiación de las empresas de la muestra, frente a los Fondos de Capital Riesgo gestionados por las Sociedades Gestoras de Capital Riesgo, suponiendo las SCR el 77% del total de las operaciones efectuadas.

Podemos comprobar que las SCR financian en un 55,3% a las empresas en fase inicial, en un 41,6% a empresas en expansión y solo en un 3,1% a las empresas en fase de madurez. Frente a esto, las Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo financian empresas en fase inicial en un 30,2% de su actividad, a empresas en expansión en un 48,8% y un 21,9% de sus inversiones las enfocan a empresas en fase de madurez. La muestra, por tanto, señala una mayor orientación de los Fondos hacia inversiones en empresas maduras, como porcentaje del número de empresas en que invierten, que las Sociedades de Capital Riesgo.

***Relación entre fase de la empresa e inversión total real, base 2001,
en número de empresas***

Fase Empresa	Hasta 120 mil	+120 a 300 mil	+300 a 600 mil	+600K a 1,2 millones	+1,2 mill a 3 mill	+3 mill a 10 mill	Más 10 millones	Total
Inicial	45	40	39	34	22	1	4	185
Expansión	18	30	27	37	25	13	12	162
Madurez	1	3	2	2	5	7	7	27
TOTAL	64	73	68	73	52	21	23	374
%	17%	20%	18%	20%	14%	6%	6%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

En el Cuadro anterior observamos cómo las empresas en fase inicial concentran las operaciones de menor cuantía, las empresas en expansión tienen una distribución más homogénea en todos los estratos de importe de inversión y las empresas en fase de madurez reciben, en un porcentaje mayor, las inversiones de mayor valor.

Por otro lado, observamos la distribución del número de empresas por los distintos estratos en cuanto a tamaño de la operación. En los primeros estadios, observamos una distribución bastante homogénea con entre un 14 y un 20% de las operaciones concentradas en cada estrato. Las operaciones de mayor cuantía, sin embargo, son menos numerosas.

**Relación entre fase de la empresa e inversión total real, base 2001,
en porcentaje de empresas (porcentaje y número de empresas)**

Fase empresa	Hasta 120 mil	+120 a 300 mil	+300 a 600 mil	+600K a 1,2 millones	+1,2 mill a 3 mill	+3 mill a 10 mill	Más 10 millones	Total
Inicial	24,3	21,6	21,1	18,4	11,9	0,5	2,2	100
Expansión	11,1	18,5	16,7	22,8	15,4	8,0	7,4	100
Madurez	3,7	11,1	7,4	7,4	18,5	25,9	25,9	100
TOTAL	17,1	19,5	18,2	19,5	13,9	5,6	6,1	100
<i>Nº Empresas.</i>	64	73	68	73	52	21	23	374

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Observamos en el Cuadro anterior los porcentajes sobre el total de empresas en cada fase que reciben financiación en los distintos tramos de importe de dichas operaciones de financiación. Se puede ver, de forma clara, cómo en las empresas en fase inicial las operaciones se concentran, en más de un 67%, en los tramos inferiores de operación. Las empresas en expansión tienen una distribución más uniforme, siendo las más frecuentes las situadas entre 600.000 y 1,2 millones de euros. Las empresas en fase de madurez se benefician, sobre todo, de las operaciones de más de 3 millones de euros.

**Relación entre fase de la empresa e inversión total real, base 2001,
(en miles de euros invertidos y medidas estadísticas)**

Fase Empresa	Media	Desviación Típica	Mediana	Mínimo	Máximo	Número Empresas
Inicial	931	2.776	319	1	29.176	185
Expansión	1.959	3.369	649	0	17.804	162
Madurez	7.463	11.451	3.265	92	47.867	27
TOTAL	1.848	4.533	498	0	47.867	374

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Observamos, en el Cuadro anterior, los principales indicadores estadísticos relativos a las operaciones realizadas, por cada fase de desarrollo de las empresas de la muestra. Se observa una relación, aparentemente lógica, entre fase de la empresa y tamaño medio de la inversión. Las empresas más desarrolladas precisan de inversiones mayores, y tanto la media como la mediana así lo reflejan.

Relación entre fase de la empresa y tipo de operación (número de empresas)

Fase Empresa	Capital Riesgo	Buy-out	Total
Inicial	185	0	185
Expansión	162	0	162
Madurez	0	27	27
TOTAL	347	27	374
%	93%	7%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos observar en el Cuadro anterior, las operaciones realizadas en empresas en fase de madurez se enfocan exclusivamente a operaciones con la estructura de *Buy-out*, mientras que las de la etapa inicial y de expansión se centran en la estructura de operación más tradicional de Capital Riesgo.

C. Referentes al sector industrial de la empresa financiada

- Distribución por sector industrial.
- Relación entre sector industrial y tamaño del inversor.
- Relación entre sector industrial y procedencia de los fondos.
- Relación entre sector industrial y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.
- Relación entre sector industrial y tipo de operación (Capital Riesgo o *Buy Out*).
- Relación entre sector industrial e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje del número de empresas y estadísticos sobre la inversión en euros.

A los efectos de los análisis aquí efectuados, los datos sobre los sectores de actividad de las empresas de la muestra se obtuvieron del código CNAE 93. Las categorías se agruparon hasta obtener una estratificación de 5 sectores.

A continuación recogemos los resultados de los análisis efectuados.

Distribución por sector industrial (número y porcentaje empresas)

Sector Industrial	1991-1999	
	Empresas	%
Materias primas	17	4,5
Industria	208	55,6
Tecnología	20	5,3
Servicios	94	25,1
Comercio	35	9,4
TOTAL	374	100

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Observamos la concentración de operaciones, con más de un 55% en el sector industrial, seguido a bastante distancia por el sector servicios con un 25,1%.

Relación entre sector industrial y tamaño del inversor (número de empresas)

Sector	Tamaño del Inversor			Total	
	Industrial	Grande	Mediano		Pequeño
Materias primas		3	5	9	17
Industria		39	83	86	208
Tecnología (a)		3	8	9	20
Servicios		9	42	43	94
Comercio		6	14	15	35
TOTAL		60	152	162	374
%		16%	41%	43%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

A través del Cuadro anterior observamos la gran concentración de los inversores de mayor tamaño en empresas del sector industrial, con 39 de las 60 empresas en las que invirtieron los operadores grandes concentradas en la industria.

Los operadores de tipo mediano invierten también, en número de empresas, en casi un 55% en la industria, seguido de los servicios en un 27,6%.

Los operadores pequeños dedican un 53% de sus operaciones a la industria, un 26,8% a los servicios y de forma mucho menor en el resto de los sectores.

Relación entre sector industrial y procedencia de los fondos
(número de empresas y porcentaje)

Sector	Tipo de Fondos			
	Industrial	Público	Privado	Total
Materias primas		11	6	17
Industria		152	56	208
Tecnología (a)		15	5	20
Servicios		63	31	94
Comercio		30	5	35
TOTAL		271	103	374
%		72%	28%	

(a) Tecnología incluye farmacia, electrónica, telecomunicaciones, e informática

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Observamos en el Cuadro anterior que los operadores públicos centran un 56% de sus operaciones en el sector de la industria, un 23,2% en servicios, un 11% en el Comercio, 5,5% en Tecnología y 4,5% en Materias primas.

Frente a esto, los operadores privados invierten 54,3% de sus operaciones en la Industria, 30% en servicios, y algo más de un 5% respectivamente en Materias primas, Tecnología y Comercio.

**Relación entre sector industrial y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo
(número de empresas)**

Sector	Tipo Entidad		Total	
	Industrial	SCR		S. Gestora
Materias primas		15	2	17
Industria		153	55	208
Tecnología (a)		13	7	20
Servicios		78	16	94
Comercio		29	6	35
TOTAL		288	86	374
%		77%	23%	

(a) Tecnología incluye farmacia, electrónica, telecomunicaciones, e informática

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Ya comentada la mayor importancia del número de operaciones financiadas por Sociedades de Capital Riesgo, observamos los siguientes porcentajes: las Sociedades Gestoras se concentran en operaciones en sector de la Industria en un 53%, en Servicios en un 27%, un 10% en Comercio y aproximadamente un 5% en Materias primas y Tecnología. Frente a esto, las Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo se centran más en la Industria con un 64%, seguido de Servicios con un 18,6%, Tecnología y Comercio con un 8% aproximadamente cada uno y Materias Primas con un 2%.

**Relación entre sector industrial y tipo de operación: Capital Riesgo o Buy-Out
(número de empresas)**

Sector Industrial	Capital Riesgo	Buy-out	Total
Materias primas	17	0	17
Industria	189	19	208
Tecnología (a)	20	0	20
Servicios	87	7	94
Comercio	34	1	35
TOTAL	347	27	374
%	93%	7%	

(a) Tecnología incluye farmacia, electrónica, telecomunicaciones, e informática

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Observamos la gran concentración de las operaciones de Buy-out hacia el sector industrial y Servicios.

**Relación entre sector industrial e inversión total real, base 2001,
(número de empresas)**

Sector	Hasta 120 mil	+120 a 300 mil	+300 a 600 mil	+600K a 1,2 millones	+1,2 mill a 3 mill	+3 mill a 10 mill	Más 10 millones	Total
Materias primas	2	2	3	4	4	2	0	17
Industria	22	39	38	48	30	14	17	208
Tecnología (a)	7	6	1	1	3	2	0	20
Servicios	26	18	20	17	7	1	5	94
Comercio	7	8	6	3	8	2	1	35
TOTAL	64	73	68	73	52	21	23	374
%	17%	20%	18%	20%	14%	6%	6%	

a. Tecnología incluye farmacia, electrónica, telecomunicaciones, e informática

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro anterior podemos concluir que en la muestra estudiada las inversiones en tecnología y servicios suponen menores inversiones que las dedicadas a los sectores de Materias Primas, Industria y Comercio.

Relación entre sector industrial e inversión total real, base 2001
(en porcentaje del número de empresas)

Sector	Hasta 120 mil	+120 a 300 mil	+300 a 600 mil	+600K a 1,2 millones	+1,2 mill a 3 mill	+3 mill a 10 mill	Más 10 millones	Total
Materias primas	11,8	11,8	17,6	23,5	23,5	11,8	0,0	100
Industria	10,6	18,8	18,3	23,1	14,4	6,7	8,2	100
Tecnología (a)	35,0	30,0	5,0	5,0	15,0	10,0	0,0	100
Servicios	27,7	19,1	21,3	18,1	7,4	1,1	5,3	100
Comercio	20,0	22,9	17,1	8,6	22,9	5,7	2,9	100
TOTAL	17,1	19,5	18,2	19,5	13,9	5,6	6,1	100
<i>Núm. Empresas</i>	<i>64</i>	<i>73</i>	<i>68</i>	<i>73</i>	<i>52</i>	<i>21</i>	<i>23</i>	<i>374</i>

(a) Tecnología incluye farmacia, electrónica, telecomunicaciones, e informática

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro anterior, podemos deducir que la media del importe de las operaciones fluctúa entre 952.000 euros de los proyectos de Tecnología a 2.096.000 euros de Industria. El Sector servicios es el que muestra el mayor índice de variabilidad con la mayor desviación típica. Destaca la gran diferencia entre la mediana y la media, lo que redundaría en la idea de la gran variabilidad de los datos en casi todos los sectores. Es decir, que encontramos valores mínimos muy pequeños y muy grandes dentro del mismo sector.

D. Referentes a la Comunidad Autónoma en que se ubica la empresa financiada

- Distribución de la muestra de empresas por Comunidad Autónoma
- Relación entre Comunidad Autónoma y tamaño del inversor
- Relación entre Comunidad Autónoma y procedencia de los Fondos (públicos o privados)
- Relación entre Comunidad Autónoma y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo
- Relación entre Comunidad Autónoma y tipo de operación (Capital Riesgo o *Buy Out*)
- Relación entre Comunidad Autónoma e inversión total real, base 2001, en número de empresas, porcentaje del número de empresas, inversión en euros y estadísticos sobre la inversión en euros.

***Distribución de la muestra de empresas por Comunidad Autónoma
(número de empresas y porcentaje)***

Comunidad Autónoma	1991-1999	
	Empresas	%
Andalucía	61	16,3
Asturias	49	13,1
Castilla y León	32	8,6
Castilla-La Mancha	28	7,5
Canarias	14	3,7
Cantabria	18	4,8
Extremadura	80	21,4
Galicia	66	17,6
Murcia	6	1,6
Comunidad Valenciana	20	5,3
TOTAL	374	100

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro anterior podemos observar que, de la muestra analizada, la Comunidad en la que hay más empresas en que se haya hecho una operación de Capital Riesgo es Extremadura, con un 21,4% del total. Le sigue Galicia con un 17,6 %, Andalucía con un 16,3%, Asturias con un 13,1 % y ya más alejadas las restantes Comunidades Autónomas

Objetivo 1.

**Relación entre Comunidad Autónoma y tamaño del inversor
(número de empresas y porcentaje)**

Comunidad Autónoma	Tamaño del Inversor			Total
	Grande	Mediano	Pequeño	
Andalucía	10	2	49	61
Asturias	0	36	13	49
C. León	3	15	14	32
C. Mancha	2	9	17	28
Canarias	0	3	11	14
Cantabria	1	4	13	18
Extremadura	18	29	33	80
Galicia	12	43	11	66
Murcia	2	4	0	6
C. Valenciana	12	7	1	20
TOTAL	60	152	162	374
%	16%	41%	43%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

**Relación entre Comunidad Autónoma y tamaño del inversor (porcentaje del total de
empresas por cada tipo de inversor)**

Comunidad Autónoma	Tamaño del Inversor			Total
	Grande	Mediano	Pequeño	
Andalucía	16%	3%	80%	100%
Asturias	0%	73%	27%	100%
Castilla y León	9%	47%	44%	100%
Castilla-La Mancha	7%	32%	61%	100%
Canarias	0%	21%	79%	100%
Cantabria	6%	22%	72%	100%
Extremadura	23%	36%	41%	100%
Galicia	18%	65%	17%	100%
Murcia	33%	67%	0%	100%
Comunidad Valenciana	60%	35%	5%	100%
TOTAL	16%	41%	43%	100%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro anterior deducimos un mayor número de operaciones financiadas por operadores pequeños en las Comunidades de Andalucía, Canarias y Cantabria. En Extremadura también son mayoría las operaciones financiadas por operadores pequeños, pero las proporciones están mucho más compensadas entre los demás tamaño de operador. La Comunidad Valenciana, en el extremo opuesto, es la que registra mayor proporción de operaciones realizadas por Inversores de tamaño grande. Asturias, Galicia y Murcia marcan claramente una importante proporción de operaciones realizadas con operadores medianos.

Relación entre Comunidad Autónoma y procedencia de los Fondos para el total de operaciones (públicos o privados)

Comunidad Autónoma	Tipo de Fondos		Total
	Público	Privado	
Andalucía	33	28	61
Asturias	49	0	49
Castilla y León	9	23	32
Castilla-La Mancha	26	2	28
Canarias	14	0	14
Cantabria	16	2	18
Extremadura	64	16	80
Galicia	53	13	66
Murcia	2	4	6
Comunidad Valenciana	5	15	20
TOTAL	271	103	374
%	72%	28%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Relación entre Comunidad Autónoma y procedencia de los Fondos (públicos o privados, en porcentaje sobre el total de operaciones realizadas)

Comunidad Autónoma	Tipo de Fondos		Total
	Público	Privado	
Andalucía	54%	46%	100%
Asturias	100%	0%	100%
C. León	28%	72%	100%
C. Mancha	93%	7%	100%
Canarias	100%	0%	100%
Cantabria	89%	11%	100%
Extremadura	80%	20%	100%
Galicia	80%	20%	100%
Murcia	33%	67%	100%
C. Valenciana	25%	75%	100%
TOTAL	72%	28%	100%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos observar por el Cuadro anterior, el peso de los fondos públicos a la hora de financiar las operaciones de Capital Riesgo de la muestra seleccionada, en Canarias y Asturias, un 100% de las operaciones fueron financiadas con fondos de procedencia pública. Castilla-La Mancha, Cantabria y ya en menor medida Extremadura y Galicia también muestran una participación muy elevada de los fondos públicos. Tan solo en las Comunidades de Castilla y León, Murcia y Comunidad Valenciana apreciamos un mayor peso de los fondos privados, en la muestra analizada.

Relación entre Comunidad Autónoma y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo (número de empresas)

Comunidad Autónoma	Tipo Societario		Total
	SCR	S. Gestora	
Andalucía	51	10	61
Asturias	49	0	49
Castilla y León	27	5	32
Castilla-La Mancha	26	2	28
Canarias	14	0	14
Cantabria	16	2	18
Extremadura	79	1	80
Galicia	18	48	66
Murcia	1	5	6
Comunidad Valenciana	7	13	20
TOTAL	288	86	374
%	77%	23%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Relación entre Comunidad Autónoma y tipo de Entidad de Capital Riesgo: Sociedad de Capital Riesgo o Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo (porcentaje del total de empresas)

Comunidad Autónoma	Tipo Societario		Total
	SCR	S. Gestora	
Andalucía	84%	16%	100%
Asturias	100%	0%	100%
Castilla y León	84%	16%	100%
Castilla-La Mancha	93%	7%	100%
Canarias	100%	0%	100%
Cantabria	89%	11%	100%
Extremadura	99%	1%	100%
Galicia	27%	73%	100%
Murcia	17%	83%	100%
Com. Valenciana	35%	65%	100%
TOTAL	77%	23%	100%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos observar, sólo en Galicia, Murcia y Comunidad Valenciana, el porcentaje de operaciones financiadas por Fondos de Capital Riesgo supera el realizado por las Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo.

***Relación entre Comunidad Autónoma y estructura de la operación
(Capital Riesgo o Buy Out, en número de empresas)***

Comunidad Autónoma	Venture capital	Buy-out	Total
Andalucía	56	5	61
Asturias	49	0	49
Castilla y León	30	2	32
Castilla-La Mancha	27	1	28
Canarias	14	0	14
Cantabria	17	1	18
Extremadura	76	4	80
Galicia	63	3	66
Murcia	3	3	6
Comunidad Valenciana	12	8	20
TOTAL	347	27	374
%	93%	7%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Relación entre Comunidad Autónoma y estructura de la operación (Capital Riesgo o Buy Out, en porcentaje del número de empresas)

Comunidad Autónoma	Venture capital	Buy-out	Total
Andalucía	92%	8%	100%
Asturias	100%	0%	100%
Castilla y León	94%	6%	100%
Castilla-La Mancha	96%	4%	100%
Canarias	100%	0%	100%
Cantabria	94%	6%	100%
Extremadura	95%	5%	100%
Galicia	95%	5%	100%
Murcia	50%	50%	100%
Comunidad Valenciana	60%	40%	100%
TOTAL	93%	7%	100%

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Relación entre Comunidad Autónoma e inversión total real, base 2001(en número de empresas)

Comunidad Autónoma	Hasta 120 mil	+120 a 300 mil	+300 a 600 mil	+600K a 1,2 millones	+1,2 mill a 3 mill	+3 mill a 10 mill	Más 10 millones	Total
Andalucía	18	19	9	3	4	2	6	61
Asturias	5	15	16	10	1	0	2	49
C. León	5	5	5	9	6	0	2	32
C. Mancha	2	2	5	12	5	0	2	28
Canarias	2	2	5	1	4	0	0	14
Cantabria	5	3	2	2	2	2	2	18
Extremadura	16	13	15	17	9	6	4	80
Galicia	11	13	10	17	13	2	0	66
Murcia	0	1	0	0	1	3	1	6
C. Valenciana	0	0	1	2	7	6	4	20
TOTAL	64	73	68	73	52	21	23	374
%	17%	20%	18%	20%	14%	6%	6%	

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Relación entre Comunidad Autónoma e inversión total real, base 2001 (porcentaje del número de empresas)

Comunidad Autónoma	Hasta 120 mil	+120 a 300 mil	+300 a 600 mil	+600K a 1,2 millones	+1,2 mill a 3 mill	+3 mill a 10 mill	Más 10 millones	Total
Andalucía	29,5	31,1	14,8	4,9	6,6	3,3	9,8	100
Asturias	10,2	30,6	32,7	20,4	2,0	0,0	4,1	100
Castilla y León	15,6	15,6	15,6	28,1	18,8	0,0	6,3	100
Cast.- Mancha	7,1	7,1	17,9	42,9	17,9	0,0	7,1	100
Canarias	14,3	14,3	35,7	7,1	28,6	0,0	0,0	100
Cantabria	27,8	16,7	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	100
Extremadura	20,0	16,3	18,8	21,3	11,3	7,5	5,0	100
Galicia	16,7	19,7	15,2	25,8	19,7	3,0	0,0	100
Murcia	0,0	16,7	0,0	0,0	16,7	50,0	16,7	100
C.Valenciana	0,0	0,0	5,0	10,0	35,0	30,0	20,0	100
TOTAL	17,1	19,5	18,2	19,5	13,9	5,6	6,1	100
<i>Núm. Empresas.</i>	<i>64</i>	<i>73</i>	<i>68</i>	<i>73</i>	<i>52</i>	<i>21</i>	<i>23</i>	<i>374</i>

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Relación entre Comunidad Autónoma e inversión total real, base 2001 (inversión en miles de euros y estadísticos sobre la inversión)

Comunidad Autónoma	Media	Desv. Típ.	Mediana	Mínimo	Máximo	Núm. Empr.
Andalucía	1.684	3.766	216	1	17.804	61
Asturias	1.034	2.974	319	24	18.778	49
C. León	2.637	8.539	628	2	47.867	32
C. Mancha	1.588	2.785	957	12	11.912	28
Canarias	707	651	420	19	2.134	14
Cantabria	2.176	3.689	516	4	11.995	18
Extremadura	1.614	3.905	459	0	29.176	80
Galicia	928	1.391	557	5	8.282	66
Murcia	5.653	4.575	4.796	187	12.916	6
C. Valenciana	6.776	8.994	3.041	328	39.964	20
TOTAL	1.848	4.533	498	0	47.867	374

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

5.5. Análisis Dinámico: efectos sobre el empleo

El análisis dinámico pretende valorar los efectos sobre las empresas de la muestra de la entrada del inversor de Capital Riesgo sobre las variables que se han considerado objeto de estudio y, en concreto, el efecto sobre el empleo.

Como primer elemento de análisis dinámico, se muestra a continuación un Cuadro que indica la situación del total de empresas de la muestra a finales del año 2002, estratificadas en función del año en que se produjo la operación de Capital Riesgo.

Situación de las empresas de la muestra a final del año 2002

Año CR	Activa	Inactiva	Extinguida	Disuelta	Suspensión Pagos	Fusionada	TOTAL
1991	26	2	2			1	31
1992	17	2	1	1	1		22
1993	19	3		4			26
1994	24	2	7	6	1		40
1995	28	4				1	33
1996	40	2	3	1			46
1997	59		2				61
1998	45	1	5	1	3		55
1999	54	2	2	1	1		60
Total	312	18	22	14	6	2	374
%	83,4	4,8	5,9	3,7	1,6	0,5	

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Podemos comprobar cómo una grandísima proporción de las empresas, un 83,4% que recibieron financiación vía Capital Riesgo, desde el año 1991, seguían activas a final del año 2002. La primera columna indica el año en que cada empresa recibió la financiación de Capital Riesgo.

A continuación, estudiamos el efecto en términos de variables seleccionadas, cuál es el impacto de la entrada del inversor de Capital Riesgo en las empresas de la muestra.

Dada la gran importancia de la variable empleo, hemos analizado, de forma dinámica, la evolución del empleo en las empresas de la muestra, comparando las cifras de empleo que mostraban dichas empresas en el año 0 frente a las cifras que mostraban en el año 3.

El motivo es que, como ya es sabido, la participación de las empresas de Capital Riesgo en el capital de las sociedades es algo siempre de carácter temporal, y las operaciones vienen a durar entre 2 y 5 años. Tomamos entonces la situación de las empresas en dos momentos distintos del tiempo, intentamos valorar el efecto en la variable empleo entre esos dos momentos. En cada empresa, el año 0 coincide con la entrada del inversor de Capital Riesgo y el año 3 son datos del cierre contable de 3 años después, tras la entrada del inversor.

De las 374 empresas de la muestra, hubimos de reducirla hasta 286 empresas de las que se disponían datos en los años 0 y 3, permitiendo así la comparación de su evolución. Igualmente no todos los datos de las 286 empresas han podido ser utilizados en todos los análisis, por lo que en algunos casos se rebaja dicha cifra de observaciones, identificándose este caso.

Se ha estudiado la evolución del empleo con 4 estratificaciones distintas de las empresas de Capital Riesgo. Presentamos todos los Cuadros a continuación para extraer conclusiones más abajo.

- A. En función de la fase de desarrollo en que la empresa se encuentra.
- B. En función del número de empleados iniciales (en el momento de la inversión)
- C. En función del sector industrial en que la empresa trabaja.
- D. En función de la Comunidad Autónoma en que se produce la inversión.

A. En función de la fase de desarrollo en que la empresa se encuentra.

Como es habitual en Capital Riesgo, se han identificado tres fases en el desarrollo de las empresas: Inicial, Expansión y Madurez.

Los resultados se muestran en el Cuadro a continuación.

Relación entre crecimiento del empleo y fase desarrollo de la empresa, para las empresas de la muestra (número de empleados y medidas estadísticas)

Fase en 1ª inversión	Empleo medio (nº empleados)				Mediana de Empleo (nº empleados)			Datos válidos	Núm
	Año 0	Año 3	Incremento	Crec. anual (%)	Año 0	Año 3	Crec. anual (%)		
Inicial	15	40	24	37,7	5	14	40,9	N=127	141
Expansión	75	199	124	38,2	29	49	19,1	N=108	121
Madurez	156	219	63	11,9	71	98	11,3	N=24	24
Total	53	123	70	32,3	14	30	28,9	N=259	286

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

B. En función del número de empleados iniciales (en el momento de la inversión)

Relación entre crecimiento del empleo y número de empleados iniciales, para las empresas de la muestra (número de empleados y medidas estadísticas)

Empleados Iniciales	Empleo medio (núm. empl.)				Mediana de Empleo (nº mpl.)			Datos válidos	Núm
	Año 0	Año 3	Incremento	Crec. anual (%)	Año 0	Año 3	Crec. anual (%)		
0 a 10	3	4	1	11,8	2	3	14,5	N=74	74
11 a 50	29	29	0	0,1	25	25	0,0	N=93	93
51 a 100	68	73	4	2,0	65	72	3,5	N=37	37
101 a 250	155	159	5	1,0	146	150	0,9	N=33	33
251 a 500	297	319	22	2,4	292	282	-1,2	N=15	15
Más 500	847	2.303	1.455	39,5	558	1.251	30,9	N=7	7
Total	53	123	70	32,3	14	30	28,9	N=259	259

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

C. En función del sector industrial en que la empresa trabaja.

Relación entre crecimiento del empleo y sector industrial, para las empresas de la muestra (número de empleados y medidas estadísticas)

Sector	Empleo medio (núm. empl.)			Crec. anual (%)	Mediana de Empleo (n° empl.)		Crec. anual (%)	Datos válidos Empr. año 3	Núm Empr. año 3
	Año 0	Año 3	Incremento		Año 0	Año 3			
Materias primas	31	55	24	21,1	24	25	1,4	N=10	12
Industria	51	84	33	18,3	20	42	29,1	N=148	163
Tecnología	22	114	92	74,1	14	43	45,4	N=13	17
Servicios	70	126	56	21,7	8	14	20,5	N=69	71
Comercio	44	452	408	118,0	10	9	-3,5	N=19	23
Total	53	123	70	32,3	14	30	28,9	N=259	286

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

D. En función de la Comunidad Autónoma en que se produce la inversión.

Relación entre crecimiento del empleo y Comunidad Autónoma, para las empresas de la muestra (número de empleados y medidas estadísticas)

Año primera inversión	Empleo medio (núm. empl.)			Crec. anual (%)	Mediana de Empleo (núm. empl.)		Crec. anual (%)	Datos válidos Empr. año 3	Núm Empr. año 3
	Año 0	Año 3	Incremento		Año 0	Año 3			
Andalucía	55	193	139	52,4	11	25	31,5	N=37	40
Asturias	15	27	12	21,0	5	20	58,7	N=35	41
Castilla y León	153	283	129	22,6	29	41	11,8	N=24	25
C. Mancha	42	89	47	28,1	25	47	23,4	N=18	24
Canarias	14	11	-3	-8,4	7	9	11,5	N=10	11
Cantabria	63	107	44	19,5	5	48	112,5	N=15	15
Extremadura	20	47	27	32,9	4	22	76,5	N=59	62
Galicia	39	142	103	54,0	17	44	37,3	N=43	49
Murcia	393	441	49	4,0	510	414	-6,7	N=3	3
C. Valenciana	117	226	109	24,4	80	158	25,5	N=15	16
Total	53	123	70	32,3	14	30	28,9	N=259	286

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

A partir de los cuatro Cuadros ofrecidos más arriba, podemos observar una serie de aspectos y extraer conclusiones.

La primera, la más obvia e importante es que, para las 286 empresas de la muestra sobre las que se ha podido hacer un estudio dinámico (viendo evolución desde la entrada del inversor hasta 3 años más tarde), observamos que la creación media de empleo es de un 32,3% anual, muy por encima de la media que se ha calculado en un trabajo similar ya citado de la Doctora María Luisa Alemany, para las Comunidades Autónomas de Madrid, Cataluña y País Vasco y que era del 22,9% y muy superior a la tasa general de creación de empleo a nivel español y de las Comunidades Autónomas estudiadas.

A. En función de la fase de desarrollo en que la empresa se encuentra.

En relación con el estudio por fase de desarrollo de la empresa, se constata la relación entre fase de la empresa y volumen de empleo, de manera que, de forma inicial en el año de la inversión de Capital Riesgo (año 0) las empresas en fase inicial tienen menos empleados que las en expansión y éstas a su vez que las maduras.

A nivel global, para todas las empresas de la muestra que presentan datos en el año 3, el total de empleados en el momento de la inversión o momento 0 es de 19.253 empleados y en el año 3 esta cifra asciende a 35.744. La distribución de este nivel de empleados por cada fase de la empresa sería como sigue.

Número de empleados por fase de la empresa en el momento de la inversión.

Variación en número entre el momento de la inversión (año 0) y 3 años después

Fase en primera inversión	Número de empleados total		
	Año 0	Año 3	Incremento
Inicial	3.131	6.065	2.934
Expansión	12.305	23.972	11.667
Madurez	3.817	5.707	1.890
Total	19.253	35.744	16.491

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

En cuanto al efecto de la inversión, es decir, la situación en el año 3, vemos que las empresas en fase inicial y en expansión muestran crecimientos anuales del empleo medio a niveles muy similares: 37,7% las de fase inicial y 38,2% las en fase de expansión, mientras que solo crecen al 11,9% las cifras de empleo de las empresas maduras.

En datos de volumen total de empleados, no niveles medios, observamos de nuevo una gran proximidad entre las empresas en fase inicial y de expansión, además de que entre ambas suponen en volumen más del 88,5% de la creación total de empleo entre los momentos 0 y 3 en las empresas financiadas a través de Capital Riesgo.

El valor medio de empleo (mediana) en las empresas en el año 0 es de 5, 29 y 71 según la fase de la empresa, que sube de forma evidente en el año 3 hasta ser de 14, 49 y 98 respectivamente.

B. En función del número de empleados iniciales (en el momento de la inversión)

En el Cuadro en que se trata este aspecto, observamos en primer lugar el incremento en el número de empleados que en media se obtiene en las empresas, estratificadas por el volumen inicial de empleados.

El incremento mayor en número de empleados medios se produce en las empresas de más de 500 empleados.

Las empresas más pequeñas, de menos de 10 empleados, aumentaron de media 1 empleado, que en porcentaje supone un 11,8%.

Las empresas entre 11 y 50 empleados, en media no sufrieron aumento de empleo.

Las empresas entre 50 y 500 empleados, que supone tres estratos en el análisis, crecieron a tasas entre el 1% y el 2,4%.

***Número de empleados por volumen de empleo en el momento de la inversión.
Variación en número entre el momento de la inversión (año 0) y 3 años después***

Empleados Iniciales	Número empleados total		
	Año 0	Año 3	Incremento
0 a 10	525	347	-178
11 a 50	2.908	3.365	457
51 a 100	2.818	3.225	407
101 a 250	3.818	6.801	2.983
251 a 500	3.849	4.787	938
Más 500	5.337	17.219	11.882
TOTAL	19.255	35.744	16.489

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Como podemos comprobar, si a nivel medio es en las empresas de más de 500 empleados donde se produce el mayor aumento de empleo, a nivel de volumen total, siguen siendo las empresas que en origen tenían más empleados las que crean más puestos, seguidas de las que se encuentran en el escalón entre 101 y 250 empleados. Las empresas menores no han aumentado en número global de empleados, aunque sí a nivel medio como vimos anteriormente.

C. En función del sector industrial en que la empresa trabaja.

El Cuadro en que estudiamos la relación entre crecimiento del empleo y sector industrial en la muestra estudiada, indica que el sector comercio (118%) y tecnología (74,1%) son los dos que, con diferencia, han conseguido una mayor tasa anual de crecimiento del empleo, a nivel de datos medios.

D. En función de la Comunidad Autónoma en que se produce la inversión.

El Cuadro anterior muestra unas interesantísimas conclusiones acerca de las Comunidades que han mostrado un mayor efecto en el empleo derivado de la entrada del inversor de Capital Riesgo. Recordemos que la tasa de crecimiento anual del empleo que en este cuadro se muestra por Comunidad Autónoma, refleja la variación interanual entre el momento 0 o momento de entrada del inversor de Capital Riesgo y

el momento 3 o 3 años después y recoge por tanto, de forma dinámica, el efecto sobre el empleo de dicha inversión.

Sobre la cifra media del 32,3% del total de las 10 Comunidades Autónomas, Galicia con un 54% y Andalucía con un 52,4% se muestran como las Comunidades más activas.

En un nivel intermedio pero por encima de la media estaría Extremadura. Las restantes Comunidades muestran tasas más discretas, pero todas ellas, excepto Canarias, muestran tasas de crecimiento del empleo derivados de las actividades de Capital Riesgo mucho mayores que los que reflejan las estadísticas generales de crecimiento del empleo en las mismas Comunidades, excepto en Canarias que en la muestra tiene un comportamiento negativo del 8,4% mientras que en la economía en general se consiguió un 4,4% de aumento del empleo.

Volumen total de empleo en las empresas de la muestra durante el período 1991 a 2002 (en número de puestos)

Comunidad	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Aumento empleo (1992-2002)
Total empresas muestra	2324	3168	3823	8721	13411	18989	24553	29888	33232	40779	42238	50912	48588
Andalucía	348	400	401	1701	2091	4179	5726	7453	8362	9984	9627	15759	15411
Asturias	12	95	137	282	487	620	851	1053	1325	1319	1570	1714	1702
Canarias	4	119	118	150	168	166	217	284	363	239	367	316	312
Cantabria	92	200	200	478	966	886	1065	1205	739	1712	1969	1934	1842
Castilla y León	124	137	245	812	3052	4502	5508	6432	7664	8848	8929	9253	9129
C. Mancha	191	63	147	575	602	700	865	1017	1420	1692	1415	1487	1296
C.Valenciana	1430	1525	1177	1786	2143	2802	2705	3493	3569	5812	6565	7061	5631
Extremadura	80	421	672	922	1307	1266	1201	2116	2633	3224	3543	4681	4601
Galicia	43	96	598	1860	2433	2647	5698	5979	5866	6619	6786	7409	7366
Murcia	0	112	128	155	162	1221	717	856	1291	1330	1467	1298	1298

Fuente: Base de Datos de José Martí Pellón, 2004

Del Cuadro anterior podemos concluir cuál es el peso de la actividad de Capital Riesgo en lo relativo al empleo, en el total de la muestra. A finales de 2002, 50.912 personas trabajaban en empresas de esas Comunidades Autónomas que estaban financiadas a través de Capital Riesgo en la muestra seleccionada.

Variación del empleo por año y Comunidad Autónoma Objetivo 1, frente a la creación total de empleo, y porcentaje que supone el empleo creado por Capital Riesgo sobre la creación total en la Comunidad Autónoma Objetivo 1.

Comunidad	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Variación empleo Muestra	Creación empleo CCAA	Creación empleo
												(1992- 2002)	(1992- 2002)	(1992-2002)
Total empresas muestra	844	655	4898	4690	5578	5564	5335	3344	7547	1459	8674	48588	1843400	2,6%
Andalucía	52	1	1300	390	2088	1547	1727	909	1622	-357	6132	15411	625700	2,5%
Asturias	83	42	145	205	133	231	202	272	-6	251	144	1702	22600	7,5%
Canarias	115	-1	32	18	-2	51	67	79	-124	128	-51	312	277700	0,1%
Cantabria	108	0	278	488	-80	179	140	-466	973	257	-35	1842	46100	4,0%
Castilla y León	13	108	567	2240	1450	1006	924	1232	1184	81	324	9129	87100	10,5%
Cast-La Mancha	-128	84	428	27	98	165	152	403	272	-277	72	1296	99100	1,3%
Com.Valenciana	95	-348	609	357	659	-97	788	76	2243	753	496	5631	440200	1,3%
Extremadura	341	251	250	385	-41	-65	915	517	591	319	1138	4601	45400	10,1%
Galicia	53	502	1262	573	214	3051	281	-113	753	167	623	7366	62500	11,8%
Murcia	112	16	27	7	1059	-504	139	435	39	137	-169	1298	137000	0,9%

Fuente: INE y Base de datos de José Martí Pellón, varios años.

**Peso del empleo en la muestra por cada Comunidad Autónoma frente
al empleo total en España**

Comunidad	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
Total empresas muestra s/Total España	0,02%	0,03%	0,03%	0,07%	0,11%	0,15%	0,18%	0,21%	0,22%	0,26%	0,26%	0,31%	0,2%
Andalucía	0,02%	0,02%	0,02%	0,10%	0,12%	0,22%	0,29%	0,36%	0,38%	0,43%	0,39%	0,63%	0,25%
Asturias	0,00%	0,03%	0,04%	0,09%	0,15%	0,19%	0,26%	0,32%	0,39%	0,37%	0,43%	0,45%	0,23%
Canarias	0,00%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,05%	0,06%	0,03%	0,05%	0,04%	0,04%
Cantabria	0,06%	0,12%	0,12%	0,29%	0,60%	0,55%	0,61%	0,68%	0,41%	0,88%	0,93%	0,92%	0,52%
Castilla y León	0,01%	0,02%	0,03%	0,10%	0,38%	0,56%	0,68%	0,76%	0,87%	0,97%	0,97%	0,99%	0,53%
C. Mancha	0,03%	0,01%	0,03%	0,11%	0,12%	0,13%	0,16%	0,18%	0,24%	0,27%	0,22%	0,23%	0,14%
Com. Valenciana	0,11%	0,12%	0,10%	0,14%	0,16%	0,21%	0,19%	0,23%	0,23%	0,34%	0,37%	0,40%	0,22%
Extremadura	0,03%	0,13%	0,23%	0,33%	0,46%	0,44%	0,40%	0,69%	0,79%	0,90%	0,99%	1,29%	0,56%
Galicia	0,00%	0,01%	0,06%	0,20%	0,26%	0,28%	0,60%	0,61%	0,59%	0,63%	0,63%	0,68%	0,38%
Murcia	0,00%	0,04%	0,04%	0,05%	0,05%	0,36%	0,19%	0,23%	0,31%	0,30%	0,33%	0,28%	0,18%
Media anual	0,03%	0,05%	0,07%	0,14%	0,23%	0,30%	0,34%	0,41%	0,43%	0,51%	0,53%	0,59%	0,30%

Fuente: INE y base de datos de José Martí Pellón, varios años.

De los Cuadros anteriores, podemos deducir que las cifras globales del peso del empleo derivado de actividades de Capital Riesgo no es muy relevante sobre el total de empleo del país, pero la tendencia muestra un incremento importante año a año, pasando de ser como media de las Comunidades Autónomas Objetivo 1 un 0,02% en 1991 a ser 0,31% en 2002. Igualmente, el peso de la muestra en la creación de empleo entre 1992 y 2002 es significativo, sobre todo en las Comunidades Autónomas de Galicia, Extremadura y Castilla y León.

Creación bruta de empleo de las empresas de la muestra entre el momento de la inversión de Capital Riesgo (momento 0) y tres años después (momento 3), número de empleados

Comunidad					Creación empleo
	0	1	2	3	Año 0-3
Total muestra	19253	25095	32509	35744	16491
Andalucía	2746	4701	6542	7487	4741
Asturias	719	934	958	1145	426
Canarias	258	208	265	233	-25
Cantabria	1232	1112	1606	1760	528
Castilla y León	4126	6025	6378	7174	3048
Castilla - La Mancha	1161	1389	1613	1743	582
Comunidad Valenciana	3399	3775	5036	4707	1308
Extremadura	1894	2517	2977	3118	1224
Galicia	2428	3584	6271	6907	4479
Murcia	1290	850	863	1470	180

Fuente: Base de datos de José Martí Pellón, 2004

Observamos la cifra de creación de empleo en cada Comunidad de forma dinámica, comprobando cómo entre el momento inicial de la inversión y 3 años más tarde, son Andalucía, Galicia y Castilla y León las 3 Comunidades en que el volumen de empleo creado es el mayor.

6. CONCLUSIONES

Podemos organizar las conclusiones obtenidas de este trabajo en dos apartados

A. Conclusiones generales sobre el análisis de la muestra realizado

B. Comentarios generales sobre la actividad de Capital Riesgo en las Comunidades Objetivo 1

A. Conclusiones generales sobre el análisis de la muestra realizado

La principal conclusión de este trabajo es que las empresas de la muestra, de las cuales se han extraído datos de empleo de forma dinámica (años 0 a 3) hasta un total de 286, que representan un 53,4% del total de las empresas que han recibido Capital Riesgo en las 10 Comunidades Autónomas clasificadas como Objetivo 1, han crecido 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 es particularmente destacado 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 está 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 se hace particularmente interesante por distintos motivos:

1. En estas Comunidades Autónomas, la principal fuente de recursos para financiar Capital Riesgo, proviene de fondos públicos destinados a este uso, precisamente

para fomentar el empleo, entre otros objetivos. El 72,5% de las empresas de la muestra recibieron financiación de inversores públicos frente a un 27,5% que lo recibieron 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 la menor Asturias y Galicia con un 0,6%.
3. En un estudio similar al aquí presentado, 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, era de un 22,9%, siendo claramente superior el resultado que arrojan las empresas de la muestra de este trabajo, sobre las Comunidades Autónomas Objetivo 1.
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.

Del estudio realizado sobre la muestra de empresas en las que se ha invertido en operaciones de Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1 entre 1991 y 1999, se obtienen además las siguientes conclusiones:

- Un 92,8% de las operaciones de Capital Riesgo realizadas en las Comunidades Objetivo 1 son operaciones típicas de Capital Riesgo y solo un 7,2% responden al concepto de operaciones de *Buy-out*. Además, las operaciones de *Buy-Out* corresponden en un 100% a empresas en fase de madurez, mientras que las que se encuentran en fase inicial y expansión son en su totalidad sujetos de operaciones tradicionales de Capital Riesgo.

- Las operaciones son de perfil reducido, siendo un 74,3% de ellas inferiores a 1,2 millones de euros. Solamente un 6,1% de las operaciones supera 10 millones de euros de inversión.
- Un 75,2% de las operaciones se realizaron en empresas que tenían menos de 50 empleados en el momento de la inversión. Pero de ellas, un 47,1% tenían menos de 10 empleados.
- Siendo inversiones que proceden mayoritariamente de recursos públicos, se concentran en su mayoría en empresas de pocos empleados. Un 83% de las inversiones de carácter público se realizaron en empresas de menos de 50 empleados en el momento de invertir, pero un 52% de ellas fueron para empresas con menos de 10 empleados. En empresas de más de 500 empleados, son los inversores privados los únicos que participan. En los tamaños intermedios, hay un reparto en el origen de fondos entre públicos y privados.
- Los fondos públicos se concentran en un 54% en empresas en fase inicial y en un 43% en empresas en expansión. Solamente algo menos de un 3% de los fondos públicos van a financiar empresas en madurez. Sin embargo los inversores privados utilizan sus fondos para financiar en un 37% a empresas en fase inicial, en un 43,7% a empresas en expansión y un 19,4% a empresas maduras. Las proporciones, como podemos observar son muy distintas entre inversores públicos y privados.
- Las operaciones, siendo de menor envergadura que la media en España, son emprendidas mayoritariamente por inversores medianos (40,6%) y pequeños (43,3%). Solo un 16% son acometidas por inversores grandes.
- La forma jurídica de la Entidad de Capital Riesgo inversora es en un 77% Sociedades de Capital Riesgo y en un 23% Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo. Las Sociedades de Capital Riesgo cubren, sobre todo, las inversiones en empresas con menor número de empleados, y en las empresas con más empleados se nota un reparto mayor entre Sociedades de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo.
- Las inversiones proceden mayoritariamente de dentro de las Comunidades Autónomas Objetivo 1. Aunque en la Comunidad de procedencia del inversor observamos que Madrid y Cataluña invierten en 51 operaciones del total de 374

analizadas en la muestra, las restantes proceden de inversores de dentro de las Comunidades Autónomas Objetivo 1.

- La relación entre volumen de la inversión medido en euros y número de empleados iniciales de la empresa en el momento de la inversión indica que las empresas con menos empleados reciben las inversiones de menor volumen, en general.
 - Los sectores industriales a los que preferentemente se dirigen las inversiones son la industria, con un 56% de las operaciones, seguido de lejos por los servicios que acaparan el 25% de las inversiones. Sigue comercio con el 9%, 5% de tecnología y 4% de materias primas.
 - Las inversiones en las empresas de la muestra se concentran en un 49,5% en empresas en fase inicial de desarrollo, con un 43,3% en empresas en expansión y solamente en un 7,2% en empresas en madurez. Esto, a su vez, se relaciona con el inversor. Las empresas en fase inicial se financian mayoritariamente por inversores pequeños y también medianos en proporción significativa. Las empresas en expansión reciben fondos mayoritariamente de empresas medianas y las empresas en fase de madurez reciben fondos sobre todo de inversores grandes.
 - En lo que se refiere al análisis por Comunidades Autónomas, podemos llegar a las siguientes conclusiones:
 - Andalucía es la Comunidad con mayor número de operaciones entre los años 1991 y 1999.
 - Andalucía, seguida muy de cerca por Canarias y Cantabria, son las Comunidades con mayor porcentaje de operaciones financiadas por inversores pequeños. La Comunidad Valenciana, por el contrario, muestra el mayor porcentaje de operaciones financiadas por operadores grandes, con un 60%. En Asturias, Murcia y Galicia priman los inversores de tamaño mediano.
 - En cuanto a la procedencia de los Fondos, destaca que en Canarias y Asturias, el 100% de las operaciones han sido financiadas por inversores públicos. Castilla-La Mancha con un 93%, Cantabria con un 89% y Extremadura y Galicia con un 80% destacan en la orientación pública.
- En Castilla y León, Murcia y Comunidad Valenciana es mayor el número de operaciones financiadas con fondos privados.

- Galicia es la única Comunidad Autónoma en la que hay un peso significativo de inversiones a través de Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo frente a las demás Comunidades que muestran mayor peso, de forma muy señalada, de las inversiones que proceden de Sociedades de Capital Riesgo.
- La Comunidad Valenciana y Murcia son las únicas en la que las operaciones con la forma de *Buy-Out* tienen un peso significativo, que está a su vez relacionado con el tamaño de las operaciones (las mayores operaciones se hacen en *Buy-Out*) y la fase de las empresas financiadas que como vimos antes son de madurez para los *Buy-out*. Murcia y Valencia son las Comunidades en las que el peso de las operaciones con mayor volumen de inversión es mayor.
- Cantabria muestra el mayor peso en las operaciones más pequeñas (hasta 120.000 euros). Andalucía tiene un importante peso también en operaciones pequeñas.

B. Comentarios generales sobre la actividad de Capital Riesgo en las Comunidades Objetivo 1

Del estudio de la situación general de Capital Riesgo en las Comunidades Objetivo 1, obtenido a partir de los datos de José Martí Pellón, podemos entresacar los siguientes datos:

- Un total de 22 operadores trabajan en el sector de Capital Riesgo en las Comunidades Autónomas Objetivo 1, al cierre de 2003.
- Los principales aportantes de los capitales totales en gestión de las Entidades de Capital Riesgo pertenecientes a alguna de las Comunidades Autónomas Objetivo 1 fueron los órganos de gobierno de Comunidades Autónomas, que acumularon un peso del 51,3%, al que siguieron las instituciones financieras, con el 31%. En esta categoría destacó la aportación del 26,3% de las Cajas de Ahorros, que supone casi el doble del peso de su contribución al conjunto de ECR en España.
- Hay una mayor participación de inversores públicos, que casi se triplicó en el caso de los operadores radicados en Comunidades Autónomas Objetivo 1 (42,3%), frente a los del conjunto de España (14,2%).

- La actuación más regional de las Entidades de Capital Riesgo pertenecientes a CCAA Objetivo 1 explica que sólo un 2,4% de los nuevos recursos captados en 2003 procediera de fondos de pensiones extranjeros, frente al 13,3% que atrajeron el conjunto de operadores en España.
- Casi la totalidad de los recursos atraídos por las ECR establecidas en CCAA Objetivo 1 durante 2003 procedió de inversores españoles, frente a un mayor peso de la inversión extranjera en España en su conjunto.
- La naturaleza de las Entidades de Capital Riesgo fue mayoritariamente de carácter público con un 74,1% frente al 25,9% de las privadas.
- En cuanto al tamaño, predominan los operadores de tamaño mediano con un 63,4%, frente al 26,6% de los pequeños y la nula participación de operadores grandes.
- En función del volumen de capitales a cargo de cada entidad inversora se identificaron 5 operadores medianos, 17 pequeños y ninguna Entidad de Capital Riesgo que gestionase recursos por encima de 120 millones de euros.
Esto contrasta con la media global en España, en que casi un 61% de los operadores son de tamaño grande, un 24,4 %medianos y un 5,7% pequeños.
- Predomina la forma de inversión a través de Sociedades de Capital Riesgo con un 72% frente a las Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo, con un 28%. Esta proporción es inversa a la global de España con un 21% de Sociedades de Capital Riesgo y un 79% de Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo.
- En 2003, participaron en la labor de atracción de nuevos recursos a la actividad 13 de las 22 Entidades de Capital Riesgo pertenecientes a alguna Comunidad Autónoma Objetivo 1. El volumen total ascendió a 47,3 millones de euros, lo que supone un peso del 4,5% del importe total atraído en España en 2003. Esto refleja la limitada capacidad de los operadores objeto de estudio.
- Los capitales totales en gestión a 30 de junio de 2003 de las ECR pertenecientes a Comunidades Autónomas Objetivo 1 ascendían a 482,1 millones de euros. Este importe supone un 6,4% del total de recursos en gestión en España.
- Las Entidades de Capital Riesgo establecidas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 invierten en empresas con potencial de crecimiento que se encuentran en su región de influencia y en rara ocasión lo hacen fuera de ella. Con ello, persiguen

crear un círculo virtuoso que atraiga la inversión, fomente la creación de nuevos puestos de trabajo y, a su vez, incentive el consumo. En definitiva, se persigue la creación de riqueza en la Provincia o en la Comunidad Autónoma.

- Otro aspecto diferencial de las ECR establecidas en regiones Objetivo 1 es el destino que pretenden dar a los nuevos recursos captados en 2003, situándose en un peso del 57,4% en la inversión en empresas que se encuentran en etapas iniciales y el restante 42,6% a la inversión en empresas en expansión. Esto tiene sentido al tratarse de inversores que apoyan, con mayor énfasis, el desarrollo empresarial de su región. Por otra parte, en el conjunto de ECR en España mostró su preferencia en destinar aproximadamente la mitad de los nuevos recursos captados hacia empresas en expansión y la otra mitad a empresas consolidadas.
- El volumen invertido en las Comunidades Autónomas Objetivo 1 desde 1991 hasta 2003 ascendió a 1.752 millones de euros, que supone la cuarta parte de la inversión total realizada en España. A partir de 1998 fue cuando la importancia relativa de la inversión efectuada en Comunidades Autónomas Objetivo 1 fue reduciéndose en relación con el conjunto de España. Esto se debió al mayor peso que han ido ganando Comunidades Autónomas como Cataluña y, sobre todo, la Comunidad de Madrid. En concreto, ambas Comunidades Autónomas acumularon el 48% del volumen total invertido en los trece últimos años, en promedio, aunque este porcentaje se situó en el 63% si se tienen en cuenta los últimos 5 años. El mayor desarrollo empresarial de ambas y el hecho de que en la Comunidad de Madrid y en Cataluña tengan su sede social 51 y 20 Entidades de Capital Riesgo, respectivamente, explican el grado de concentración.

La Comunidad Valenciana, Andalucía y Murcia fueron, por ese orden, las regiones pertenecientes a Comunidades Autónomas Objetivo 1 que mayor volumen de inversión recibieron desde 1999 hasta 2003. Canarias y Cantabria estuvieron en el otro extremo.

- Desde el punto de vista del número de inversiones en empresas, el total de empresas en que se produjo inversión de Capital Riesgo son 1.592 en las Comunidades Autónomas Objetivo 1 y 3.601 en el total de España lo que supone que la proporción de las realizadas en Comunidades Autónomas Objetivo 1 con respecto al conjunto de inversiones efectuadas en España fue del 44,2% en los

últimos 13 años. En el conjunto de España, el mayor peso estuvo concentrado en las Comunidades Autónomas de Madrid, Cataluña y el País Vasco, que fueron receptoras del 19,5%, del 13,5% y del 11%, respectivamente.

- En la relación entre el valor de la inversión en Capital Riesgo y el PIB, el promedio del conjunto de Comunidades Autónomas Objetivo 1 para el período comprendido entre 1995-2003 (0,03%) fue cuatro veces inferior al registrado en España. También se observa que la mayoría de las Comunidades Autónomas Objetivo 1 estuvieron por debajo de la media española en 2003 y solamente Asturias y Castilla-La Mancha la igualaron o superaron, junto con Murcia que ve muy afectada de forma puntual sus cifras, debido a operaciones de mediano y gran tamaño. Debe indicarse que el 0,18% registrado en España en 2003 se encuentra todavía muy alejado del promedio del 0,29% estimado en la Unión Europea.

BIBLIOGRAFÍA

- “Venture Capital and Corporate Governance”
Allen, F & Song, W-L. Wharton Financial Institutions Service. (2003)
- “*The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*”
Baygan & Freudenberg 2000. OECD, STI Working papers 2000/7
- “*A comparison of venture capital policies and programs in selected OECD countries*” Baygan, G..
Industry Division--Directorate for Science, Technology and Industry, OECD
- “*Venture Capital Investment and labour market performance: A panel data analysis*”
Belke, A.; Fehn, R. y Foster, N. (2002). CESifo Working Paper nº 652.
- “*Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets*”.
Black, B.S. & Gilson, R.J. (1998) Journal of Financial Economics, Vol. 47
- “*3i: Fifty Years Investing in Industry*”
Coopey, Richard & Clarke, Donald. Oxford University Press (1995).
- “*The Venture Capital Revolution*”
Gomper, P. y Lerner, J., Journal of Economic Perspectives, Volume 15, number 2, spring 2001
- “*Venture Capital Industries in East Asia*”
Kenney, M; Han, K. & Tanaka, S. (2004). World Bank
- “*Oferta y Demanda de Capital Riesgo. 2001*”
Martí Pellón, J., (2002) Editorial Civitas, Madrid.
- “*El Capital Inversión en España, 2000. Capital Riesgo y Capital Desarrollo*”
Martí Pellón, J., (2001). Editorial Civitas, Madrid.
- “*Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe*”
Martí Pellón, J. & Balboa, M., (2001). Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), Working Paper AD nº 15.
- “*La paradoja europea en la financiación de la innovación*”
Martí Pellón, J. (1998). *Economía Industrial*, número 322, pp.77-90
- “*Venture capital and Innovation*”
OCDE, O.C.D.E. GD (96) 168, 1996