



Facultad
de Ciencias
de la Empresa



Universidad
Politécnica
de Cartagena

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

TESIS DOCTORAL

“ANÁLISIS DE LA ACTUACIÓN DEL GESTOR DE CAPITAL RIESGO EN LA TOMA DE DECISIONES DE PARTICIPACIÓN FINANCIERA”

Presentada por M^a Camino Ramón Llorens

Dirigida por Dr. D. Ginés Hernández Cánovas

Cartagena/2011

"Acérquense al borde"
"No podemos. Tenemos miedo"
"Acérquense al borde"
"No podemos. Nos caeremos!"
"Acérquense al borde"
Y se acercaron
Y él los empujó
Y volaron

Guillaume Apollinaire, 1880-1918
Poeta y Filósofo Francés

A mi padre

AGRADECIMIENTOS

Son muchas las personas que me han ayudado y han hecho posible que ahora esté escribiendo estas palabras.

En primer lugar, manifestar mi agradecimiento al director de esta tesis doctoral, Ginés Hernández Cánovas, ya que sin su dedicación, esfuerzo, ayuda y paciencia, este trabajo no hubiera sido posible.

En segundo lugar, agradezco la disponibilidad y el apoyo que en cada momento me han brindado todos mis compañeros del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, de la Universidad Politécnica de Cartagena, en especial a Domingo García Pérez de Lema, por la confianza que ha depositado en mí y por sus palabras amables y sinceras en los momentos más difíciles.

Por supuesto, el más sincero agradecimiento a mi familia, a mi padre, a mi madre, a mi hermano y a Lucas, por haber sido el pilar sobre el que he podido apoyarme siempre. Gracias por quererme tanto en los momentos más difíciles y haber entendido mis ausencias y mis malos momentos. Sin ellos, este sueño nunca se hubiera hecho realidad.

Finalmente, quiero agradecer a la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) así como a todos los profesionales de las ECR, su colaboración en contestar los cuestionarios enviados, y su disponibilidad a remitirme el material impreso que les solicité en más de una ocasión, ya que sin ellos no habría sido posible la realización del presente trabajo.

A todos vosotros, muchas gracias.

Cartagena, Agosto de 2011

Resumen

Esta tesis doctoral analiza el proceso de toma de decisiones que realiza el gestor de capital riesgo, reconocido como experto en el análisis y valoración de nuevos proyectos arriesgados. Para justificar este proceso de actuación, que abarca desde la fase de contactos previos hasta la desinversión, establecemos como premisa la influencia que diferentes fuerzas institucionales ejercen sobre el comportamiento del gestor, así como la existencia de problemas de información asimétrica que impiden al gestor conocer la verdadera naturaleza del proyecto antes de financiarlo (problema de selección adversa) y controlar las posibles acciones oportunistas por parte del empresario una vez realizada la inversión (problema de riesgo moral).

A la hora de valorar la propuesta y redactar el contrato financiero (las dos actuaciones más críticas de todo el proceso de actuación), el gestor se verá influido por diversos factores: 1) la estructura financiera de la entidad en la que opera, para lo cual se ha diferenciado entre entidades de capital riesgo públicas y privadas, en función del origen de sus fondos para inversión, y entre entidades cautivas o independientes, según la forma de levantamiento de fondos; 2) la estrategia inversora de la entidad de capital riesgo, para lo que se han tenido en cuenta sus preferencias de inversión en función de la fase de desarrollo en que se encuentra la participada (inicial o madura), y el grado en el que el gestor utiliza su intuición.

En el análisis de las propuestas (*due diligence*), el gestor tiene en cuenta dos fuentes de información: una objetiva, contenida en el plan de negocios, y otra subjetiva que recoge su valoración personal sobre diversos aspectos cualitativos de la propuesta. Es en la evaluación de estos aspectos subjetivos donde la intuición juega un papel fundamental. En este trabajo se demuestra que el gestor de capital riesgo español utiliza principalmente su intuición cuando ha de evaluar aspectos subjetivos relativos al empresario y a su equipo, así como en la valoración de empresas que se

encuentran en fases iniciales de desarrollo, donde la información a contrastar es escasa. Además, las conclusiones de este estudio nos llevan a afirmar que la aplicación de criterios de selección durante este proceso se incrementa con la intuición y con el uso de recursos privados, debido a los mayores incentivos y a la mayor experiencia para obtener información que poseen los gestores de las entidades de capital riesgo privadas, y a la mayor capacidad de los gestores intuitivos para distinguir e interpretar la información de calidad.

Por lo que respecta al contrato de entrada en la participada o pacto de accionistas, las cláusulas más valoradas por el capital riesgo español son las que se refieren a la obligación de la empresa de presentar periódicamente informes económico-financieros, así como a asegurar la presencia de la entidad de capital riesgo en la toma de decisiones de la participada, ocupando uno o varios puestos en el Consejo de Administración e imponiendo su derecho de veto. El instrumento de entrada preferido por las entidades españolas es la ampliación de capital mediante la suscripción de acciones ordinarias. Existen pocas diferencias de comportamiento entre las entidades cautivas e independientes y entre las que invierten en fase inicial o madura, siendo más acusadas entre las entidades privadas y públicas. Estas diferencias pueden justificarse por medio de las diversas fuerzas institucionales que influyen sobre el comportamiento del gestor. Las diferencias entre las entidades públicas y privadas se deben a las presiones coercitivas ejercidas sobre las entidades públicas, siendo el sector privado más fuerte en la aplicación de cláusulas estándar.

Los resultados de esta tesis doctoral tienen claras implicaciones tanto para los empresarios como para las entidades de capital riesgo. Conocer los criterios de inversión más importantes podría ayudar a los empresarios a elaborar mejores propuestas, y a los gestores a mejorar su proceso de toma de decisiones y lograr mejores tasas de supervivencia. También puede tener implicaciones para la aplicación de políticas públicas que fomenten el desarrollo del capital riesgo.

Abstract

Based on two different surveys data set, this doctoral thesis analyzes the decision making process which is conducted by the venture capitalist, a well-known expert in the analysis and assessment of innovative and risky projects. We argue that the decision making process is dependent on asymmetric information problems, which prevent the venture capitalist from identifying the true nature of the project before the investment is made (adverse selection problem) and controlling the possible opportunistic behavior by entrepreneur once the investment is made (moral hazard problem).

When the venture capitalist has to evaluate new proposals and write the financial contract (the most critical actions in the evaluation process), he is influenced by several factors: 1) the financial structure of the venture capital company where he operates, where we have differentiated between public and private venture capital firms, depending on the origin of their resources, and between captive or independent, according to the fundraising funds; 2) the venture capital company's investment strategy, which is the preference for early or late stages of development, and the use of the venture capitalist's intuition.

During the due diligence process, the venture capitalist considers objective information, which is in the business plan, and subjective information, which includes the personal assessment of the qualitative aspects of the proposals. In that moment, in the evaluation of subjective aspects, is when the venture capitalist's intuition plays an important role. In this thesis, we show that Spanish venture capitalist trusts in his intuition when evaluating subjective aspects of the proposals, related to the entrepreneur and his team. Also, the intuition is very important when he has to evaluate firms which are in their early stages of development, because the firm is not consolidated and there is not verifiable and testable information about it. Moreover, our results indicate that the application of screening criteria during the

due diligence increases with the use intuition and private resources. It is due to the increased incentives of private venture capital companies to obtain the quality information and demonstrated abilities of intuitive venture capitalists to interpret it.

With regard to financial contract, the most important covenants are those that require the entrepreneur to provide regularly economic and financial information to the venture capitalist, as well as ensuring the presence of venture capital company in decision making of the firm, having a seat in the management board and imposing veto rights. Spanish venture capital companies use ordinary shares as a main financial instrument to participate the firm. There are few behavioural differences between both captive and independent venture capital firms and among those that invest in early or late stage of development. The most prominent differences are among public and private venture capital firms. These differences can be justified by different institutional forces which influence the venture capitalist's behavior. The differences between public and private venture capital firms due to the coercive pressures exerted on public entities, being the private sector the strongest in the application of standard covenants.

The results of this doctoral thesis provide a better insight into the screening process of venture capitalists and the results have clear implications for entrepreneurs and venture capital companies. Knowing what investment criteria are the most important for venture capitalists might help both entrepreneurs to elaborate better proposals, and venture capitalists to improve their decision process and achieve better survival rates. Moreover, it may have implications for the development of public policies that foster the venture capital industry.

ÍNDICE

ÍNDICE

	Pág.
INTRODUCCIÓN	23
CAPÍTULO I	
CAPITAL RIESGO: CONCEPTO, MARCO LEGAL Y PROCESO DE ACTUACIÓN	33
1. Introducción	35
2. Concepto de capital riesgo	36
3. El capital riesgo en España.....	38
3.1. Etapas de desarrollo	38
3.2. Marco legal	40
3.2.1. Etapas en la legislación española sobre capital riesgo.....	40
3.2.2. Ley 25/2005	41
3.2.3. Forma jurídica.....	43
4. Los inversores de capital riesgo	46
5. Operaciones de financiación del capital riesgo.....	48
5.1. Diferencias entre <i>Venture Capital</i> y <i>Private Equity</i>	53
6. Tipos de entidades de gestión del capital riesgo	54
7. Proceso de actuación del capital riesgo	59
7.1. Contactos previos-primera selección.....	60
7.2. El <i>due diligence</i>	63

Índice

7.3. Formalización de la relación.....	64
7.3.1. El contrato de entrada.....	65
7.4. Actividades posteriores a la inversión: seguimiento y control.....	68
7.5. Desinversión.....	69
8. Conclusiones.....	70
9. Referencias.....	73
10. Legislación.....	83
CAPÍTULO II	
REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	87
1. Introducción.....	89
2. Asimetrías informativas en el capital riesgo.....	90
3. La Teoría Institucional en el capital riesgo.....	93
4. Criterios de valoración utilizados por los gestores en la evaluación de la propuesta.....	96
5. Cláusulas del contrato de entrada.....	103
6. Factores determinantes del proceso de actuación.....	107
6.1. Origen de los fondos: públicos vs privados.....	107
6.2. Levantamiento de fondos: cautivas vs independientes.....	109
6.3. Fase de desarrollo: inicial vs madura.....	111
6.4. La intuición del gestor.....	114
7. Conclusiones.....	118
8. Referencias.....	120

CAPÍTULO III

INFLUENCIA DE LA INTUICIÓN DEL GESTOR DE CAPITAL RIESGO EN LA TOMA DE DECISIONES..... 135

1. Introducción	137
2. La intuición en la toma de decisiones de participación financiera.....	139
3. Datos y Metodología.....	141
4. Resultados	143
5. Conclusiones	150
6. Referencias.....	152

CAPÍTULO IV

ANÁLISIS DE LOS CRITERIOS DE SELECCIÓN DE INVERSIONES UTILIZADOS POR LOS GESTORES DE CAPITAL RIESGO EN EL PROCESO DE *DUE DILIGENCE* 155

1. Introducción	157
2. Literatura empírica previa	159
3. Datos y Metodología.....	161
3.1. Datos.....	161
3.2. Metodología.....	165
3.2.1. Análisis factorial.....	165
3.2.2. Análisis de conglomerados	168
4. Resultados	168
4.1. Validación de la solución del análisis de conglomerados.....	169
4.2. Descripción de los resultados del análisis de conglomerados.....	170
5. Conclusiones	172
6. Referencias.....	174
Apéndice	178

CAPÍTULO V

EL CONTRATO DE ENTRADA EN LA PARTICIPACIÓN FINANCIERA DEL CAPITAL RIESGO ESPAÑOL..... 179

1. Introducción	181
2. El contrato de entrada o pacto de accionistas	183
3. Datos y Metodología	186
3.1. Datos	186
3.2. Metodología.....	187
4. Resultados.....	188
5. Conclusiones.....	198
6. Referencias	201

CAPÍTULO VI

EL CAPITAL RIESGO Y LA TEORÍA INSTITUCIONAL..... 205

1. Introducción	207
2. Revisión bibliográfica.....	209
3. Datos y Metodología	211
3.1. Datos	211
3.2. Metodología.....	212
3.2.1. Variables independientes.....	213
3.2.2. Variables dependientes	215
4. Resultados	216
4.1. Descripción de las cláusulas contractuales	216
4.2. Estrategias de diferenciación	218
5. Conclusiones	222

Índice

6. Referencias.....	225
Apéndice	229
CONCLUSIONES	233

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1.1	Resumen de algunos aspectos de la Ley 25/2005.....	46
TABLA 2.1	Tipos de financiación que otorga el capital riesgo	52
TABLA 1.2	Principales aportaciones a la literatura sobre la toma de decisiones	101
TABLA 1.3	Tiempo medio de respuesta a las propuestas.....	143
TABLA 2.3	Factores y circunstancias iniciales que pueden suponer la aceptación o rechazo de la propuesta	144
TABLA 3.3	Factores considerados al evaluar los riesgos de la inversión.	145
TABLA 4.3	Variables que harían que el gestor de capital riesgo estuviese dispuesto a corregir la tasa de retorno-objetivo	146
TABLA 5.3	Valoración del empresario, de su experiencia y de su equipo	148
TABLA 6.3	Valoración del producto/servicio y del mercado	149
TABLA 1.4	Media y desviación típica de los criterios de selección de inversiones.....	163
TABLA 2.4	Características de las ECR.....	164
TABLA 3.4	Cargas factoriales	167
TABLA 4.4	Contribución discriminatoria de las variables que forman los conglomerados	170
TABLA 5.4	Media de las variables activas por conglomerados	170
TABLA 6.4	Variables pasivas por conglomerado.....	172
TABLA 1.5	Cobertura de la muestra	187
TABLA 2.5	Compromisos o acuerdos de carácter general en el contrato de entrada.....	189

TABLA 3.5	Compromisos de carácter general en la redacción del contrato de entrada según la segmentación de la muestra.....	191
TABLA 4.5	Compromisos a la hora de formar el Consejo de Admón. y compromisos con gerentes y directivos de la participada en la redacción del contrato de entrada	193
TABLA 5.5	Compromisos con gerentes y directivos de la participada y compromisos a la hora de formar el Consejo de Admón. en la redacción del contrato de entrada, según la segmentación de la muestra.....	194
TABLA 6.5	Acuerdos sobre la información a aportar por la participada ..	195
TABLA 7.5	Acuerdos en el contrato de entrada sobre la información a aportar por la participada, según la segmentación de la muestra.....	195
TABLA 8.5	Instrumentos de entrada en la participada	196
TABLA 9.5	Acuerdos en el contrato sobre la forma de entrada en la participada, según la segmentación de la muestra	198
TABLA 1.6	Estadísticos descriptivos de las ECR de la muestra.....	212
TABLA 2.6.	Cláusulas contractuales en el capital riesgo.....	214
TABLA 3.6	Características de las ECR	216
TABLA 4.6	Cláusulas contractuales más comúnmente utilizadas.....	217
TABLA 5.6	Cláusulas contractuales menos comúnmente utilizadas.....	217
TABLA 6.6	Resumen de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar	218
TABLA 7.6	Análisis Discriminante de las tres variables dependientes.....	219
TABLA 8.6	Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar en función de la experiencia o inexperiencia del gestor de capital riesgo.....	220

Índice

TABLA 9.6	Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar en función de la estrategia de inversión	221
TABLA 10.6	Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar en función del origen público o privado de los recursos de la ECR.....	222

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1.1	Aportantes de nuevos recursos en 2009	48
GRÁFICO 2.1	Porcentaje de inversiones realizadas en 2009 en España según la fase de desarrollo	52
GRÁFICO 3.1	Porcentaje de ECR en España y capitales en gestión en 2009, según el tamaño de la entidad	55
GRÁFICO 4.1	Porcentaje de operaciones sindicadas en España en 2009, según el volumen de fondos invertidos y el número de operaciones realizadas	56
GRÁFICO 5.1	Porcentaje de ECR en España y capitales en gestión en 2009, según la procedencia de sus recursos	57
GRÁFICO 6.1	Porcentaje de inversión realizada en España en 2009 por sectores	58
GRÁFICO 7.1	Porcentaje de inversión total en España en 2009 por CCAA.....	59

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1.2	Factores que afectan a la toma de decisiones	90
-------------------	--	----

APÉNDICES

TABLA A.1.4	Correlaciones entre los factores	178
TABLA A.1.6	Clasificación de las ECR (ver metodología)	229

TABLA A.2.6	Relación de cláusulas contractuales	230
TABLA A.3.6	Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar	232

PÁGINAS WEB CONSULTADAS

www.webcapitalriesgo

www.ascri.org

INTRODUCCIÓN

Introducción

Desde hace muchos años, cuando un individuo contaba con recursos económicos, en ocasiones decidía arriesgarse y participar en el negocio de otro con el principal objetivo de obtener un beneficio. Esta actividad tiene antecedentes tan antiguos como la financiación del viaje que en la España del Siglo XV permitió a Cristóbal Colón el descubrimiento de América, lo que fue para los Reyes Católicos una apuesta por una aventura desconocida con final incierto, basada en la confianza hacia Colón. Esos son los pilares sobre los que hoy se sustenta la filosofía del capital riesgo.

Desde sus comienzos, el capital riesgo ha ido evolucionando hasta convertirse en una industria organizada, aunque su desarrollo como actividad financiera profesionalizada no se inició hasta después de la II Guerra Mundial, en EEUU. Desde entonces y hasta la actualidad, el capital riesgo se ha vinculado a operaciones arriesgadas, mientras que la financiación tradicional, representada por las instituciones financieras, es muy reticente a este tipo de inversiones. Además, la presencia del capital riesgo en la empresa participada añade valor a la misma ya que no actúa como un acreedor, sino que se vincula con la empresa pasando a ser, en la mayoría de casos, un socio de la misma, ejerciendo actividades de apoyo y asesoramiento a la participada y vinculándose con ella totalmente, asumiendo en ocasiones pérdidas. Esta prestación de asistencia no financiera que realiza la entidad de capital riesgo (ECR) mejora las posibilidades de supervivencia de la empresa y permite que empresarios y gestores lleven a cabo proyectos de manera eficiente. Todas estas características han convertido al capital riesgo en una fuente de financiación excepcional para las pymes, permitiendo que muchas empresas nuevas, dirigidas por jóvenes emprendedores, hayan tenido un hueco en el mercado.

El capital riesgo se considera una fuente de financiación con gran auge en países desarrollados como Estados Unidos e Inglaterra y, en menor medida, en países asiáticos y en el resto de Europa. En España, su actividad ha ido creciendo año tras año hasta ocupar un puesto relevante dentro del mercado europeo, convirtiéndose en el quinto país más favorable para el desarrollo de la actividad, por detrás de Reino Unido, Francia, Alemania e Italia (Informe ASCRI, 2009)¹.

Sin embargo, la actividad del capital riesgo no se circunscribe exclusivamente a nivel microeconómico, sino que es utilizada con éxito por parte de algunos gobiernos como motor en la creación de empresas, empleo e innovación. Existe un amplio acuerdo en que el capital riesgo es fundamental en la comercialización y la innovación de las economías modernas.

Los gobiernos colaboran en el desarrollo de la industria del capital riesgo ofreciendo financiación, capacidad de gestión, conocimientos técnicos, desarrollo de la alta tecnología y experiencia en la creación de nuevas empresas. En EEUU, desde 1946 a 1977, el gobierno promovió el desarrollo de tres instituciones para intentar abordar el déficit de capital de las nuevas empresas². En un principio estas instituciones no tuvieron el éxito esperado, por lo que fueron acompañadas de una serie de medidas que sí dieron resultados positivos: se crearon centros de asistencia a las pymes para ayudarlas en la elaboración del plan de negocios; se modificó la Ley de Sociedades de 1940, que no permitía a los fondos de pensiones invertir en las SBICs ni en las SSBICs; se revisó la Ley ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*) permitiendo a los gerentes de fondos de pensiones invertir una parte de los mismos en nuevas empresas (*start-up*) y en fondos de capital riesgo; se disminuyeron los impuestos sobre las ganancias del capital; se introdujo el *NASDAQ Small Cap*, haciendo con ello accesibles los mercados a las pequeñas empresas.

¹ ASCRI es la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, fundada el 1986 y cuya meta fundamental es dinamizar el sector (<http://www.ascr.org>).

² La ARDC (*American Research and Development Corporation*).
Las SBICs (*Small Business Investment Companies*).
Las SSBICs (*Specialized Small Business Investment Companies*).

Introducción

En Canadá los sindicatos constituyeron una sociedad de cartera de capital riesgo, cuyo objetivo era la creación de empleo y la contribución al desarrollo regional, invirtiendo en pequeñas y medianas empresas.

En Irlanda, el gobierno creó fondos de capital semilla que proporcionan financiación en las primeras etapas.

En Israel se proporciona financiación directa a las nuevas empresas y a la creación de fondos de capital riesgo de colaboración pública-privada, que proporcionan financiación en etapas posteriores, así como la creación y gestión de redes de negocios.

En Francia y Alemania el sector público desempeñó un papel clave en el desarrollo del capital riesgo. Concretamente, en Alemania las políticas de capital riesgo tienen como objetivo principal desarrollar los sectores de la tecnología y la innovación, así como las pymes.

En Bélgica, el objetivo principal de la actividad es reducir el desempleo y animar a los particulares y a las empresas a asignar fondos para nuevos proyectos capaces de crear oportunidades.

En los países nórdicos, Finlandia, Dinamarca y Suecia, el mercado de capital riesgo es importante y se han desarrollado programas con éxito, concentrando la actividad en sectores de mercado considerados muy arriesgados por los inversores privados.

Países mediterráneos como Italia, Grecia y España se caracterizan por una reducida intervención pública (directa o indirecta) en el mercado de capital riesgo, con objetivos tales como crear empleo y apoyar la creación de nuevas empresas.

Sin embargo, debido a la crisis económica por la que estamos atravesando, “por primera vez en muchos años las estadísticas muestran caídas generalizadas en

los volúmenes de inversión, captación de fondos para invertir y desinversión” (Informe ASCRI, 2009). A pesar de todo, el capital riesgo “es un sector de largo recorrido, que está aquí para quedarse, dinamizando el tejido empresarial y el empleo, y creando valor” (www.webcapitalriesgo).

El objetivo de esta tesis doctoral es progresar en el conocimiento aportando evidencia empírica sobre el comportamiento de los gestores de capital riesgo en la toma de decisiones de participación financiera. Para ello, estructuramos el presente trabajo en seis capítulos. Los dos primeros se han dedicado a definir y encuadrar la actividad de capital riesgo y revisar la literatura existente sobre la toma de decisiones del gestor, las variables que influyen en ella y en el contrato de entrada. En cada uno de los cuatro capítulos siguientes se ha desarrollado un trabajo empírico en base a las respuestas obtenidas de dos encuestas postales. La primera, aplicada en los estudios correspondientes a los capítulos III y IV, se realizó entre marzo y junio de 2001 a las 63 ECR adheridas a ASCRI. Se obtuvieron 51 respuestas válidas, lo que supone una tasa de respuesta del 80,95%, porcentaje superior al de otros estudios similares realizados a nivel internacional, poniendo de manifiesto el interés sobre esta problemática mostrado por las ECR españolas. La segunda encuesta, utilizada para realizar los estudios correspondientes a los capítulos V y VI, se realizó entre junio de 2002 y febrero de 2003 a las 60 ECR adheridas a ASCRI que manifestaron previamente su deseo de participar. Se obtuvieron 41 contestaciones, lo que se corresponde con una tasa de respuesta del 68,33%.

En el **capítulo I** se describe la actividad realizada por el capital riesgo, así como todo su proceso de entrada-actuación-salida en la participada. El capítulo comienza realizando una descripción de los diferentes aspectos conceptuales del capital riesgo, qué es y cómo ha evolucionado, destacando la importancia que el sector público supuso en sus comienzos en España, a principios de los años setenta. También se incluye un breve repaso de la evolución legislativa española sobre capital riesgo, desde sus comienzos, cuando el capital riesgo carecía de una legislación específica, hasta la actualidad, siendo la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, la que regula el sector. Además, se describen las distintas tipologías de inversores, de

entidades de gestión del capital riesgo y los diferentes tipos de financiación que otorga. Otro aspecto importante incluido en este primer capítulo es la diferenciación entre los términos *venture capital* y *private equity*, que en nuestro país se conocen bajo la denominación global de capital riesgo. En la última parte del primer capítulo se describe el proceso de actuación del capital riesgo, que abarca desde que la entidad muestra interés por invertir en un proyecto determinado, hasta que se produce la desinversión o salida de la participada, detallando la importancia del contrato de entrada, del plan de negocios, del estudio pormenorizado de la propuesta (*due diligence*) y la actuación del gestor, un especialista en el diagnóstico de nuevos proyectos de éxito. El capítulo finaliza describiendo las actividades posteriores a la inversión y los mecanismos de salida o desinversión utilizados por las ECR.

El **capítulo II** permite encuadrar los cuatro trabajos de investigación contenidos en los capítulos posteriores dentro de la literatura existente. Por este motivo, el segundo capítulo de esta Tesis contiene una revisión de la literatura que permite aportar evidencia acerca de los factores que pueden afectar al gestor de capital riesgo en su toma de decisiones de participación financiera. Como marco teórico que permite justificar todo este proceso de toma de decisiones se explica la existencia de problemas de asimetría informativa entre los agentes, así como la influencia que diferentes fuerzas institucionales ejercen sobre el comportamiento del gestor. Se describen los distintos mecanismos que el gestor utiliza para reducir los efectos negativos derivados de la información asimétrica, la evaluación inicial, el *due diligence* y el contrato de entrada o pacto de accionistas. Mediante el primero, el gestor realiza una primera toma de contacto con la empresa y descarta aquellos proyectos que no se ajustan a su política y estrategia inversoras. A través del *due diligence* descarta los proyectos que no son rentables. El contrato de entrada permite a los gestores definir sus derechos y responsabilidades, facilitándoles el control de la empresa. Posteriormente se describen una serie de contribuciones empíricas que analizan cada uno de estos mecanismos e identifican los criterios de selección más utilizados por los gestores de capital riesgo, así como una serie de factores que influyen de manera significativa en su decisión. Se destacan el origen público o privado de los fondos de los que dispone la ECR para realizar sus inversiones, así

como la forma en que levanta los fondos para invertir, distinguiendo entre ECR cautivas e independientes. También se presentan factores relativos a la política y estrategia de inversiones de la ECR, como la fase de desarrollo en que se encuentra la participada o el uso que el gestor hace de su intuición durante el proceso de toma de decisiones.

En el **capítulo III** se realiza un estudio empírico en el que se analiza en qué medida la intuición del gestor de capital riesgo español puede afectar a su toma de decisiones, así como las variables del proceso de evaluación que son más propensas a una valoración intuitiva. Además se examina si los gestores españoles tienen un comportamiento similar a los de otros países como Estados Unidos, Singapur o Japón, donde la toma de decisiones lleva implícito un componente intuitivo muy importante, como señala la literatura empírica existente. La muestra utilizada proviene de la primera encuesta. Los principales resultados demuestran que la intuición aparece en mayor medida cuando se han de evaluar aspectos relacionados con el capital humano de la empresa, es decir, con el empresario y con su equipo. Este comportamiento se acentúa en los primeros contactos con la empresa, ya que si el gestor duda inicialmente de la capacidad del empresario, rechazará la propuesta sin llegar a revisar el plan de negocios.

El **capítulo IV** contiene un trabajo empírico sobre los criterios de selección de inversiones utilizados por los gestores e identificados previamente en la literatura empírica. El principal objetivo es identificar distintas tipologías de gestores dentro de la industria de capital riesgo. Además, se analiza si las diferencias en el uso de estos criterios dependen de la existencia de problemas de información asimétrica vinculados a las características específicas de las ECR (ECR pública o privada, cautiva o independiente, con preferencia por inversiones en fase inicial o madura). La muestra de ECR empleada en el trabajo coincide con la del estudio del capítulo III. El trabajo divide los criterios de selección en tres categorías (1) la personalidad y experiencia del empresario, (2) las características del producto o servicio de la empresa, y (3) el mercado. Las principales conclusiones del capítulo IV señalan que la aplicación de criterios de selección durante el *due diligence* se incrementa con la

intuición y con el uso de recursos privados, debido a los mayores incentivos y a la mayor experiencia para obtener información que poseen los gestores de las entidades de capital riesgo privadas, así como a una mayor capacidad de los gestores intuitivos para distinguir e interpretar la información de calidad.

En el **capítulo V** se realiza un análisis de las cláusulas más comunes que gestor y empresario incorporan en la redacción del contrato financiero de capital riesgo, que regirá su relación por un periodo de tiempo comprendido entre tres y cinco años y que va a ayudar al gestor a contrarrestar los problemas que puedan derivarse de un comportamiento oportunista por parte del empresario, una vez que la participación se ha llevado a cabo. Los datos para realizar este estudio se han obtenido de la segunda encuesta realizada. Este tema, escasamente investigado en España, se basa en la hipótesis de que la heterogeneidad existente entre los distintos tipos de gestores conlleva al empleo de diferentes cláusulas contractuales, por lo que se realiza una segmentación de las ECR de la muestra en: 1) privadas y públicas, en cuanto al origen de los fondos, 2) ECR que invierten en etapas iniciales de desarrollo y que invierten en fases maduras, 3) cautivas e independientes en el levantamiento de fondos. Los resultados del presente estudio muestran que los gestores de capital riesgo desean llevar el control de la inversión, imponiendo cláusulas que les permitan vetar decisiones adoptadas por el empresario, y cláusulas que exijan la presentación de estados financieros y contables que les ayuden a controlar la empresa durante todo el proceso de inversión. Los resultados también muestran una acusada diferencia de comportamiento entre las ECR privadas y públicas. La mayoría de las ECR españolas deciden participar financieramente en la empresa mediante una ampliación de capital, suscribiendo acciones ordinarias. Finalmente se muestra que las ECR privadas, las independientes y las que invierten en fases maduras de desarrollo son menos permisivas que el resto a la hora de valorar ciertos aspectos del acuerdo contractual, imponiendo más exigencias en el contrato de participación financiera.

El **capítulo VI** incluye un estudio empírico que determina, en base a la Teoría Institucional, si los acuerdos contractuales utilizados por los gestores de capital riesgo españoles en su relación con las empresas de su cartera son estandarizados, al

igual que ocurre en otros países. La hipótesis sobre la que se asienta el trabajo consiste en que los contratos financieros empleados por el sector del capital riesgo de un mismo país deben ser bastante homogéneos, debido a que todas las empresas están sujetas a un mismo entorno institucional. Según la Teoría Institucional se identifican las diferentes presiones isomórficas que pueden influir en el comportamiento del gestor. Los datos utilizados para realizar este estudio se obtienen de la misma encuesta postal que la descrita en el capítulo anterior, pero han sido completados con información obtenida del anuario de ASCRI correspondiente al año 2003. La muestra se divide en función del grado de experiencia del gestor, de la fase de desarrollo preferida para realizar la inversión y de la procedencia pública o privada de los recursos financieros de la ECR. Los principales resultados demuestran que, en términos generales, los acuerdos contractuales son estandarizados, siendo los más utilizados aquellos que exigen al empresario que proporcione información a los gestores, con el fin de que éstos puedan controlar la inversión a posteriori. Sin embargo, esta estandarización no se produce cuando las ECR tienen diferente estructura financiera, es decir, las ECR públicas y privadas son heterogéneas en la inclusión de cláusulas, debido a las presiones coercitivas ejercidas sobre las entidades públicas, siendo el sector privado más fuerte en la aplicación de cláusulas estándar.

La tesis finaliza con la presentación de las principales conclusiones extraídas de los cuatro estudios empíricos realizados.

Capítulo I

Capital riesgo: concepto, marco legal y proceso de actuación

1. Introducción

El presente capítulo tiene por objeto definir la actividad de capital riesgo y describir todo su proceso de entrada-actuación-salida. En primer lugar, se definen distintos aspectos del capital riesgo, qué es y cómo ha evolucionado, destacando la importancia que en España supuso el sector público en sus comienzos, a principios de los años setenta. Con el paso de los años fue introduciéndose el sector privado, quedando el sector público como inversor principal en proyectos en fases de desarrollo inicial.

A continuación se realiza un breve repaso de la evolución legislativa española sobre el sector del capital riesgo. En sus comienzos, el capital riesgo se basaba en leyes que fomentaban la actividad empresarial, sin una legislación específica, hasta que la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguló por primera vez el sector como tal. Posteriormente esta Ley fue modificada por la actual, la Ley 25/2005, de 24 de noviembre.

En la última parte del presente capítulo se describe el proceso de actuación del capital riesgo, que abarca desde que la entidad de capital riesgo (ECR) muestra interés por invertir en un proyecto determinado, o una empresa con un proyecto innovador acude al capital riesgo buscando financiación, hasta que se produce la desinversión o salida de la ECR de la empresa participada. La parte más crítica del proceso de actuación tiene como finalidad evaluar la viabilidad de la nueva propuesta de participación financiera, mediante un exhaustivo examen de la misma (*due diligence*), y comprobar que la inversión generará las tasas de retorno fijadas como objetivo, ya que del éxito de la inversión depende la supervivencia de la ECR. Para ello, la empresa candidata a financiada debe presentar un plan de negocios en el que desarrolle de forma detallada cuál es su situación actual, sus intenciones futuras y sus

posibilidades de desarrollo. En todo este proceso de actuación es necesario destacar la figura del gestor de capital riesgo, reconocido como experto en la predicción de nuevos negocios de éxito (Zacharakis y Shepherd, 2001).

Dentro del proceso de actuación también se incluyen los distintos mecanismos de entrada en la empresa participada, destacando las acciones ordinarias y los préstamos participativos, todos ellos recogidos en el contrato de entrada que ambas partes redactan para establecer sus derechos y obligaciones.

Asimismo, se describen las actividades posteriores a la inversión, entre las que destaca el asesoramiento y la asistencia técnica y legal que realiza la ECR a las empresas que forman su cartera.

Por último, se detallan los mecanismos de salida o desinversión utilizados por las ECR.

2. Concepto de capital riesgo

Conceptualmente se han aportado distintas definiciones sobre la actividad que realiza el capital riesgo (Alcalá, 1995). En términos generales, se puede definir como una fuente de financiación que suministra capital a nuevas empresas innovadoras con características especiales, las cuales hacen que no puedan obtener financiación por los canales tradicionales (Gompers y Lerner, 2001). Estas empresas (conocidas como *new ventures*) presentan las siguientes características:

1º. Son empresas jóvenes, pequeñas y con pocos activos tangibles que puedan aportarse como garantía (Gompers, 1994). Por ser empresas jóvenes, en el pasado no han podido generar fondos internos (Manigart *et al.*, 2003) por lo que sus recursos son limitados (Bottazzi *et al.*, 2011).

2°. Carecen de antecedentes históricos, lo que provoca fuertes asimetrías informativas (Manigart *et al.*, 2003).

3°. Pueden desarrollar un producto innovador o de alta tecnología³ (Pandey y Jang, 1996).

4°. A veces la financiación se requiere para etapas cruciales en el desarrollo de la empresa (Trester, 1998).

5°. Presentan un elevado riesgo, mayor que el de las empresas ya establecidas, hecho bien documentado por la literatura existente (Carrascosa, 1993; García *et al.*, 1997; Bergemann y Hege, 1998).

En resumen, son empresas jóvenes, en ocasiones con productos sin un mercado definido y con alto potencial de crecimiento (Wright y Robbie, 1998; Repullo y Suárez, 2004), que se caracterizan por altos niveles de incertidumbre y por problemas de información asimétrica, lo que les dificulta aún más el acceso a fuentes tradicionales de financiación (Sahlman, 1990; Fried y Hisrich, 1994).

De acuerdo con la literatura previa, la mayoría de estas empresas dependen de la financiación bancaria. Sin embargo, sus características hacen que ésta no esté disponible para ellas, y si lo está, sea con un coste muy alto (Manigart *et al.*, 2003), convirtiéndose el capital riesgo en la única opción de financiación que tienen estas pymes innovadoras (Carrascosa, 1993; Gompers, 1994; Alemany, 2004; Rojo *et al.*, 2010). Esto hace que a pesar de la recesión económica que sufre España actualmente, el capital riesgo se considere “uno de los principales agentes dinamizadores de la economía” (Rojo *et al.*, 2010).

La actividad financiera que desarrolla el capital riesgo se realiza por medio de la aportación de fondos al capital de la empresa, de forma temporal y

³ A las empresas de alto crecimiento y alto valor tecnológico (en cinco años han tenido un incremento anual de empleados o facturación superior al 20%), también se las conoce como “empresas gacela” (Martínez Rodríguez, S., 2010).

minoritaria, a cambio de una plusvalía futura, consecuencia de la desinversión (Martí, 1993; Durán, 1996). Además, se implica en la gestión de la empresa aportando ayuda técnica y experiencia y, por tanto, mejorando la imagen de su participada, lo que se traducirá en un incremento positivo de los retornos generados por la empresa (Hellmann, 1998; Wagner y Tompson, 2000; Hellmann y Puri, 2002). De igual forma, aprovechan sus contactos y reputación para asesorar a las participadas en aspectos tales como la selección de personal o la captación de proveedores y clientes (Repullo y Suárez, 2004).

3. El capital riesgo en España

3.1. Etapas de desarrollo

El establecimiento del capital riesgo en España ha pasado por una serie de etapas claramente diferenciadas. La primera abarca desde comienzos de los años setenta hasta mediados de los ochenta, y se caracteriza por el predominio de la iniciativa pública, con inversiones en empresas que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo. El Decreto 2182, de 21 de julio de 1972, encargaba al INI la creación de SODIGA (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia, ahora Xesgalicia). Después, el RD-L 18/1976 autorizaba al gobierno a regular por Decreto las sociedades constituidas, con el fin de acelerar las políticas de desarrollo regional. Así nacieron Sodiex (Extremadura), Sodican (Canarias) y Sodian (Andalucía). Posteriormente, en 1981, aparecen Sodical (Castilla-León) y Sodicaman (Castilla-La Mancha) y, en 1983, Sodiari (Aragón).

Estas entidades de capital riesgo público marcaron los comienzos del sector en nuestro país durante el periodo 1972-1986 (Martí, 1999). Sin embargo, poco a poco esta iniciativa comenzó a ser desarrollada por las Comunidades Autónomas e incluso por algunas Corporaciones Locales, creándose nuevas entidades, con unos fines muy parecidos. En 2005, las SODIS comenzaron a

perder protagonismo, ocupando su lugar otras entidades como el CDTI⁴ (Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial), ENISA⁵ (Empresa Nacional de Innovación), Invercaria, Sofiex, Axis (del grupo ICO), SRP (Sociedad Regional de Promoción del Principado de Asturias), Fespyme (grupo ICO), Sepides (perteneciente a la SEPI), entre otros.

La segunda etapa comprende desde 1987 hasta 1991, y se caracteriza por una mayor iniciativa privada y una disminución de la financiación pública, concentrándose esta última en inversiones en fases iniciales.

En la tercera etapa, que abarca desde 1992 hasta 1996, se produce un nuevo aumento de la iniciativa privada e inversiones en fase de expansión. En esta etapa, la inversión privada se dirige hacia inversiones más seguras y deja las inversiones en fases iniciales al capital público.

La cuarta etapa se desarrolla desde 1997 hasta la actualidad, y se caracteriza por un afianzamiento de la inversión privada en fases de desarrollo maduras. En 2009, en España había 185 operadores adheridos a ASCRI; de ellos,

⁴ El CDTI se crea por RD 2341/1977 de 5 de agosto (derogado). En 1978 es transformado en Organismo Autónomo del Estado con las mismas funciones. En 1984, el RD 2/1984, de 4 de enero, (derogado) lo transforma en Entidad de Derecho Público. El RD 1406/1986, de 6 de junio, deroga el anterior DL y le atribuye, entre otras, las siguientes funciones en su artículo tercero: a) Participar a riesgo y ventura o mediante créditos privilegiados en programas y proyectos de desarrollo tecnológico o de diseño industrial, b) participar en operaciones de capital riesgo mediante la toma de acciones u otras participaciones minoritarias representativas del capital social, en nuevas empresas con tecnología emergente.

⁵ ENISA se crea a principios de 1982. Desde su creación ha ido variando sus líneas de actividad. En principio, su orientación se dirigía a la promoción de Empresas tecnológicamente avanzadas y de proyectos innovadores dentro del sector pyme. En noviembre de 1989 dejó de ser el INI el único accionista. El cambio se tradujo en un nuevo enfoque del objeto social, centrándose la actividad en dos áreas: como Agencia del Ministerio de Industria, en la captación de inversiones extranjeras y su ubicación en zonas económicamente deprimidas; y en la realización de operaciones de capital riesgo, prestando especial atención a proyectos relacionados con las reconversiones industriales. En 1995, el IMPI pasó a ser el accionista mayoritario de ENISA y se reorientó su política hacia las inversiones a largo plazo, entre las que se encontraba los préstamos participativos.

En 1996, tras la desaparición del IMPI, fue adscrita a la DGPPYME. Desde 2001 obtiene fondos del MITYC y financia con préstamos participativos empresas de base tecnológica y desde el ejercicio 2005 se centra en líneas de financiación para las pyme.

Constituye el objeto social de ENISA, entre otros: a) La promoción y desarrollo propios de nuevos productos y proyectos de innovación, tanto para la constitución de nuevas Empresas en las que tome participación como para su transmisión a terceros. b) Conceder préstamos y/o créditos a personas físicas o jurídicas, especialmente, a las pymes. c) Podrá desarrollar actividades de asistencia técnica, consultoría, información, asesoramiento, financiación y comercialización.

163 eran ECR privadas y 22 recibían sus fondos del sector público. No obstante, entre el CDTI y ENISA acapararon, en el bienio 2009-2010, el 50% de las inversiones del sector público⁶. La iniciativa pública, que comenzó como un apoyo a las pymes y a la innovación, no ha variado sus principios, ya que los inversores más activos en número de inversiones en empresas de base tecnológica en 2010 han sido las entidades públicas -CDTI, ENISA e INVERCARIA-(ASCRI, informe 2011).

3.2. Marco Legal

3.2.1. Etapas en la legislación española sobre capital riesgo

En el análisis de la legislación española sobre capital riesgo pueden distinguirse tres etapas. En la primera se promulga el Real Decreto Ley 18/1976 que promueve la creación de las SODIS (Sociedades de Desarrollo Industrial y Regional) como precedentes de las sociedades de capital riesgo. La finalidad de estas sociedades es el desarrollo regional de la zona donde se ubicaban. En esta etapa, el capital riesgo, como tal, no es una meta para el legislador; sin embargo, los mecanismos de apoyo que arbitra para las SODIS son muy parecidos a los del capital riesgo.

La segunda etapa comprende desde el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes, administrativas, financieras, fiscales y laborales que en sus artículos 12 a 20 regula las sociedades y fondos de capital riesgo, hasta la Ley 1/1999, de 5 de enero. La primera parte de esta etapa se caracteriza por una cierta indefinición del sector, con varias modificaciones de la legislación⁷. La segunda

⁶<http://www.webcapitalriesgo.com>

⁷- Ley 33/1987, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988, que modifica algunos artículos del Real Decreto-Ley 1/1986.

- Real Decreto-Ley 5/1992, de 21 de julio, (BOE de 23 de julio de 1992) de Medidas Presupuestarias Urgentes, el cual modificada algunos artículos del Real Decreto-Ley 1/1986.

- Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero. Esta Ley introduce cambios en el Real Decreto-Ley 1/1986.

parte se remite a la Ley 1/1999, de 5 de enero, que regula, en un solo texto, el sector del capital riesgo y sus sociedades gestoras. Esta Ley, que era muy necesaria para clarificar al sector, lo dotó de un marco legal más estable.

La tercera etapa abarca desde la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, hasta la actualidad y regula las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, aportando novedades en cuanto al régimen administrativo, las reglas de inversión y posibilitando la creación de nuevas figuras.

3.2.2. Ley 25/2005

Esta Ley se asienta en el esquema de la anterior Ley 1/1999 y en su reforma, y como se argumenta en la exposición de motivos, se basa en tres pilares fundamentales:

1. Flexibilizar el régimen administrativo de las entidades de capital riesgo: se distingue entre entidades de régimen común y de régimen simplificado.

2. Flexibilizar la actividad: se amplía el ámbito de asesoramiento de las entidades, pero se circunscribe a las participadas.

3. Introducción de nuevas figuras: fondos y sociedades que inviertan en entidades de capital riesgo con el fin de atraer hacia el capital riesgo al inversor minorista⁸.

- Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades. En esta Ley, dentro del Capítulo IV, se recoge el tratamiento fiscal de las sociedades y fondos de capital riesgo, así como los dividendos percibidos por sus accionistas.

- Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, que modifica también el Real Decreto-Ley 1/1986.

⁸Se crea la modalidad de “fondo de fondos” (art. 20.2) que podrá invertir en sociedades de capital riesgo, siempre que la inversión sea, como mínimo, del 50% de su patrimonio, pero no podrá invertir más del 40% de su patrimonio en una sola entidad extranjera. Asimismo, un fondo no podrá invertir en otro más de un 10%, y el fondo no podrá tener más de un 10% en otra entidad de capital riesgo.

En la exposición de motivos de la Ley 25/2005 se justifica ésta en base a que la escasa contribución de la productividad al crecimiento ha motivado que la productividad de la economía española se haya alejado en los últimos años de los países más avanzados de nuestro entorno, en lugar de converger. Por tanto, dentro de las reformas, señala, era necesario acometer la regulación del capital riesgo, dotándolo de un marco jurídico más flexible y moderno para, de esta manera, impulsar estas entidades tan relevantes en la provisión de financiación en empresas involucradas en actividades de I+D+I.

La Ley 25/2005, de 24 de noviembre, define en su artículo 2 a las Entidades Capital Riesgo como “entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)”. Esta Ley distingue las siguientes figuras jurídicas encargadas de la gestión del capital riesgo: Sociedades de Capital Riesgo (SCR), Fondos de Capital Riesgo (FCR) (ambas forman las “Entidades de Capital Riesgo” según el artículo 4) y las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR). Las Entidades de Capital Riesgo (ECR) se subdividen en entidades de régimen común y de régimen simplificado en función de una serie de requisitos, lo que implica un trato administrativo diferenciado.

Posteriormente, esta legislación ha sido complementada con las Circulares del Banco de España y de la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV). Así, la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito (BOE 140, de 10 de junio de 2008). La Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo

(modificada por la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV). La Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo.

Legislación posterior (Ley 10/2010, de 28 de abril) incluye a las SGECR, y a las SCR cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora, el establecimiento de obligaciones de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (artículo 2.1.f).

3.2.3. Forma jurídica

Tomando como referencia el marco legal que regula el capital riesgo en nuestro país y en base a su artículo 1, se definen tres tipos de entidades de gestión de capital riesgo: Sociedades de Capital Riesgo (SCR), Fondos de Capital Riesgo (FCR), estas dos forman lo que la ley denomina Entidades de Capital Riesgo (ECR), y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR).

Las SCR son Sociedades Anónimas que invierten sus propios recursos, los cuales suelen incrementarse a base de ampliaciones de capital. Las SCR se pueden dividir en dos: a) aquellas que ceden la gestión de sus activos a una SGEGR y b) las que administran sus propios recursos. Según el artículo 28, las SCR son sociedades anónimas que podrán realizar las actividades descritas en los artículos 2 y 3 por ellas mismas o a través de una SGEGR. Su capital mínimo será de 1,2 millones de euros.

Un FCR es un patrimonio que pertenece a distintos partícipes, formado entre inversores de alto riesgo tales como compañías de seguros, bancos, fondos de pensiones o particulares, que buscan rentabilidades superiores a las que les puedan ofrecer otras inversiones más tradicionales. Suelen ser fondos cerrados (Centelles, 1999), que deben ser administrados obligatoriamente por una SGEGR. El periodo de inversión de estos FCR oscila entre tres y cinco años,

aproximadamente. Los partícipes suelen aportar los fondos con la misma cadencia con que se efectúan las aportaciones a la participada, al igual que en las desinversiones, en las que se reintegran los fondos a los inversores a medida que se llevan a cabo las mismas (Centelles, 1999). Según el artículo 32, los FCR son patrimonios separados, sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y administración corresponde a una SGECR. Su patrimonio será de 1,65 millones de euros y estará dividido en participaciones.

Las ECR pueden adoptar la forma jurídica de SCR o FCR y pueden ser de dos clases:

1) De régimen simplificado. En este caso han de cumplir dos requisitos: a) la oferta de acciones/participaciones tendrá carácter privado; b) la oferta ha de hacerse con el compromiso mínimo de invertir 0,5 millones de euros por inversor.

2) De régimen común: Las que no cumplan los requisitos anteriores.

En base al artículo 40, las SGECR tienen como objeto social la administración y gestión de FCR y de activos de SCR. También podrán realizar actividades de asesoramiento. Según el artículo 42, su capital mínimo será de 0,3 millones de euros.

De esta legislación podemos extraer, a modo de resumen, las siguientes conclusiones:

a) Las sociedades de capital riesgo (SCR) invierten sus propios recursos en la participada. Estos recursos son administrados por ella misma o por una SGECR.

b) La diferencia entre una SCR y un FCR reside en que mientras la primera puede tener duración ilimitada y gestiona sus propios recursos, el FCR tiene una duración limitada y además su dirección y administración debe recaer obligatoriamente en una SGECR.

c) A tenor de la definición que hace el artículo 40, las SGECR son entidades que buscan fondos (*deal flow*)⁹, los gestionan, y asesoran inversiones por cuenta de terceros, a cambio de una cantidad fija más una participación en las plusvalías realizadas en la desinversión. Esta participación se denomina “*carried interest*” y suele ser un porcentaje cercano al 20%, cantidad que no será percibida hasta que los inversores no alcancen “un interés preferencial acumulativo ligado al precio del dinero en el mercado a largo plazo” (Centelles 1999).

d) Las ECR pueden realizar actividades complementarias (artículo 3) tales como facilitar préstamos participativos¹⁰ u otras formas de financiación. También pueden realizar actividades de asesoramiento a empresas que estén o no participadas por la ECR. Sin embargo, en los FCR el asesoramiento lo realizan las SGECR.

Según ASCRI, en su informe de 2010, las SGECR tienen una creciente importancia frente a las SCR ya que gestionan cada vez un mayor volumen de recursos. De los 185 operadores registrados en 2009, 74 tenían la consideración de SCR o similares y 111 de Sociedades Gestoras o asesoras, que controlan el 87% de los recursos gestionados.

⁹ Flujos de proyectos de inversión que llegan a la compañía para su estudio.

¹⁰ El RD-L 7/1996 de 7 de junio sobre Medidas Urgentes de carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica, en su artículo 20 define los préstamos participativos como aquéllos que tengan las siguientes características:

a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad. b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que éste no provenga de la actualización de activos. c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes. d) Los préstamos participativos tendrán la consideración de fondos propios a los efectos de la legislación mercantil. Los intereses devengados, tanto fijos como variables, de un préstamo participativo se considerarán partida deducible a efectos de la base imponible del IS del prestatario (BOE nº 139 de 8 de junio de 1996).

En la tabla 1.1 se muestra un resumen de algunos aspectos contemplados en la Ley 25/2005.

Tabla 1.1. Resumen de algunos aspectos de la Ley 25/2005

Aspectos	SCR	FCR	SGEGR
Forma jurídica	S.A. (Art.28)	Patrimonios separados sin personalidad jurídica (Art. 32.1)	S.A. (Art.40.1)
Régimen común	Si (Art. 4.3)	Sí (Art. 4.3)	No
Régimen simplificado	Sí. Requisitos: a) Oferta privada de acciones/participaciones (Art. 4.2.a) b) Acciones mínimo por inversor 0,5 mill. € (Art. 4.2.b) c) Máximo número de accionistas/participes 20 (Art. 4.2.c)	Sí. Mismos requisitos que para SCR (Art.4.2)	No
Capital mínimo	1,2 millones € (Art.28.3)	1,65 millones € (Art.33.1)	0,3 millones € (Art. 42.1.a)
Duración	Ilimitada	Limitada o perpetua (se contemplan ambas posibilidades) aunque parece más lógica una duración limitada (Art 34.3.a)	Ilimitada
Gestión y administración de la entidad	La propia SCR o a través de una SGEGR (Art.28.6)	La realizará una SGEGR (Art. 32.1)	La propia SGEGR (Art. 43)
Actividades de asesoramiento	A empresas objeto de su inversión (Art. 3.1) o a través de su SGEGR si es ésta la que administra su capital (Art.3.1 y 28.1)	Lo realizará la gestora que administre el FCR (Art.3.1)	ECR (SCR y FCR) (Art. 2) y a empresas no financieras definidas en el artículo 2 (Art.40.2)

Fuente: Elaboración propia

4. Los inversores de capital riesgo

Las inversiones de capital riesgo son atractivas pues atribuyen elevadas rentabilidades en un plazo de tiempo relativamente corto (entre 3 y 5 años) y, además, están gestionadas por especialistas como los gestores de capital riesgo (*venture capitalist* en la terminología anglosajona), reconocidos como expertos en la predicción de negocios de éxito (Zacharakis y Shepherd, 2001).

Las distintas tipologías de inversores están marcadas por la legislación y por el tratamiento fiscal que puedan recibir las plusvalías que perciban tras la desinversiones. Son muy variados los agentes que pueden estar interesados en invertir en capital riesgo:

a) Las entidades financieras. Generalmente suelen crear sus propias sociedades de capital riesgo buscando con ello rentabilidad para sus recursos financieros.

b) El sector público. A diferencia del resto de inversores, el sector público busca en las inversiones un objetivo social como el apoyo a las pymes, propiciando con ello la creación de empleo, el desarrollo de la I+D+I, el impulso de ciertos sectores de la economía o el estímulo del desarrollo de ciertas regiones.

c) Los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Buscan altas rentabilidades para sus depósitos. En EEUU los fondos de pensiones recibieron un trato legal favorable para que desarrollaran la industria del capital riesgo (Papadimitriou y Mourdoukoutas, 2002).

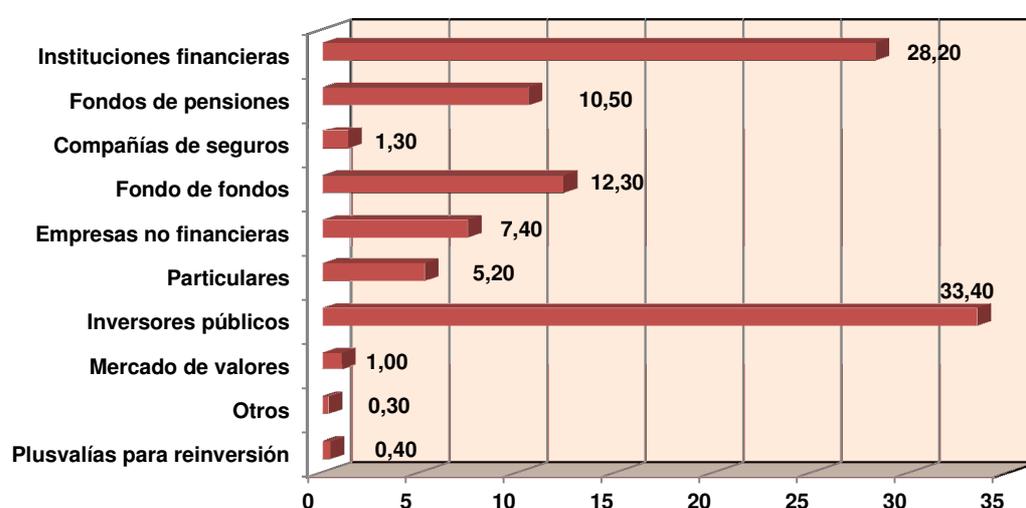
d) Grandes corporaciones. Este tipo de inversores tratan no sólo de beneficiarse de las rentabilidades que producen las inversiones en capital riesgo, sino también pretenden encontrar un medio para desarrollar proyectos de alta tecnología mediante su participación en empresas de estos sectores (Beraza, 1992).

e) Inversores privados, conocidos como *business angels*, constituyen lo que se conoce como el capital riesgo informal. Suelen ser personas con patrimonios elevados, que apuestan por emprendedores con proyectos de elevado riesgo, sobre todo en alta tecnología (Durán, 1996). Ayudan a superar el déficit de financiación, aportan sus conocimientos y experiencia a las participadas, así como sus contactos e incluso ayudan a la obtención de financiación adicional (Macht y Robinson, 2009). Los *business angels* pueden ser activos cuando aportan fondos y controlan la

inversión, o pasivos si se limitan a aportar fondos exclusivamente. Estos últimos forman redes en las que uno o varios *angels* activos llevan el control y seguimiento de las inversiones del grupo (Prowse, 1998).

En el gráfico 1.1 se aprecia el porcentaje de aportación de los distintos inversores en España en 2009, destacando los inversores públicos y las instituciones financieras como principales aportantes de nuevos recursos.

Gráfico 1.1. Aportantes de nuevos recursos en 2009



Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo y elaboración propia

5. Operaciones de financiación del capital riesgo

La financiación que otorga el capital riesgo puede referirse a distintos momentos del proceso de desarrollo de una empresa, o bien servir para fines concretos. Así, una empresa puede acudir al capital riesgo en busca de financiación con el objetivo de desarrollar una idea, reestructurar un negocio, reorientar una actividad, e incluso ayudar a un equipo de directivos a hacerse con el control de una empresa, por adquisición o por herencia (Bonet, 2000). De esta forma, la financiación que el capital riesgo está dispuesto a conceder será distinta

según la fase de desarrollo para la que se requiera, como también serán distintos los riesgos y las plusvalías que se generen.

Existen varias clasificaciones y modelos empíricos sobre las distintas fases de desarrollo en las que puede actuar el capital riesgo (Martí, 1993; Martínez-Rodríguez, 1992).

Ruhnka y Young (1987) desarrollan un trabajo empírico en el que dividen el proceso de actuación del capital riesgo en cinco fases:

1) La financiación de siembra o financiación semilla (*seed financing*) se requiere para el diseño de un nuevo proyecto, tratándose de la fase más peligrosa de todo el proceso debido a que la empresa no puede aportar ninguna información contrastable (Chrisman *et al.*, 2005). Estas condiciones de incertidumbre bajo las que tiene que operar el gestor de capital riesgo, hacen que su toma de decisiones tenga un fuerte componente intuitivo (Allinson *et al.*, 2000). En esta fase, la principal ventaja para el capital riesgo es que al no existir un producto, el volumen de inversión es menor que en otras fases de desarrollo más avanzadas. En los últimos años el capital riesgo privado ha ido sustituyendo este tipo de financiación por otras operaciones menos arriesgadas en fases más maduras del desarrollo de la empresa (Cornelius, 2005).

2) La financiación del capital inicial o financiación de arranque (*start-up financing*) tiene como objetivo ayudar a la puesta en marcha de la empresa. El riesgo para la ECR sigue siendo muy alto por la falta de datos contrastables sobre la actividad de la empresa. En esta fase, la empresa puede disponer de un plan de negocios que presentar al gestor, aunque para Sahlman (1997) es cuestionable su utilidad para predecir el éxito de una nueva empresa. La ventaja para el capital riesgo sigue siendo que el volumen de inversión es menor que en fases más maduras, y que las plusvalías, si llegan a producirse, serán mayores.

A estas dos fases de *seed* y *start-up* se las denomina fases iniciales o *early stage*.

3) La financiación de expansión o financiación de crecimiento (*expansion financing*), tiene como objetivo expandir el producto y las ventas. Ruhnka y Young (1987) la denominan *second stage*. Suele durar, aproximadamente, cuatro años (Cumming, 2006) y se caracteriza por un aumento de las necesidades financieras y una reducción de los riesgos y las plusvalías (Beraza, 1992). Los riesgos pueden ser externos, si la empresa no es capaz de aumentar su volumen de operaciones o de lograr la cuota de mercado fijada de antemano, o internos, derivados de la incapacidad del empresario para dirigir el negocio (Ruhnka y Young, 1987).

4) Financiación puente (*Bridge*) o *exit stage*, tiene por objeto ayudar a la empresa a entrar en los mercados de valores para que la ECR pueda obtener sus plusvalías. La salida de la ECR de la empresa o desinversión se lleva a cabo por medio de una IPO (*Initial Public Offering*), una fusión, la recompra de las acciones por parte de los accionistas de la empresa, o incluso mediante una venta a terceros. El principal riesgo asociado a esta fase es el de no poder efectuar la desinversión (Ruhnka y Young, 1987).

A estas dos fases se las denomina fases maduras o *later stage*.

5) El capital riesgo puede realizar otro tipo de operaciones que pueden considerarse como atípicas:

- Operaciones de sustitución (*Replacement*). Consiste en la adquisición de acciones que pueden estar en manos de algún accionista o grupo de accionistas o incluso en poder de otra entidad de capital riesgo. Suele estar ligada a operaciones familiares o a la búsqueda de liquidez por accionistas particulares.

- Operaciones de *buy-out* (*LBO*), conocidas como *mezzanine financing*. Se basan en la adquisición de empresas mediante un elevado grado de apalancamiento

financiero, es decir, los fondos para financiar el precio de adquisición se obtienen a través de deuda bancaria, quedando la operación garantizada con los recursos de la empresa adquirida (Mascareñas, 1996). Presenta tres modalidades: MBO, cuando el *buy-out* lo lanza el propio equipo directivo de la empresa, MBI cuando lo hace un grupo externo a la empresa, y BIMBO, cuando el *buy-out* es realizado por la combinación de un equipo de directivos internos y externos a la empresa.

- Reorientación de la actividad (*Turnaround financing*). Una empresa se encuentra en fase de *turnaround* cuando tiene una rentabilidad menor que su coste de capital y necesita una reorientación de su actividad. Por tanto, el objetivo de esta operación es aportar recursos financieros para reflotar la empresa o bien para reorientar su actividad.

- Refinanciación de deuda (*Refinancing Bank Debt*). En este caso se aportan recursos a la empresa en crisis para reducir su endeudamiento, sustituyéndolo por capital propio.

- Operaciones de *joint-venture*. El *joint venture*, conocido como "riesgo compartido", consiste en la unión de varias empresas para crear una nueva entidad. Es una operación complicada para una sola entidad por el elevado coste que esto supondría.

En la tabla 2.1 se muestra un esquema-resumen de los distintos tipos de financiación/inversión y la fase a la que corresponden.

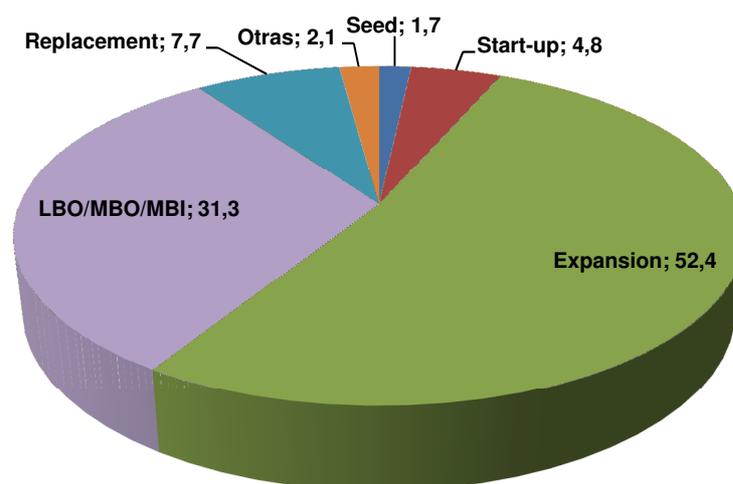
Tabla 2.1. Tipos de financiación que otorga el capital riesgo

Fase de desarrollo	Tipo de Financiación/Inversión
Inicial (<i>Early Stage</i>)	Semilla o siembra (<i>Seed</i>) Arranque (<i>Start-up</i>)
Madura (<i>Later Stage</i>)	Expansión o crecimiento (<i>Expansion</i>) Financiación puente (<i>Bridge</i>)
Otros tipos	Sustitución (<i>Replacement</i>) Refinanciación de deuda (<i>Refinancing Bank Debt</i>) Reorientación (<i>Turnaround</i>) Operaciones LBO (<i>Mezzanine</i>) Operaciones de <i>Joint-Venture</i>

Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 2.1 se muestra el porcentaje de inversiones realizadas en España en 2009 según la fase de desarrollo de la empresa participada, correspondiendo el 52,4% a las inversiones realizadas en empresas en fase de expansión y sólo el 1,7% a las inversiones en siembra (*seed*), probablemente por ser la fase más peligrosa debido a la escasa información suministrada por la participada.

Gráfico 2.1. Porcentaje de inversiones realizadas en 2009 en España según la fase de desarrollo



Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo y elaboración propia

5.1. Diferencias entre *Venture Capital* y *Private Equity*

En Europa se utiliza el término *venture capital* como sinónimo de *private equity*; sin embargo, el primero es un subconjunto del segundo (Isaksson, 2006). Para comprender las diferencias entre ambos los analizamos bajo una serie de características.

El *venture capital* engloba las inversiones realizadas en las primeras fases de desarrollo de nuevas empresas (*seed, start-up y expansion*). Sin embargo, el *private equity* se centra en empresas consolidadas que ya han demostrado su viabilidad en el ámbito empresarial, abarcando operaciones que se realizan en la madurez de la vida de la empresa (LBO, financiación puente, sustitución, reorientación), siendo, por tanto, un concepto más amplio que el de *venture capital*.

El sector preferente para el *venture capital* ha sido el tecnológico, aunque en los últimos años sus preferencias han variado hacia otros sectores. Prestan apoyo técnico y hacen uso de sus contactos para ayudar al lanzamiento de la empresa participada y así lograr mayores tasas de retorno. Diversifican el riesgo invirtiendo en una cartera de participadas. Las operaciones son más arriesgadas y, en consecuencia, más rentables. Sin embargo, las inversiones de *private equity* se realizan en empresas apalancadas, también como capital de crecimiento, con el objetivo de obtener beneficios rápidos.

En el *venture capital* se buscan retornos altos en un plazo relativamente corto. En el *private equity* los retornos se producen a través de *cash flow* o por la reventa de empresas previamente apalancadas.

El control y seguimiento de la participada que realizan los gestores de *venture capitales* menos exigente, ya que la inversión tiene un plazo mayor; sin embargo, la implicación de los gestores es mayor cuando invierten en fases tempranas (Sapienza, 1992). En el *private equity* los niveles de exigencia son mayores, ya que han de

buscar en el menor plazo de tiempo posible la reventa, fusión o liquidación de la participada.

6. Tipos de entidades de gestión del capital riesgo

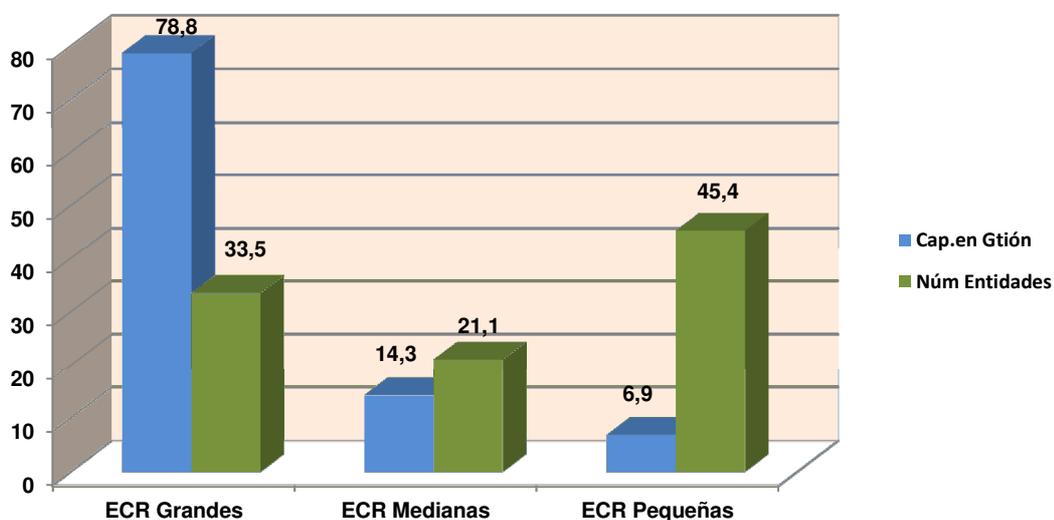
Las SGECR están formadas por un grupo de gestores especialistas y tienen como objetivo promover, gestionar y administrar tanto FCR como activos de SCR. Generalmente, sus beneficios provienen de una cantidad fija más un porcentaje de las plusvalías obtenidas por las desinversiones (*carried-interest*).

Las entidades de gestión del capital riesgo admiten varias subclasificaciones en función de una serie de criterios:

a) Según el volumen de fondos que gestionan o asesoran se puede distinguir entre ECR grandes, pequeñas y medianas. Este criterio cambia de una época a otra en función de la evolución de los mercados. Se consideran ECR grandes las que gestionan o asesoran más de 150 millones de euros, medianas las que gestionan o asesoran entre 50 y 150 millones y pequeñas las que lo hacen para menos de 50 millones de euros (ASCRI, informe 2010).

En el gráfico 3.1 se aprecia el porcentaje de ECR que operaban en España y los capitales en gestión en 2009, en función del tamaño de la entidad. Como podemos observar, el 45,4% de las ECR eran pequeñas y gestionaban el menor volumen de capitales. Las ECR grandes, a pesar de suponer el 33,5% del total de entidades, gestionaban el mayor volumen de capitales.

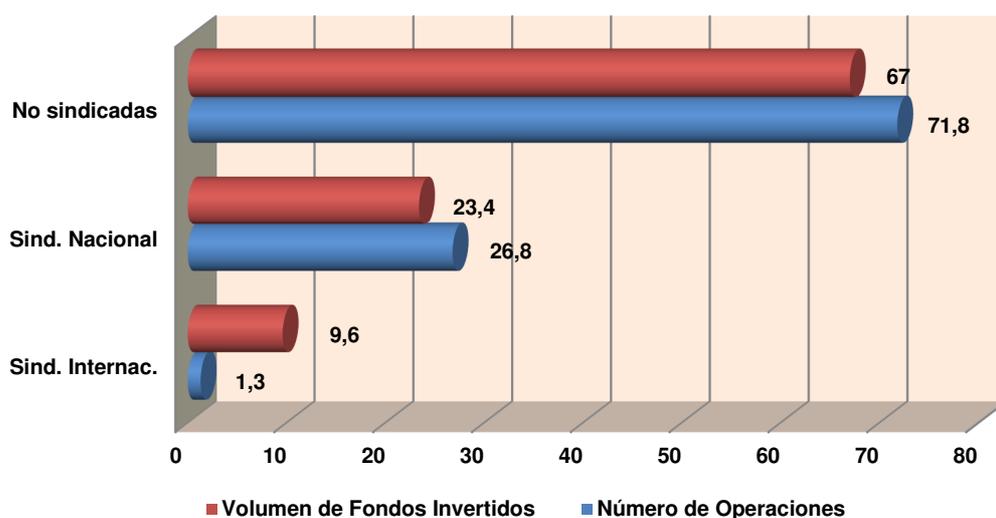
Gráfico 3.1. Porcentaje de ECR en España y capitales en gestión en 2009, según el tamaño de la entidad



Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo y elaboración propia

Cuando el volumen y el riesgo de ciertas inversiones son muy elevados, dos o más ECR se agrupan sindicando la operación y crean un “pool”, reduciendo así riesgos y permitiendo la inversión de mayores volúmenes de capital (Centelles, 1983; Martín, 1988). Esta sindicación reporta a la ECR ventajas tales como el control de la inversión, la reducción de riesgos al diversificar la cartera y una mejor selección de las inversiones (Carvalho, 1996). En el gráfico 4.1 se puede apreciar el porcentaje de ECR que operaban en España en 2009, según la procedencia de sus recursos, tanto en número de entidades como en capitales en gestión, destacando el volumen de fondos invertidos y el número de operaciones no sindicadas.

Gráfico 4.1. Porcentaje de operaciones sindicadas en España en 2009, según el volumen de fondos invertidos y el número de operaciones realizadas

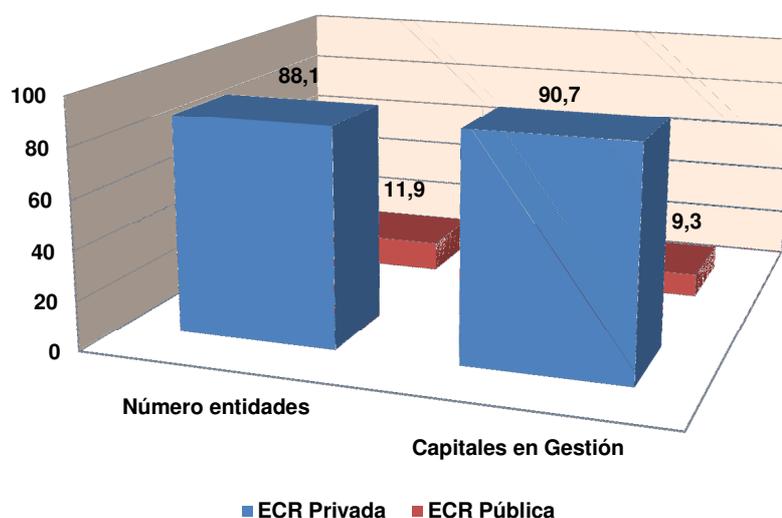


Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo y elaboración propia

b) Según la procedencia de los recursos que invierten podemos distinguir entre ECR privadas y públicas (Ramón y García, 2006).

En el gráfico 5.1 se aprecia el porcentaje de ECR que operaban en España en 2009, según la procedencia de sus recursos, tanto en número de entidades como en capitales en gestión. Observamos que las ECR privadas superan a las públicas en ambos aspectos.

Gráfico 5.1. Porcentaje de ECR en España y capitales en gestión en 2009, según la procedencia de sus recursos



Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo y elaboración propia

c) En función de la estructura del pasivo o del origen de los recursos se pueden clasificar en ECR financiadas con fondos propios y ECR financiadas con fondos ajenos. Estos fondos pueden ser, según su procedencia: a) fondos cautivos (*captive funds*), cuando proceden de inversores institucionales y b) fondos independientes, cuando provienen de inversores de distinta procedencia (Wright y Robbie, 1996 y Manigart *et al*, 2002). Para la BVCA (*British Venture Capital Association*) existe un tercer tipo, las semi-cautivas (Hassan y Leece, 2008).

En la ECR cautiva los fondos provienen de otra empresa o entidad a la que pertenece (bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, sector público), por lo que la ECR no se ve en la necesidad de levantar o captar fondos directamente del mercado.

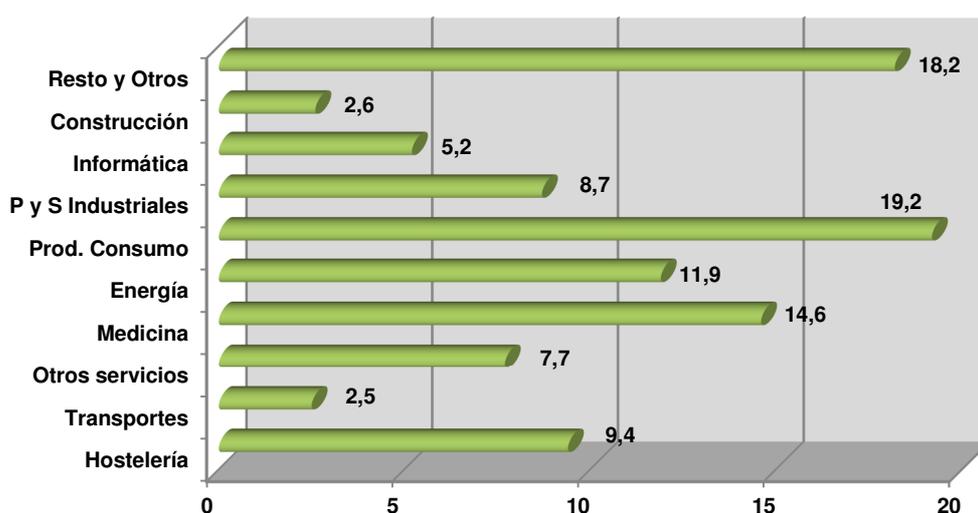
Las ECR independientes, por su parte, están obligadas a captar fondos buscando inversores de entre un amplio abanico de instituciones y particulares, formando un fondo cerrado (constituido por un número máximo de partícipes). La financiación de fuentes externas se está viendo muy dificultada en los últimos años debido a la crisis económica mundial. Se caracterizan porque ningún accionista tiene una posición dominante sobre la propiedad de la empresa.

En cuanto a las ECR semi-cautivas, generalmente presentan dos formas de actuación. Se constituyen como una filial de un banco o bien un grupo de gestión de inversiones crea un fondo e invita a otros inversores a participar. Suelen comenzar como cautivas y van recaudando fondos de otras fuentes distintas de la matriz (Hassan y Leece, 2008).

d) Según el grado de participación en la gestión se puede distinguir entre ECR activas, cuando participan directamente en la dirección de la empresa participada, y ECR pasivas cuando son menos estrictas en los controles que realizan a sus participadas.

e) En función del sector en el que operan podemos distinguir entre generalistas y sectoriales. En el gráfico 6.1 se observa la composición porcentual de la inversión realizada en España en 2009 por sectores, destacando el sector de productos de consumo, seguido por medicina y energía. Los sectores en los que menos inversiones se realizaron son transportes y construcción.

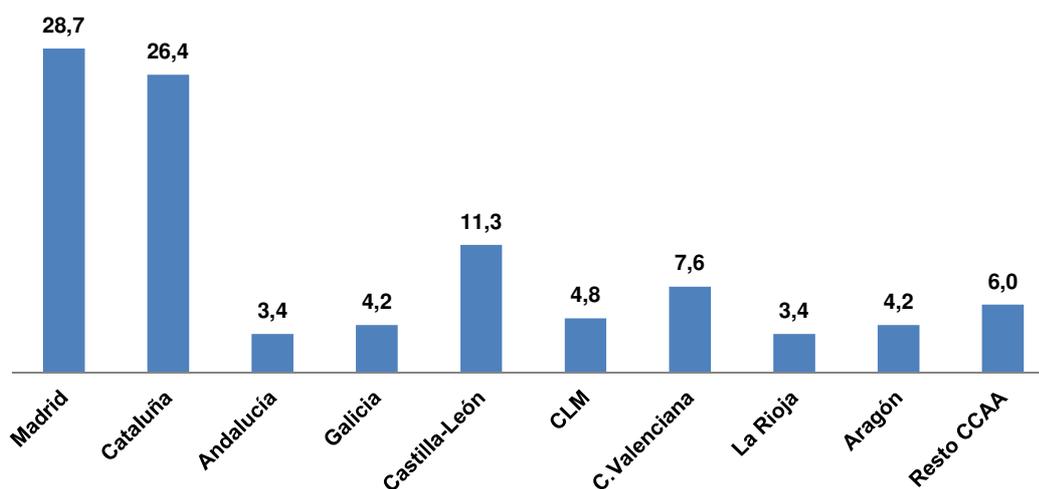
Gráfico 6.1. Porcentaje de inversión realizada en España en 2009 por sectores



Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo y elaboración propia

f) Según el ámbito geográfico donde operan, podemos distinguir entre específicas de un país, regionales o a nivel global. Aquellas ECR que deciden invertir internacionalmente deben contar con un amplio stock de capital humano, materializado en gestores con experiencia internacional (Manigart *et al.*, 2006). La localización geográfica es un factor muy valorado por las ECR españolas que invierten en fases iniciales y que buscan altas rentabilidades (Ramón *et al.*, 2007). En la gráfico 7.1 se muestra el porcentaje de inversión en España en 2009 por CCAA, siendo Madrid y Cataluña las que presentan un mayor porcentaje de inversiones.

Gráfico 7.1. Porcentaje de inversión total en España en 2009 por CCAA



Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo y elaboración propia

7. Proceso de actuación del capital riesgo

El proceso de entrada-actuación-salida del capital riesgo en una empresa se puede dividir en una serie de etapas sucesivas que empiezan cuando la entidad debe plantearse si le interesa participar en la propuesta que le presenta la candidata. Ha de tener en cuenta que se trata de una relación de alto riesgo, normalmente en una empresa joven y con poca experiencia y, por tanto, con un elevado porcentaje de fracaso (Bergemann y Hege, 1998). Además, la ECR actúa en un mercado con el que

es muy posible que no esté familiarizada, por un plazo de entre tres y cinco años y con un resultado incierto. La entidad es consciente de que puede existir la posibilidad de que gestor y empresario no compartan la misma información, e incluso la posibilidad de que una vez tomada la participación, el empresario pueda tener un comportamiento oportunista en su relación con el gestor de la ECR (Sahlman, 1990; Lerner, 1994; Gompers, 1995; De Bettignies y Brander, 2007).

Ante todas estas circunstancias, la toma de decisiones es el eje sobre el que gira todo el proceso de entrada-actuación-salida, ya que del éxito del proyecto depende el futuro de la ECR. Asimismo, el conocimiento de todo el proceso de actuación del capital riesgo es muy positivo para las empresas demandantes de financiación, ya que les permite efectuar propuestas exitosas incidiendo en aquellos aspectos más valorados por los gestores y, en consecuencia, minimizando los rechazos (Timmons y Spinelli, 2004).

Se han desarrollado varios trabajos empíricos que dividen la toma de decisiones en varias etapas. El modelo de Tyebjee y Bruno (1984) se basa en una secuencia de cinco pasos: 1) *Deal Origination*, 2) *Deal Screening*, 3) *Deal Evaluation*, 4) *Deal Structuring* y 5) *Post-Investment Activities*. Este modelo fue aplicado en el Reino Unido por Sweeting (1991).

Fried y Hisrich (1994) desarrollan un estudio empírico basado en seis etapas: 1) *Origination*, 2) *Firm-Specific Screen*, 3) *Generic Screen*, 4) *First-Phase Evaluation*, 5) *Second-Phase Evaluation* y 6) *Closing*.

7.1. Contactos previos-primera selección

La fase de contactos previos es primordial, pues de ella se deriva la eliminación o aceptación de un buen número de proyectos. Debido a que se suele rechazar un porcentaje muy alto de propuestas, los empresarios interesados en la financiación de capital riesgo deben conocer todo el proceso y ser capaces de

enviar aquellas señales sobre su proyecto que los gestores esperan recibir cuando valoran las propuestas (Hudson y Evans, 2005).

Varios trabajos empíricos han abordado la importancia de los contactos previos y la primera selección de la propuesta (Tyebjee y Bruno, 1984; Fried y Hisrich, 1994; Wright y Robbie, 1996; Ramón *et al.*, 2007).

En esta fase, ambas partes se dan a conocer a través de intermediarios financieros u otros inversores de capital riesgo (Ramón y García, 2006). Predominan, por encima de otras consideraciones, los objetivos y la política de inversiones de la ECR. Sus exigencias en cuanto a tasas de retorno, que varían en función de la fase de desarrollo en la que se encuentra la candidata (Carter y Van Auken, 1994; Ramón *et al.*, 2007). La estrategia inversora de la ECR viene determinada por la zona geográfica preferida para invertir, por la fase de desarrollo de la participada y por las condiciones y características del sector (Gupta y Sapienza, 1992; Carter y Van Auken, 1994; Chen *et al.*, 2010).

En esta primera toma de contacto, la ECR pide un plan de negocios a la empresa, la herramienta más importante en la toma de decisiones del capital riesgo en Europa y, especialmente, en España (Manigart *et al.*, 1998; Ramón y García, 2004). Es el punto de partida para evaluar la propuesta, debido a la existencia de diferencias de información entre el gestor y el empresario (Sahlman, 1990). La ECR dispone de dos fuentes primordiales de información contenidas en dicho plan de negocios. Por una parte, la información objetiva, donde la empresa ha descrito su situación patrimonial y financiera, así como sus perspectivas de futuro. Aquí, los estados contables aportan información contrastable y verificable (Tyebjee y Bruno, 1984; MacMillan *et al.*, 1985; Wright y Robbie, 1996). Pero también existe una información de tipo subjetivo y difícilmente cuantificable (Lam, 1991), que será interpretada en base a la experiencia del gestor de capital riesgo, acumulando y manejando pequeñas dosis de información, combinada con intuición y decisión (Julien, 1995). Se demuestra que estos factores tienen tanta

importancia en la decisión del gestor como los primeros (Jankowicz y Hisrich, 1987; Khan, 1987; Zacharakis y Meyer, 1998).

En el plan de negocios se tendrán que reflejar aspectos relativos al proyecto, a su estado actual y a las perspectivas futuras, y debe aportar una información completa sobre la empresa en lo relativo a aspectos fiscales, legales, financieros y de personal. Debe contener, de forma explícita, información relativa al producto y al mercado, información económico-financiera, una descripción de las instalaciones y equipos utilizados, así como de las perspectivas de adquisiciones o renovaciones, haciendo hincapié en el estado actual del inmovilizado y en el grado de depreciación a que está sometido. Asimismo, debe contener un análisis del personal clave de la empresa. La elaboración del plan es una buena oportunidad para que el empresario medite y reflexione sobre diversas características de su negocio, como su funcionamiento, expansiones o posibles estrategias financieras (Haslett y Smollen, 1986).

Cuando la empresa prepara el plan de negocios debe ser consciente de que ha de ser capaz de transmitir a la ECR ciertas señales realistas sobre las perspectivas futuras de la empresa que minimicen las diferencias de información que existentes entre empresario y gestor. Estas señales deben permitir que el gestor evalúe tanto lo tangible como lo intangible, es decir, el empresario debe ser capaz de poder transmitir al gestor el valor de la empresa y su grado de compromiso con el proyecto (Busenitz *et al.*, 2005).

Toda la información suministrada mediante el plan de negocios debe matizarse según el grado de desarrollo en el que se encuentre la empresa. Si es una empresa nueva, la información debe girar en torno al producto, mercado, instalaciones, promotores-emprendedores y necesidades financieras para la puesta en marcha. Pero si la empresa ya está operativa, la información versará sobre la competencia, accionistas o perspectivas financieras (Bonet, 2000).

Pese a la importancia del plan de negocios para la toma de decisiones, Sahlman (1997) cuestiona su utilidad, debido a lo erráticas que pueden ser las predicciones realizadas a más de un año y, además, opina que para ser efectivo debe girar en torno a varios ejes: 1) las personas, 2) la oportunidad que el negocio representa, 3) las habilidades del empresario y su capacidad de tomar decisiones, y 4) la valoración de los aspectos negativos y cómo corregirlos.

A esta primera evaluación de la propuesta se la conoce también como *screening* inicial (Wright y Robbie, 1996), momento en el que la ECR debe dedicar sus esfuerzos a las empresas prometedoras, pero teniendo cuidado de no eliminar en este proceso las que tienen mayor potencial de éxito (Zacharakis y Meyer, 2000).

7.2. El *due diligence*

Una vez que la propuesta ha logrado interesar al capital riesgo y ha superado la primera selección, pasa a la fase de valoración propiamente dicha, donde es sometida a una exhaustiva evaluación (*due diligence*), con el fin de comprobar que la información ofrecida a través del plan de negocios es correcta y que el proyecto será capaz de cumplir con las expectativas de la ECR, es decir, que será capaz de generar las tasas de rentabilidad fijadas como objetivo. En esta fase de evaluación se tendrán en cuenta aspectos tales como la etapa de desarrollo en que se encuentra la candidata, así como una serie de criterios que las ECR toman en consideración a la hora de efectuar las valoraciones.

El análisis del plan de negocios se complementa con la aplicación de un conjunto de criterios en la valoración, algunos de tipo subjetivo. Así, se valoran aspectos como a) la personalidad y experiencia del empresario y de su equipo, b) los elementos de mercado y la habilidad de la candidata para controlarlos, c) la singularidad y ventajas competitivas del producto, d) la exposición a factores de riesgo más allá del control de la empresa (entrada de competencia o variaciones

cíclicas de las ventas, entre otros), y e) consideraciones de tipo financiero como rentabilidad mínima y endeudamiento, entre otros (Tyebjee y Bruno, 1984; MacMillan *et al.*, 1985; Sweeting, 1991; Ray, 1991; Ray y Turpin, 1993; Wright y Robbie, 1996; Manigart *et al.*, 1998; Mishra, 2004).

En el proceso de *due diligence* es un proceso largo, difícil y costoso pues son muchos los parámetros que entran en juego.

7.3. Formalización de la relación

Si finalmente se toma la decisión de participar en el proyecto, es necesario determinar de qué forma se llevará a cabo dicha participación. El mecanismo más utilizado es la aportación de capital, a través de acciones ordinarias, pero también utilizan otro tipo de mecanismos como los préstamos participativos o las obligaciones convertibles (Centelles, 1999).

Con las acciones ordinarias el inversor toma una parte del capital de la empresa, adquiriendo derechos económicos y políticos en proporción directa a la participación comprada (Centelles, 1983). Si la inversión tiene éxito, la ECR obtiene grandes plusvalías (Martínez-Rodríguez, 1992), pero si el proyecto fracasa, ocuparía el último lugar en la liquidación de la sociedad (Martínez-Rodríguez, 1992). Para la empresa presenta la ventaja de que el coste es menor que el de la deuda, y al mostrar una cifra de capital más elevada, aumenta la garantía frente a terceros (Vendrell, 1999).

Otro mecanismo de entrada lo constituyen las acciones preferentes, que atribuyen, además de los derechos de las acciones ordinarias, otros privilegios que no pueden recaer ni sobre el derecho de suscripción preferente, ni tampoco sobre el derecho de voto (Cachón, 1995). Este derecho suele coincidir con la obtención de un dividendo mínimo anual (Vendrell, 1999).

Otro instrumento de entrada lo constituyen las obligaciones convertibles, que otorgan la posibilidad de transformarse en acciones de acuerdo con unas condiciones estipuladas en la emisión. Para atraer a los inversores se establece una tasa de conversión que puede ser fija o variable, en función de la evolución de la empresa (Centelles, 1983). También se establece un plazo para realizar la conversión, más allá del cual, las obligaciones se transforman en simples, pasando a devengar a partir de esos momentos un interés normal, con el fin de compensar al inversor que no convierta. Esto asegura a la ECR una retribución por la inversión y la posibilidad, si le interesa, de pasar a ser accionista de la empresa.

Si se utiliza la fórmula de los préstamos participativos, la ECR percibe un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa (beneficio neto, volumen de negocio, patrimonio total). En este caso, la ECR participa en la marcha de la empresa sin llegar a ser accionista y se garantiza un interés fijo más una participación en los beneficios.

Una vez decida la forma de participación, la relación se formalizará a través de la firma de un contrato de entrada o pacto de accionistas que recoja todas las condiciones negociadas, dejando claros los compromisos y exigencias de ambas partes.

7.3.1. El contrato de entrada

Una vez que la propuesta ha sido evaluada positivamente y ha superado el proceso de selección, el empresario y el gestor de capital riesgo han de formalizar su relación mediante la firma de un contrato financiero (contrato de entrada o pacto de accionistas), en el que queden fijados los compromisos importantes y se pongan de manifiesto los riesgos de la mutua relación, así como los mecanismos para minimizarlos. Esto se justifica debido a que las inversiones de capital riesgo están sometidas a una serie de riesgos internos y externos. Los riesgos internos están relacionados con problemas derivados del distinto conocimiento que sobre la

empresa poseen gestor y empresario, y tienen que ser considerados en el diseño del contrato. Los externos están relacionados con los riesgos a los que se enfrentan los gestores y los empresarios, igualmente inciertos para ambos, relacionándose, en este caso, con la vigilancia y el control de la empresa (Kaplan y Strömberg, 2004). Así, cuando los gestores de capital riesgo redactan un contrato intentan cubrir el riesgo de que los empresarios tomen sus propias decisiones (Sahlman, 1990). En el contrato se han de detallar los derechos y deberes del empresario y del gestor (Landström *et al.*, 1998), el cual debe poder controlar la empresa después de la inversión.

El principal objetivo del contrato de participación financiera es crear un entendimiento mutuo entre empresario y gestor (Landström *et al.*, 1998), permitiendo que éste controle la empresa y pueda obtener una recompensa por el alto riesgo que esto implica (Amit *et al.*, 1990; Admati y Pfleiderer, 1994; Hellman, 1998; Repullo y Suárez, 2000) mediante el establecimiento de una relación a largo plazo entre ellos (Sapienza y Korsgaard, 1996). Kaplan *et al.* (2007) establecen que mediante la redacción de contratos eficientes en el capital riesgo, las ECR tienen más probabilidades de sobrevivir. Admati y Pfleiderer (1994) proponen un contrato “de fracción fija”, que protege a la ECR de posibles cambios inesperados en la continuidad del proyecto por parte del empresario, de modo que el gestor siempre posee la misma fracción de la rentabilidad de la empresa, convirtiéndose en el único proveedor de capital y propietario de esa parte fija del proyecto.

De cualquier forma, cuando se acomete la redacción del contrato de entrada se han de dejar claros una serie de aspectos clave para que la relación entre ambas partes sea fructífera. Estos aspectos abarcan varios campos:

a) Forma de entrada y salida del capital riesgo de la participada. La entrada puede realizarse mediante la aportación directa de capital o bien vincularse a la naturaleza progresiva de la inversión (Klausner y Litvak, 2001), por medio de aportaciones en rondas sucesivas ligadas a la consecución de determinados objetivos. La financiación por etapas resulta esencial ante proyectos realmente prometedores (Gompers, 1995; Cornelli y Yosha, 2003). En este

sentido, Wang y Zhou (2002) demuestran empíricamente que la financiación por etapas, además de reducir riesgos, ejerce un rol fundamental a la hora de inducir al empresario a dedicar un mayor esfuerzo al proyecto. La salida tiene lugar mediante la desinversión.

b) Definición del poder que tendrá la ECR en la participada. En este punto la ECR normalmente impondrá el número de puestos que ocupará en el Consejo de Administración (Centelles, 1983; Gorman y Sahlman, 1989; Alcalá, 1995), ejercerá derechos de control que le permitirán controlar y proteger a los gestores del posible comportamiento oportunista del empresario (Kaplan y Strömberg, 2003); se imponen derechos de veto para prevenir que algunas medidas adoptadas por el Consejo de Administración puedan contravenir los objetivos de la ECR, reservándose ésta el derecho a oponerse a determinadas decisiones cruciales para el negocio, como giros en la política de la empresa, o bien cambios en los objetivos; también se considera como un derecho de veto la fijación de una cláusula que obligue a que en ciertos acuerdos sea necesario el voto favorable de los consejeros de la ECR. Se establecen derechos de dominio que van a permitir a la ECR mantener su posición en la empresa y protegerse de determinadas acciones del empresario que puedan tender a introducir a terceros en la empresa mediante la venta de sus acciones, o bien a realizar inversiones de dominio (Parhankangas *et al.* 2005), de modo que el gestor se asegure de que una posible venta de las acciones por parte del empresario no diluirá el valor de su inversión.

c) Acuerdos con directivos y gerentes, buscando controlar los puestos clave de la gestión, de la dirección y de la administración de la participada. De esta forma la ECR tendrá el control de toda la gestión económica (Barrow *et al.*, 2001). También pueden establecerse limitaciones en el sueldo de los ejecutivos y el control de sus contratos (Rosenstein, 1988; Barney *et al.*, 1994).

d) Determinación de la forma en que la participada rendirá cuentas a la ECR. Se solicitarán auditorías anuales, informes económicos y financieros y la

presentación periódica de los estados contables, así como el presupuesto para el ejercicio siguiente (Salas, 1990; Alcalá, 1995).

e) Acuerdos de tipo general, relativos a compensaciones por errores u omisiones en el plan de negocios (Hoffman y Blakey, 1987).

A pesar de que todas estas cláusulas pretenden que la relación sea diáfana entre ambas partes y que la ECR cumpla los fines por los que participa financieramente en la empresa, las diferencias de información hacen que el contrato entre gestores y empresarios sea incompleto (Gilson y Schizer, 2003).

7.4. Actividades posteriores a la inversión: seguimiento y control

Las actividades posteriores a la inversión incluyen el seguimiento y control de la participada, así como el asesoramiento de la misma, constituyéndose en una de las señas de identidad del capital riesgo que lo diferencia de la financiación tradicional. Su actividad no se circunscribe solamente a proveer de fondos a la empresa, sino que incluye la aportación de una serie de valores intangibles que contribuyen a crear una buena imagen de empresa con futuro, lo que incluso puede ayudar posteriormente a la obtención de nueva financiación mediante endeudamiento. Este conjunto de valores materiales e inmateriales que aporta el capital riesgo hacen de ésta una financiación muy eficaz (Gupta y Sapienza, 1992). Los gestores aportan a las empresas en las que invierten valores como su red de contactos, su imagen, disciplina y apoyo moral (Fried y Hisrich, 1995).

Existen dos formas de colaboración de la ECR con sus participadas. Pueden hacer un seguimiento activo y pormenorizado (*hands-on approach*), propio de ECR con una cartera pequeña, o bien un seguimiento más pasivo (*hands-off approach*), propio de ECR cuya actividad es exclusivamente de tipo financiero, donde los contactos son más esporádicos y se limitan a la aportación de estados financieros,

contables y presupuestos (Martínez-Rodríguez, 1992). El control y seguimiento de la empresa debe realizarse no sólo en el período posterior a la inversión, sino también durante el proceso de evaluación, lo que facilita una disminución de los efectos negativos que ocasiona la diferente información que sobre el proyecto poseen empresario y gestor (Proimos y Wright, 2005).

Se han realizado diversos estudios empíricos sobre la relación entre los gestores y sus participadas, destacando la frecuencia en la interacción entre ambos, así como los trabajos que los gestores realizan en nombre de la empresa atrayendo inversores o valorando estrategias (Gorman y Sahlman, 1989; Barry *et al.*, 1990; Fried y Hisrich, 1995; Carvalho *et al.*, 2008).

7.5. Desinversión

Una vez cumplido el tiempo de participación pactado en el contrato de entrada tiene lugar la desinversión o salida. Esta etapa, junto con la toma de decisiones, es la más crítica y compleja de todo el proceso del capital riesgo, puesto que si la desinversión no está clara desde un principio, la inversión puede no llevarse a cabo (Ramón *et al.*, 2007). Por medio de la desinversión la ECR obtendrá sus plusvalías que junto con los rendimientos que puedan obtener por la colocación de sus excesos de tesorería en los mercados de capitales, serán las únicas fuentes de ingresos con que cuentan (Cazorla *et al.*, 1997; Bonet, 2000). El momento de la desinversión depende del grado de desarrollo alcanzado por la participada, de la situación del sector en el que la empresa desarrolla su actividad, del éxito o fracaso de la gestión llevada a cabo en la empresa y de la posibilidad de colocación o venta de las participaciones. Además, el empleo de los valores convertibles en los contratos financieros se considera un modo de resolver los problemas asociados con el momento de la salida o desinversión de la entidad de capital riesgo, momento en el que se produce un conflicto de intereses entre las partes, no sólo por la distribución de los excedentes monetarios sino también por los no monetarios (Bascha y Walz, 2001).

Las formas más comunes de desinversión son: 1) la recompra de las acciones por parte de los antiguos accionistas de la empresa o por los propios directivos de la misma, 2) la venta de las acciones a terceros o incluso a otra ECR que esté especializada en la siguiente fase de desarrollo a la que se produzca la desinversión, 3) la introducción de la empresa en los mercados bursátiles (IPO)¹¹, 4) el reembolso y devolución de préstamos, 5) la liquidación del proyecto como consecuencia de su fracaso o el no cumplimiento de las expectativas, incluso renunciando a posibles plusvalías (Gorman y Sahlman, 1989).

8. Conclusiones

En el presente capítulo se ha realizado una descripción del capital riesgo en España y de su evolución. Además se ha analizado todo el proceso de actuación, desde la fase de contactos previos hasta la desinversión o salida, haciendo especial hincapié en el proceso de toma de decisiones.

En cuanto a su evolución, el capital riesgo en España ha pasado por varias etapas. La primera de ellas comienza en los años setenta y perdura hasta mediados de los ochenta, caracterizándose por el predominio de la iniciativa pública, con inversiones en siembra. En la segunda etapa, que abarca hasta principios de los años noventa, la evolución del capital riesgo se caracteriza por una mayor iniciativa privada y una disminución de la financiación pública, con inversiones en fases iniciales (*seed* y *start-up*). En la tercera etapa, que comprende desde 1992 hasta 1996, se produce un incremento de la iniciativa privada e inversiones en fase de expansión. Finalmente, la cuarta etapa se desarrolla desde 1997 hasta la actualidad, y se caracteriza por un afianzamiento

¹¹ En España se creó el Segundo Mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio mediante el RD 710/1986, de 4 de abril, posteriormente desarrollado por la OM de 26 de septiembre de 1986. Se creó para ampliar la posibilidad de acceso a los mercados de capitales de aquellas pymes que necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo. Sin embargo, desde sus comienzos ha tenido poco éxito. Las razones deben buscarse en la falta de información, miedo del empresario a que se produzcan interferencias con la introducción de nuevos accionistas, la cotización en bolsa supone mayores exigencias de transparencia e información, etc.

de la inversión privada en fases de desarrollo maduras. En 2009 había 185 operadores adheridos a ASCRI, de los que 163 eran ECR privadas.

De la misma manera, la legislación que regula la actividad de capital riesgo en España ha atravesado diferentes etapas hasta llegar a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, que regula actualmente el sector. Tomando dicha Ley como referencia y en base a su artículo 1, se definen tres tipos de entidades de gestión de capital riesgo: Sociedades de Capital Riesgo (SCR), Fondos de Capital Riesgo (FCR), estas dos forman lo que la ley denomina Entidades de Capital Riesgo (ECR), y en tercer lugar, Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR).

Por lo que respecto al modo de actuación del capital riesgo, el eje clave sobre el que gira toda su actividad radica en el proceso de toma de decisiones, ya que del éxito del proyecto depende la continuidad de la ECR. Este proceso de actuación se divide en una serie de pasos sucesivos que se caracterizan porque en cada uno de ellos la propuesta es susceptible de ser eliminada si no cumple con los requisitos establecidos previamente por la ECR. En primer lugar se produce la toma de contacto en la que ambas partes se dan a conocer, tema tratado por diversos estudios empíricos (Tyebjee y Bruno, 1984; Fried y Hisrich, 1994; Wright y Robbie, 1996; Ramón *et al.*, 2007). El elemento fundamental en esta primera toma de contacto es el plan de negocios que la ECR solicita a la empresa y que permite evaluar la propuesta minimizando las diferencias de información entre ellos (Sahlman, 1990). Posteriormente, el gestor de capital riesgo comienza con el proceso de *due diligence*, un proceso largo, difícil y costoso ya que son muchos los parámetros que entran en juego, como la personalidad y experiencia del empresario y de su equipo, los elementos de mercado y la habilidad de la candidata para controlarlos, la singularidad y ventajas competitivas del producto o consideraciones de tipo financiero, entre otros (Tyebjee y Bruno, 1984; MacMillan *et al.*, 1985; Sweeting, 1991; Ray, 1991; Ray y Turpin, 1993; Wright y Robbie, 1996; Manigart *et al.*, 1998; Mishra, 2004).

Si el gestor toma la decisión de participar en el proyecto, es necesario determinar el instrumento mediante el que se llevará a cabo dicha participación, siendo el más utilizado la aportación de capital, a través de acciones ordinarias. Finalmente la relación se formaliza a través de la firma de un contrato financiero o pacto de accionistas que recoja todas las condiciones negociadas, dejando claros los compromisos y exigencias de ambas partes.

Durante el tiempo que la ECR esté participando a la empresa la asesorará, le prestará ayuda técnica y le exigirá que rinda cuentas periódicamente.

Una vez cumplido el tiempo pactado en el contrato tiene lugar la desinversión o salida, pudiéndose realizar de varias maneras: recompra de las acciones por los antiguos accionistas, salida a bolsa, venta a terceros, entre otras.

9. Referencias

- Admati, A.R. y P. Pfleiderer, 1994. Robust financial contracting and the role of venture capitalists, *The Journal of Finance* 49, 371-402.
- Alcalá Olid, F., 1995. *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*, Editorial Civitas, Madrid.
- Aleman, M. L., 2004. *Impacto de las Inversiones de Capital Riesgo en España: un Análisis Empírico Regional*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.
- Allinson, C., Chell, E. y J. Hayes, 2000. Intuition and entrepreneurial behavior, *European Journal of Work and Organizational Psychology* 9 (1), 31-43.
- Amit, R., Glosten, L. y E. Muller, 1990. Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing, *Management Science* 36 (10), 1232-1245.
- ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo). Informes de los años 2009, 2010 y 2011. (www.ascricapital.com)
- Barney J.B., Busenitz, L., Fiet, J. y D. Moesel, 1994. The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants, *Managerial Finance* 20 (1), 19-30.
- Barry, B., Muscarella, C. J., Peavy, J. W., y M.R. Vetsuypens, 1990. The role of venture capital in the creation of public companies. Evidence from the going-public process, *Journal of Financial Economics* 27, 447-471.
- Barrow C., Richardson A., Copin G., Paliard R., Lange J., Leleux B., y L. St-Cyr Hec, 2001. Valuing high growth potential companies: an international comparison of practices by leading venture capitalists and underwriters, *Management International* 6 (1), 55-73.

- Bascha, A. y Walz, U., 2001. Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance, *Journal of Corporate Finance* 7, 285-306.
- Beraza Garmendia, J. M., 1992. El capital riesgo: una fuente de financiación para las Pymes, *Cuadernos de Gestión* 14, 63-99.
- Bergemann, D. y U. Hege, 1998. Venture capital financing, moral hazard, and learning, *Journal of Banking and Finance* 22 (6), 703-735.
- Bonet i Pedrol, J., 2000. Capital riesgo, una alternativa a la financiación de las empresas, *El Auditor. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España* 5, 18-21.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., y T. Hellmann, 2011. The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital. *Working Paper*, National Bureau of Economic Research, NBER.
- Busenitz, L.W., Fiet, J.O. y D.D. Moesel, 2005. Signaling in Venture Capitalist-New Venture Team Funding Decisions: Does It Indicate Long-Term Venture Outcomes? *Entrepreneurship: Theory and Practice* 29 (1), 1-12.
- Cachón Blanco, J. E. (1995): *Conocer los mercados financieros: Las acciones*, Ediciones Pirámide, Vol. 2.
- Carrascosa Morales, A., 1993. Aspectos económicos y regulación de las entidades de Capital-Riesgo en España, *Información Comercial Española* 716, 77-87.
- Carter, R. B. y H.E. Van Auken, 1994. Venture capital firms' preferences for projects in particular stages of development, *Journal of Small Business Management* 32 (1), 60-74.
- Carvalho, A G., 1996. Venture capital, more than money, *Illinois Business Review* 53 (3), 11-13.
- Carvalho, A., Calomiris, C., y J. Matos, 2008. Venture capital as human resource management, *Journal of Economics and Business* 60, 223-255.

- Cazorla Papis, L., Céspedes Lorente, J. y C.J. Cano Guillén, 1997. Estrategia inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes, *VII Congreso Nacional de la Asociación Científica de Dirección y Economía de la Empresa*, Almería, 529-546.
- Centelles, E., 1983. La actividad de capital riesgo (Venture Capital): características y posibilidades en España, *Economía Industrial* mayo-junio, 131-143.
- Centelles, E., 1999. El Capital Inversión, sus oportunidades y su aportación a las empresas de fuerte crecimiento, *Economía Industrial* 237, 115-120.
- Chen, H, Gompers, P, Kovner, A. y J. Lerner, 2010. Buy local? The geography of venture capital, *Journal of Urban Economics* 67, 90-102.
- Chrisman, J.J., McMullan, E. y J. Hall, 2005. The influence of guided preparation on the long-term performance of new ventures, *Journal of Business Venturing* 20 (6), 769-791.
- Cornelius, B., 2005. The institutionalisation of venture capital. *Technovation* 25 (6), 599-608.
- Cornelli, F. y O. Yosha, 2003. Stage Financing and the Role of Convertible Securities, *Review of Economic Studies* 70 (242), 1-32.
- Cumming, D., 2006. Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital, *Theory and Practice* 30 (2), 155-183.
- De Bettignies, J.E. y J.A. Brander, 2007. Financing Entrepreneurship: Bank Finance Versus Venture Capital, *Journal of Business Venturing* 22, 808-832.
- Durán Herrera, J. J., 1996. Apoyo financiero a la creación y desarrollo de la empresa. Un sistema incompleto, *Economistas* 69 (14), 116-122.

- Fried, V.H. y R.D. Hisrich, 1994. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making, *Financial Management* 23 (3), 28-37.
- Fried, V. H. y R.D. Hisrich, 1995. The Venture Capitalist: a Relationship investor, *California Management Review* 37, 101-113.
- García Pérez de Lema, D., Arques Pérez, A., Bonnet, J., Calvo-Flores Segura, A., García Sánchez, A., Holt, G. y N. Le Pape, 1997. *El riesgo financiero de la pequeña y mediana empresa en Europa*, Ediciones Pirámide.
- Gilson, R.J. y D.M. Schizer, 2003. Understanding Venture Capital structure: a tax explanation for convertible preferred stock. *Harvard Law Review* 116 (3), 874-916.
- Gompers, P.A., 1994. The Rise and Fall of Venture Capital, *Business and Economic History* 23 (2), 1-26.
- Gompers, P.A., 1995. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance* 50 (5), 1461-1489.
- Gompers, P. y J. Lerner, 2001. The Venture Capital Revolution, *Journal of Economic Perspectives* 5 (2), 145-168.
- Gorman, M. y W.A. Sahlman, 1989. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing* 4, 231-248.
- Gupta, A.K. y H.J. Sapienza, 1992. Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments, *Journal of Business Venturing* 7 (5), 347-362.
- Haslett, B. y L. Smollen, 1986. Preparing a Business Plan, en *Pratt's Guide to Venture Capital Sources*, Edición 11ª, Publicación: Wellesley Hills (MA) Venture Economics Inc, 22-32.

- Hassan A. y D. Leece, 2008. The Influence of Venture Capitalists' Source of Finance on their Post-Investment Behavior in Investee Companies, *The Journal of Private Equity* 11 (3), 69-84.
- Hellmann, T., 1998. The allocation of control rights in venture capital contracts, *RAND Journal of Economics* 29 (1), 57-76.
- Hellmann, T y M. Puri, 2002. Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence, *The Journal of Finance* 57 (1), 169-197.
- Hoffman, H. M. y J. Blakey, 1987. You can negotiate with venture capitalists, *Harvard Business Review* 65 (2), 16-24.
- Hudson, E y M. Evans, 2005. A Review of Research into Venture Capitalists' Decision Making: Implications for Entrepreneurs, Venture Capitalists and Researchers, *Journal of Economic and Social Policy* 10 (1), 1-18.
- Isaksson, A., 2006. Studies on the venture capital process. Tesis Doctoral, Umeå School of Business, Umeå University.
- Jankowicz, A.D. y R.D. Hisrich, 1987. Intuition in small business lending decisions, *Journal of Small Business Management* 22, 45-52.
- Julien, P.A., 1995. New Technologies and Technological information in Small Business, *Journal of Business Management* 10 (6), 459-475.
- Kaplan, S. y P. Strömberg, 2003. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies* 70 (243), 281-315.
- Kaplan, S. y P. Strömberg, 2004. Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *Journal of Finance* 59 (5), 2177-2210.
- Kaplan, S., Martel, F. y P. Strömberg, 2007. How do legal differences and experience affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation* 16 (3), 273-311.

- Khan, A.M., 1987. Assessing venture capital investments with non-compensatory behavioral decision Models, *Journal of Business Venturing* 2 (3), 193-205.
- Klausner, M. y K. Litvak, 2001. What Economists have taught us about Venture Capital Contracting. *Working Paper*, Stanford Law School.
- Lam, S., 1991. Venture capital financing: A conceptual framework, *Journal of Business Finance and Accounting* 18 (2), 137-149.
- Landström, H., Manigart, S., Mason, C. y H. Sapienza, 1998. Contracts Between Entrepreneurs and Investors: Covenants and Negotiation Process. *Babson-Kaufman Annual Conference*, Gent, Belgium.
- Lerner, J., 1994. The Syndication of Venture Capital Investments, *Financial Management* 23 (3), 16-27.
- Macht, S. y J. Robinson, 2009. Do business angels benefit their investee companies? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research* 15 (2), 187-208.
- Macmillan, I. C., Siegel, R. y P.N. SubbaNarasimha, 1985. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business Venturing* 1, 119-128.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P. y K. De Waele, 1998. Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 21 (4), 29-43.
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. y A. Beekman, 2002. Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five-Country Study, *Journal of Business Venturing* 17 (4), 291-312.

- Manigart, S., Baeyens, K. e I. Verschueren, 2003. Financing and Investment Interdependencies in Unquoted Belgian Companies: the Role of Venture Capital. *Working Paper*, National Bank of Belgium.
- Manigart, S., Collewaert, V., Wright, M., Pruthi, S., Lockett, A., Bruining, H., Hommel, U y H. Landstrom, 2006. Human capital and the internationalization of venture capital firms, *International Entrepreneurship and Management Journal* 3, 109-125.
- Martí Pellón, J., 1993. La capitalización de pymes mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España, *Economía Industrial* noviembre-diciembre, 93-110.
- Martí Pellón, J., 1999. Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España, *Perspectivas del Sistema Financiero* 67, 21-36.
- Martín Mendoza, J.L., 1988. *El capital-riesgo: un sistema innovador de financiación*, Ediciones Fausí.
- Martínez Rodríguez, M. E., 1992. Sociedades de capital riesgo: una alternativa a las fórmulas tradicionales de financiación, *Anuario Jurídico y Económico Escorialense* 24, 320-344.
- Martínez Rodríguez, S., 2010. Competitividad, innovación y empresas de alto crecimiento en España, *Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio*.
- Mascareñas Pérez-Iñigo, J., 1996. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, McGraw-Hill de Management, 2ª Edición.
- Mishra, A., 2004. Indian venture capitalists (VCs): Investment evaluation criteria. *Journal of Applied Finance* 10(7), 71-93.
- Pandey, I.M. y A. Jang, 1996. Venture capital for financing technology in Taiwan, *Technovation* 16 (9), 499-514.

- Papadimitriou, S y P. Mourdoukoutas, 2002. Bridging the start-up equity financing gap: three policy models, *European Business Review* 14 (2), 104-110.
- Parhankangas, A., Landström, H. y G. Smith, 2005. Experience, Contractual Covenants and Venture Capitalists' Responses to Unmet Expectations. *Venture Capital* 7 (4), 297-318.
- Proimos, A. y S. Wright, 2005. A Pilot Study of Venture Capital Investment Appraisal in Australia, *Journal of Financial Services Marketing* 9 (3), 272-286.
- Prowse, S., 1998. Angel investors and the market for angel investments, *Journal of Banking and Finance* 22 (6-8), 785-792.
- Ramón Pintado, T. y D. García Pérez de Lema, 2004. El Plan de Negocio en la toma de decisiones del capital riesgo en España, *Harvard Deusto, Finanzas y Contabilidad* 158, 60-66.
- Ramón Pintado, T. y D. García Pérez de Lema, 2006. La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos, *Economía Industrial* 362, 155-164.
- Ramón Pintado, T., García Pérez de Lema, D. y H. Van Auken, 2007. Venture Capital in Spain by Stage of Development, *Journal of Small Business Management* 45 (1), 68-88.
- Ray, D.M., 1991. Venture Capital and Entrepreneurial Development in Singapore, *International Small Business Journal* 10 (1), 11-26.
- Ray, D.M. y D.V. Turpin, 1993. Venture capital in Japan, *International Small Business Journal* 11 (4), 39-56.

- Repullo, R. y J. Suarez, 2000. Entrepreneurial moral hazard and bank monitoring: A model of the credit channel. *European Economic Review* 44 (10), 1931-1950.
- Repullo, R. y J. Suarez, 2004. Venture Capital Finance: A Security Design Approach, *Review of Finance* 8, 75-108.
- Rojo, A., Gálvez, M.M., y J. Alonso, 2010. La valoración por las Sociedades de Capital Riesgo en la práctica. *Revista Española de Capital Riesgo* 3, 3-15.
- Rosenstein, J., 1988. The board and strategy: venture capital and high technology, *Journal of Business Venturing* 3, 159-170.
- Ruhnka, J.C. y J.E. Young, 1987. A venture capital model of the development process for new ventures, *Journal of Business Venturing* 2, 167-184.
- Sahlman, W. A., 1990. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics* 27 (2), 473-521.
- Sahlman, W.A., 1997. How to Write a Great Business Plan, *Harvard Business Review* 75 (4), 98-108.
- Salas Fumas, V., 1990. Instrumentos financieros en la creación de empresas: análisis desde la economía de los costes de transacción, *Economía Industrial* 272, 23-38.
- Sapienza, H.J., 1992. When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing* 7, 9-27.
- Sapienza, H.J., y M. Korsgaard, 1996. The Role of Procedural Justice in Entrepreneur-Venture Capital Relations, *Academy of Management Journal* 39 (3), 544-574.
- Sweeting, R.C., 1991. UK venture capital funds and the funding of new technology-based businesses: process and relationships, *Journal of Management Studies* 28 (6), 601-622.

- Timmons, J. y S. Spinelli, 2004. *New Venture Creation*, 6^a ed., Irwin McGraw-Hill, Boston.
- Trester, J. J., 1998. Venture Capital Contracting Under Asymmetric Information, *Journal of Banking and Finance* 22 (6-8), 675-699.
- Tyebjee, T. T. y A.V. Bruno, 1984. A model of venture capitalist investment activity, *Management Science* 30, 1051-1066.
- Vendrell Vilanova, A., 1999. Un nuevo impulso para la actividad de capital riesgo, *Actualidad Financiera* 4, 3-13.
- Wagner, P. y G. Tompson, 2000. A Method for Evaluating the Non-Financial Contributions of Venture Capitalists, *ICSB World Conference*.
- Wang, S., y H. Zhou, 2002. Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks, *Journal of Corporate Finance* 10 (1), 131-155.
- Wright, M y K. Robbie, 1996. Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information, *Accounting and Business Research* 26 (2), 153-168.
- Wright, M y K. Robbie, 1998. Venture Capitalists and Private Equity. A Review and Synthesis, *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (5-6), 521-570.
- Zacharakis, A.L. y G.D. Meyer, 1998. A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their Own Decision Process? *Journal of Business Venturing* 13, 57-76
- Zacharakis, A.L. y G.D. Meyer, 2000. The potential of actuarial decision models Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing* 15 (4), 323-346.

Zacharakis, A.L. y D.A. Shepherd, 2001. The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making, *Journal of Business Venturing*, 16 (4), 311-332.

10. Legislación

Decreto 2182/1972, de 21 de julio, por el que se constituye la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA). /BOE nº 197/1972 de 17 de agosto).

Real Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, sobre medidas económicas (BOE nº 224 de 11 de octubre).

Real Decreto 2341/1977, de 5 de agosto, por el que se crea el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) (Derogado). (BOE nº 218 de 12 de septiembre).

Real Decreto 2/1984, de 4 de enero, por el que por el que se adoptan medidas para la puesta en funcionamiento de la Entidad de Derecho Público Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (Derogado). (BOE nº 4 de 5 de enero de 1984).

Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes, administrativas, financieras, fiscales y laborales. (Regula las sociedades y fondos de capital riesgo). (BOE nº 73 de 26 de marzo).

Modificado por:

Ley 33/1987, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988 (BOE nº 307 de 24 de diciembre).

Real Decreto-Ley 5/1992 de medidas presupuestarias urgentes. (BOE nº 176 de 23 de julio).

Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la Legislación española en materia de Entidades de Crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al Sistema Financiero. (BOE nº 90 de 15 de abril).

Ley 43/1995 de 27 de diciembre del Impuesto sobre Sociedades. (BOE nº 310 de 28 de diciembre).

Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas económicas urgentes y liberalización de la actividad económica). (BOE nº 139 de 8 de junio).

Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio (BOE nº 90 de 15 de abril).

Real Decreto 1406/1986, de 6 de junio, por el que se aprueba el reglamento del CDTI (BOE nº 162 de 8 de julio).

Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (préstamos participativos). (BOE nº 139 de 8 de junio).

Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE nº 5 de 6 de enero).

Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE nº 282 de 25 de noviembre).

Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (BOE nº 103 de 29 de abril).

Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE nº 140 de 10 de junio).

Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV sobre normas contables, cuantas anuales y estados de información de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (BOE nº 313 de 29 de diciembre).

Circular 11/2008, de 26 de noviembre de la CNMV sobre normas contables, cuantas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo (BOE nº 12 de 14 de enero de 2009).

Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva (BOE nº 9 de 11 de enero de 2011).

Capítulo II
Revisión de la literatura

1. Introducción

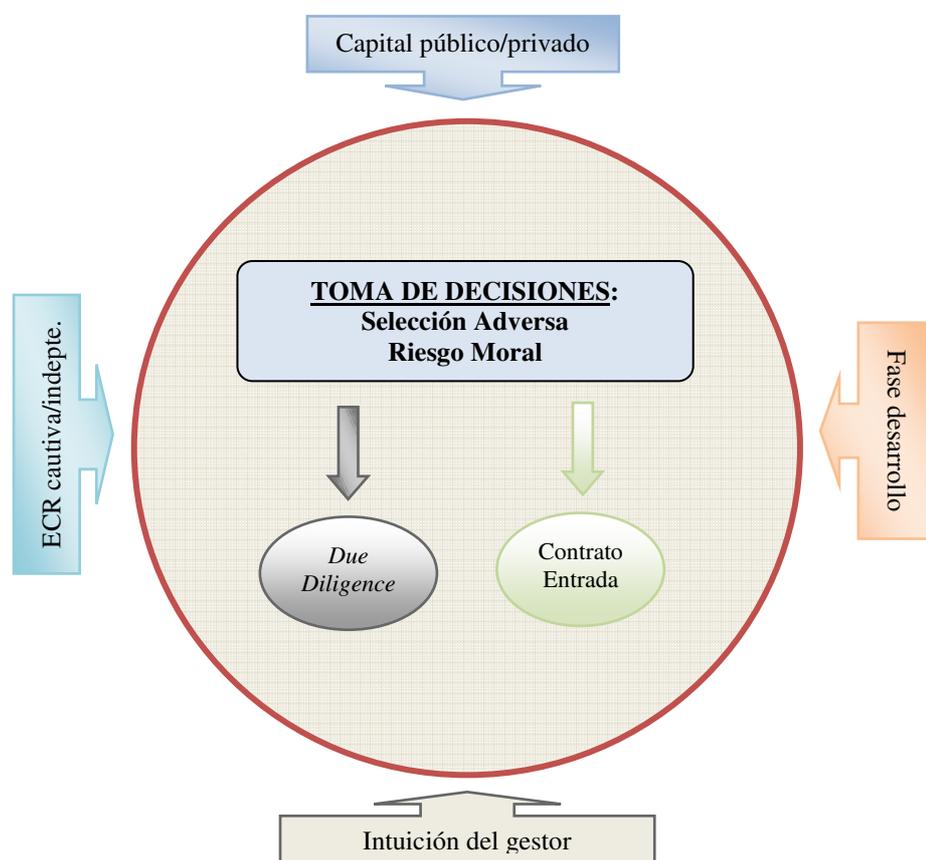
El capítulo II nos permite encuadrar dentro de la literatura existente los trabajos de investigación contenidos en los capítulos posteriores. Para ello, el principal objetivo es realizar una revisión de la literatura con el fin de aportar evidencia a cerca de los factores que pueden afectar a la toma de decisiones de participación financiera realizada por el gestor de capital riesgo, destacando el origen público o privado de los recursos de los que dispone la ECR para realizar sus inversiones, así como la forma en que capta los fondos para invertir, distinguiendo entre ECR cautivas e independientes. También se presentan factores relativos a la política y estrategia de inversiones de la ECR, como la fase de desarrollo en que se encuentra la participada o el uso que el gestor hace de su intuición durante el proceso de toma de decisiones.

Para justificar todo este proceso de actuación establecemos como premisa la existencia de información asimétrica, que impide al gestor conocer la verdadera naturaleza del proyecto antes de financiarlo (problema de selección adversa) y controlar las posibles acciones oportunistas por parte del empresario una vez realizada la inversión (problema de riesgo moral). La actuación del gestor de capital riesgo también puede verse condicionada por las diferentes fuerzas institucionales ejercidas por el entorno en el que desarrolla su actividad. Estas fuerzas son estudiadas por la Teoría Institucional, que propone que tanto las organizaciones como sus estrategias están influidas por el entorno institucional en el que operan, y están formadas por los legados institucionales que reflejan la cultura, historia y política de un país o región en particular.

A modo de resumen presentamos la figura 1.2 en la que se observan cada uno de los factores que pueden afectar al gestor en la toma de decisiones de participación

financiera del capital riesgo cuando realiza el proceso de *due diligence* y en la redacción y firma del contrato financiero.

Figura 1.2. Factores que afectan a la toma de decisiones



2. Asimetrías informativas en el capital riesgo

Las empresas financiadas por el capital riesgo se caracterizan por acusados problemas de información asimétrica (Chan, 1983; Amit *et al.*, 1990; Mitchell *et al.*, 1995; Trester, 1998; Van Auken, 2001; Busenitz *et al.*, 2005), incrementados por la inexistencia de activos tangibles y de antecedentes históricos (Amit *et al.*, 1990; Ramón *et al.*, 2007) y la presencia de un producto sin un demostrado mercado potencial (Cumming, 2006), que compite normalmente en industrias de alta tecnología sujetas a altos niveles de incertidumbre (Bygrave *et al.*, 1989; Ruhnka y Young, 1991; Li y Mahoney, 2011). Esto hace que el proceso de toma de decisiones

sea difícil y arriesgado y deba realizarse de forma rigurosa, ya que en ello va implícito el futuro de la entidad de capital riesgo (Gompers y Lerner, 2001; Hsu, 2004; Busenitz *et al.*, 2005).

La información asimétrica impide al gestor de capital riesgo conocer la verdadera naturaleza de los rendimientos del proyecto antes de financiarlo (selección adversa) y controlar las posibles acciones oportunistas por parte del empresario una vez la financiación ha sido concedida (problema de riesgo moral).

Antes de realizar la inversión, la selección de aquellas empresas que prometen elevados beneficios se convierte en una tarea difícil para el gestor de capital riesgo, debido a la diferente información que sobre ella poseen empresario y gestor (Sahlman, 1990; Proimos y Wright, 2005; Kut *et al.*, 2007; Hassan y Leece, 2007). Ante esta situación de asimetría informativa, el gestor se enfrenta a un problema de selección adversa (Sahlman, 1990; Cumming, 2006), más acusado cuando la empresa se encuentra en fases iniciales de desarrollo (Sahlman, 1990; Van Auken, 2001). Para comprender en qué medida empresarios y gestores pueden poseer diferente información sobre la empresa no es suficiente con identificar aquellas características de la compañía que son obviamente conocidas por el gestor, como su etapa de desarrollo o la industria en la que opera (información cuantitativa), sino que existen otras características cualitativas que son difícilmente identificables por los gestores, como las cualidades e inteligencia del empresario, sus habilidades de gestión y su capacidad de esfuerzo (Cumming, 2006). Por tanto, el riesgo de selección adversa existirá en diferentes grados en función de las características empresariales que el gestor de capital riesgo sea capaz de identificar (Cumming, 2006). Con el fin de reducir los efectos negativos de este problema de selección adversa y hacer una correcta toma de decisiones, el gestor realiza un exhaustivo examen de la propuesta. En una primera evaluación, descarta aquellos proyectos que puedan parecer no rentables a priori (Barry, 1994; Fried y Hisrich, 1994; Gompers, 1995; Wright y Robbie, 1996; Fenn *et al.*, 1997; Manigart *et al.*, 1998; Zacharakis y Meyer, 2000; Yung, 2009), convirtiéndose el plan de negocios y la información contable en herramientas fundamentales. A continuación, realiza el *due diligence* y

evalúa si la propuesta cumple con toda una serie de criterios que las entidades de capital riesgo tienen en cuenta a la hora de efectuar las valoraciones (Macmillan *et al.*, 1985; Tyebjee y Bruno, 1984). Se valora la capacidad del proyecto para alcanzar las tasas de rentabilidad fijadas como objetivo por la ECR, la etapa de desarrollo en que se encuentra la empresa candidata (Ruhnka y Young, 1987; Norton y Tenenbaum, 1993; Carter y Van Auken, 1994; Ramón *et al.*, 2007) y la viabilidad de la propuesta (Manigart *et al.*, 1998). En definitiva, con el *due diligence* se pretende atenuar los problemas de información asimétrica (Wright y Robbie, 1996).

Una vez que el gestor ha valorado positivamente la propuesta y decide realizar la inversión puede surgir uno de los principales problemas de agencia¹², el riesgo moral, que se produce cuando el empresario utiliza información desconocida para el gestor o lleva a cabo acciones ocultas para el mismo con la intención de beneficiarse a su costa. Estos conflictos se deben a que el empresario tiene incentivos para llevar a cabo acciones oportunistas que favorezcan su función de utilidad en detrimento de los intereses de la ECR (Parhankangas *et al.*, 2005; Cumming y Johan, 2009). El empresario puede no trabajar duro para maximizar el valor de la empresa, amenazar con abandonarla sabiendo que su presencia es vital para el éxito del proyecto (Kaplan y Strömberg, 2004), vender sus derechos de control a terceros que podrían tomar decisiones contrarias a los intereses de los propios gestores, maquillar el balance de la empresa con el objetivo de obtener financiación (Cumming, 2006) e incluso aprovecharse de vacíos o lagunas en los contratos para, una vez realizada la inversión, intentar lograr ventajas forzando al gestor de capital riesgo a renegociar el contrato (*hold-up*). Barney *et al.* (1994) clasifican estas acciones oportunistas en dos categorías: 1) oportunismo de gestión, que se produce cuando los empresarios realizan acciones que reducen la riqueza de la empresa, como gastar demasiado dinero en actividades de I+D o disfrutar de salarios elevados, y 2) oportunismo competitivo, que tiene lugar cuando los empresarios realizan acciones que reducen el beneficio de la ECR, como por ejemplo abandonar la empresa para establecer una nueva

¹² Los problemas de agencia surgen como consecuencia de la separación entre propiedad y control.

compañía competidora, divulgar la tecnología propia o aconsejar y asesorar a la competencia.

Los gestores pueden reducir estos problemas estableciendo un acuerdo con el empresario mediante la firma de un contrato de participación financiera (Landström *et al.*, 1998), que les permita alinear sus incentivos con los objetivos de los empresarios y establecer una relación a largo plazo (Sapienza y Korsgaard, 1996). A través de los acuerdos alcanzados en el contrato, empresarios y gestores pueden definir sus derechos y responsabilidades (Sapienza y Korsgaard, 1996; Landström *et al.*, 1998), facilitando así el control de la empresa (Amit *et al.*, 1990; Admati y Pfleiderer, 1994; Hellman, 1998; Repullo y Suárez, 2004) y de las tensiones o conflictos que puedan surgir entre ambos (Sahlman, 1990; Barney *et al.*, 1994; Landström *et al.*, 1998; Kaplan y Strömberg, 2003; Parhankangas *et al.*, 2005).

Las diferencias de intereses entre gestores y empresarios pueden llevar a los primeros a tomar decisiones de participación financiera inadecuadas que provoquen una disminución del valor de la empresa, ya sea financiando proyectos de inversión arriesgados o poco rentables, o mediante la no realización de proyectos de inversión con VAN positivo.

3. La Teoría Institucional en el capital riesgo

En su proceso de actuación, el gestor de capital riesgo está sujeto a diferentes fuerzas institucionales, las cuales pueden influir sobre su comportamiento (Bruton *et al.*, 2005). Dichas fuerzas son estudiadas por la Teoría Institucional, que propone que tanto las organizaciones como sus estrategias están influidas por el entorno institucional en el que operan, y están formadas por los legados institucionales que reflejan la cultura, historia y política de un país o región en particular (Doh y Guay, 2006; Scott, 2010). Además, la Teoría Institucional considera que el comportamiento de las organizaciones no siempre se basa en un análisis racional, sino que dicho

comportamiento puede justificarse como un proceso mediante el cual las presiones sociales y culturales llegan a establecerse como una regla de comportamiento social, convirtiéndose las organizaciones en homogéneas a lo largo del tiempo (Meyer y Rowan, 1977; Zucker, 1977; Scott, 1987 y 1995; Greenwood y Hinings, 1996).

Scott (1995) y Deephouse (1996), entre otros, consideran que la principal característica distintiva del institucionalismo es el isomorfismo. Éste se origina por medio del ajuste de las organizaciones individuales a los posibles cambios que tengan lugar en el mercado, consiguiéndose con ello una homogeneización, lo que se conoce como isomorfismo competitivo.

Este proceso de homogeneización también puede producirse cuando las organizaciones buscan legitimidad política y cultural. Una entidad se comporta de forma legítima cuando es aceptada por el entorno, dado que sus actividades son compatibles con las normas, reglas y creencias generalmente aceptadas por el sistema social al que pertenece (Dowling y Pfeffer, 1975; Suchman, 1995b; Scott, 1995). Por tanto, la Teoría Institucional se apoya en que la legitimidad es un recurso necesario para alcanzar otros recursos que ayudan a mantener la supervivencia y el crecimiento de una organización (Suchman, 1995b; Zimmerman y Zeitz, 2002). Por este motivo, las organizaciones cumplen las reglas de su entorno (DiMaggio y Powell, 1983) ya que ese isomorfismo les permite ganar legitimidad (Suchman, 1995a; Deephouse, 1996). Se trata de la adaptación de una estructura organizativa al entorno institucional. Las organizaciones interactúan con el entorno, de modo que las características de esta interacción influyen en la estructura de los elementos que forman dichas organizaciones.

DiMaggio y Powell (1983) diferencian tres fuerzas que conducen a la institucionalización:

- 1) El isomorfismo coercitivo. Se trata de una fuerza exógena que se deriva de las presiones políticas y de la necesidad de legitimidad. En el contexto del capital riesgo, el Estado juega un papel importante en el desarrollo de la legitimidad

institucional, ejerciendo presión a través del control de los fondos, o mediante el ejercicio de su facultad de regulación (Frumkin y Gelaskiewicz, 2004; Cornelius, 2005). Esto significa que los gobiernos imponen nuevas reglas, leyes y sistemas de gobierno que dan soporte a las nuevas empresas en fase inicial, reducen el riesgo soportado por los gestores y facilitan el esfuerzo de los empresarios para obtener fondos. Como resultado, el isomorfismo coercitivo es más fuerte en las empresas respaldadas por el gobierno, debido a las presiones que el Estado ejerce sobre ellas (Isaksson *et al.*, 2004).

2) El isomorfismo mimético. Se trata de una fuerza endógena, por la que las organizaciones que operan en entornos de gran incertidumbre tienden a imitar el comportamiento y las estructuras de las organizaciones más exitosas con el fin de aumentar sus posibilidades de supervivencia. En el contexto del capital riesgo, la relación entre empresario y gestor se caracteriza por un elevado riesgo e incertidumbre (Tykvová, 2007), lo que ocasionará que las empresas de menor éxito traten de imitar a las más exitosas.

3) El isomorfismo normativo. Igualmente se trata de una fuerza endógena, pero en este caso se deriva de la influencia de la profesionalización y del papel de la educación. DiMaggio y Powell (1983) hacen hincapié en que la profesionalización es el esfuerzo colectivo que realizan los miembros de una organización con el objetivo de definir las condiciones y métodos de su trabajo. En el contexto del capital riesgo, la profesionalización se puede atribuir a aquellos gestores con más experiencia, que probablemente comparten normas con respecto a la forma adecuada de trabajar en la profesión. Por lo tanto, las presiones normativas derivadas de la profesionalización de los gestores de capital riesgo actúan como una guía hacia la estandarización.

A partir de la Teoría Institucional puede esperarse que las diferencias en el entorno cultural, legal e institucional, junto con la heterogeneidad que rodea los diferentes mercados de capital riesgo en los diferentes países (Sapienza *et al.*, 1996), influyan en la conducta de una organización. Por tanto, los criterios de valoración usados en el proceso de *due diligence* (Manigart *et al.*, 2000; Imamuddin, 2009), así

como las cláusulas incorporadas en el contrato financiero (Suchman, 1995a; Isaksson *et al.*, 2004) pueden verse afectados por dichas presiones institucionales.

4. Criterios de valoración utilizados por los gestores en la evaluación de la propuesta

La complejidad que rodea la valoración de las inversiones de capital riesgo ha hecho que los gestores formulen un modelo global para la selección de empresas viables (Siskos y Zopounidis, 1987). Existen una serie de contribuciones empíricas que han analizado este proceso de selección y evaluación de nuevas propuestas y han identificado, en numerosos países, los criterios de selección más comúnmente utilizados por los gestores de capital riesgo, además de la importancia de cada criterio en la toma de decisiones. En la tabla 1.2 se resumen las principales aportaciones a la literatura sobre la toma de decisiones en la industria del capital riesgo.

En EEUU destacan los trabajos desarrollados por Tyebjee y Bruno (1984), MacMillan *et al.* (1985), Fried y Hisrich (1994), Carter y Van Auken (1994) y Zacharakis y Meyer (2000). El primero de ellos identifica como factores más importantes, en orden de importancia, los relacionados con el mercado (acceso, tamaño), el producto (exclusividad, patentes, márgenes de beneficio), la capacidad del equipo directivo de la empresa en relación a temas como el marketing o las finanzas, y la exposición a riesgos que puedan escapar de su control (tecnología, barreras a la entrada de la competencia). De los estudios de MacMillan *et al.* (1985) y Carter y Van Auken (1994) resulta que los criterios más importantes para la toma de decisiones están relacionados con el empresario, su honestidad, integridad, motivación, experiencia y grado de compromiso con la empresa. Por su parte, Fried y Hisrich (1994) destacan como fundamental el potencial crecimiento de los retornos de la inversión, que además debe implicar un nuevo producto o servicio, y que los empresarios sean realistas, flexibles, trabajen duro y tengan un profundo conocimiento del negocio. Para Zacharakis y Meyer (2000), demasiada información

y criterios de selección pueden dificultar al gestor su proceso de toma de decisiones, por lo que proponen descomponer la propuesta en modelos actuariales de decisión, por ejemplo sobre el equipo, el producto o el mercado, como método para no rechazar inversiones con alto potencial, de modo que cada ECR pueda crear sus propios criterios de evaluación, los cuales deben ajustarse a las características particulares de cada propuesta. Mediante listas de control, los gestores evalúan la validez de sus criterios de decisión y hacen las correcciones oportunas.

En el continente Asiático encontramos las contribuciones empíricas de Ray (1991) en Singapur, Ray y Turpin (1993) en Japón, Rah *et al.* (1994) en Corea y Pandey (1995) y Mishra (2004) en la India. Todos ellos coinciden en que la personalidad y experiencia del empresario y de su equipo son los criterios de valoración más importantes en la evaluación de nuevas propuestas de participación financiera. Por otra parte, es interesante destacar los trabajos de Pandey y Jang (1996) en Taiwán, Chotigeat *et al.* (1997) en Taiwán, Sri Lanka y Tailandia e Imamuddin (2009) en Pakistán. Estos trabajos demuestran que en Taiwán y en Sri Lanka las consideraciones financieras relacionadas con el retorno de la inversión es la variable más importante en la toma de decisiones. Sin embargo, en Tailandia y Pakistán predominan las cualidades del empresario y de su equipo, por encima del rendimiento de la inversión. Imamuddin (2009) considera que las principales desigualdades entre países vienen explicadas por las diferencias en los contextos institucionales.

En Sudáfrica, Van Deventer y Mlambo (2009) realizan un estudio en el que demuestran que los criterios de decisión de inversiones más importantes para los gestores sudafricanos son la honestidad e integridad del empresario, la aceptación del mercado y una elevada tasa interna de retorno.

En Europa son numerosas las contribuciones empíricas sobre el proceso de toma de decisiones realizado por los gestores de capital riesgo.

Sweeting (1991) realiza su estudio en el Reino Unido y encuentra diferencias significativas que indican que la actividad del gestor británico se centra más en el área de contactos previos y primera selección, siendo el criterio de valoración más importante la capacidad operativa del empresario y de su equipo. Los gestores británicos son más activos en la búsqueda de potenciales inversiones que sus colegas americanos.

También en el Reino Unido, Mason y Stark (2004) realizan un estudio en el que comparan el modo en el que los banqueros, los gestores de capital riesgo y los *business angels* evalúan los planes de negocio y los diferentes criterios que cada uno de ellos tiene en cuenta en la toma de una decisión de financiación. Los banqueros se centran en el aspecto financiero de la propuesta, seguido de aspectos relacionados con el mercado y el empresario, dando poca importancia a la estrategia seguida por la empresa, al producto o al plan de negocios. Sin embargo, los gestores de capital riesgo valoran, en primer lugar, aspectos relacionados con el mercado y las finanzas, dejando en un segundo plano al empresario y a la estrategia de la empresa. En cuanto a los *business angels*, estos valoran las mismas características que los gestores de capital riesgo, pero dando mayor importancia a la figura del empresario.

Muzyka *et al.* (1996), sobre una muestra de 35 criterios de inversión identificados en la literatura previa, crean un cuestionario que envían a 73 gestores de capital riesgo europeos¹³. Obtienen que las variables más valoradas se refieren a la capacidad de liderazgo del empresario y de su equipo, seguido de un producto capaz de mantener su posición en el mercado. Los criterios relacionados con el mercado no reciben demasiada importancia.

Clarysse *et al.* (2006) estudian el comportamiento de 68 gestores de capital riesgo en varias regiones europeas¹⁴ que invierten en empresas de alta

¹³ Reino Unido, Irlanda, Alemania, Austria, Suiza, Italia, Noruega, Francia, Bélgica, Países Bajos, España y Portugal.

¹⁴ Cambridge y Londres (Reino Unido), Ile de France (Francia), Flandes (Bélgica), Holanda Septentrional (Holanda), Baviera (Alemania), Estocolmo (Suecia) y Helsinki (Finlandia).

tecnología. En sus resultados destacan que el retorno potencial de la inversión y las habilidades del empresario y de su equipo son los criterios más valorados en la selección de las propuestas, mientras que las características del mercado, el tamaño de la empresa y su localización geográfica son los menos importantes.

Baeyens *et al.* (2006) estudian el papel ejercido por el gestor de capital riesgo en el proceso de selección de empresas biotecnológicas belgas. Basándose en entrevistas y cuestionarios encuentran que, en orden de importancia, las características financieras del proyecto, el mercado, la tecnología y las características del equipo son los criterios más importantes en el proceso de *due diligence* realizado a este tipo de empresas.

Ramón *et al.* (2007) realizan un trabajo sobre los criterios que utilizan los gestores españoles para la toma de decisiones. Los resultados muestran que en el capital riesgo español predomina la confianza en la figura del empresario, en su experiencia y en su equipo, por encima de otras consideraciones relativas al producto, al mercado o de tipo financiero.

Además, diversos estudios tratan las diferencias entre países. Manigart *et al.* (1997) encuentran importantes diferencias entre los gestores de capital riesgo de Reino Unido, Holanda, Bélgica y Francia en cuanto a los criterios e información utilizados en la toma de decisiones de inversión. Aunque la importancia de las fuentes de información utilizadas en el proceso de evaluación es igual en los cuatro países analizados, los gestores franceses son los que conceden más importancia a las referencias personales y al currículum vitae del empresario.

Manigart *et al.* (2000) amplían el estudio anterior a EEUU y demuestran que existen diferencias de comportamiento entre los gestores de los países analizados. Para todos los países estudiados, excepto Francia, la fuente de información más importante en la toma de decisiones son los resultados obtenidos del propio *due diligence*, y dentro del mismo, la coherencia global del plan de

negocios es uno de los aspectos más valorados, seguido de la información contable.

Petty y Gruber (2009) hacen un estudio de la toma de decisiones analizando una misma ECR en un periodo de once años. Determinan que hay una dinámica considerable en los criterios de valoración a lo largo del tiempo, es decir, los criterios de valoración han ido evolucionando y cambiando a lo largo del periodo de análisis, junto con el fondo analizado. Los criterios relacionados con el producto o servicio siguen representando un papel clave en la valoración de la propuesta, mientras que el empresario y su equipo no es un factor tan importante en comparación con otros factores.

En opinión de Hudson y Evans (2005) el proceso de evaluación de las propuestas es más un arte que una ciencia y no existe un conjunto de variables que aseguren siempre una buena elección de las propuestas, ya que para los gestores son más importantes los contactos personales y el aspecto subjetivo que la objetividad. Además, la enorme heterogeneidad existente en culturas y leyes entre los diferentes países puede justificar las diversas interpretaciones de lo que se considera crucial en el proceso de *due diligence* (De Cleyn y Braet, 2007; Imamuddin, 2009).

Tabla 1.2. Principales aportaciones a la literatura sobre la toma de decisiones

Autor/es	Año publicación	Aplicación	Otras características del estudio	Criterios más importantes
Tyebjee y Bruno	1984	EEUU		Mercado, producto, riesgos externos
MacMillan <i>et al.</i>	1985	EEUU		Empresario (experiencia y personalidad)
Sweeting	1991	R. Unido		Búsqueda activa operaciones
Ray	1991	Singapur	Análisis de la intuición del gestor	Empresario (experiencia y personalidad). La intuición importante en la toma de decisiones
Ray y Turpin	1993	Japón	Análisis de la intuición del gestor	Empresario (experiencia y personalidad). Juicio racional más importante que juicio intuitivo.
Fried y Hisrisch	1994	EEUU		Retornos, empresario
Carter y Van Auken	1994	EEUU	Cautivos/independientes Fase inicial/madura	Empresario (honestidad, integridad, motivación, experiencia y grado de compromiso)
Rah <i>et al.</i>	1994	Corea		Capacidad de gestión del empresario, mercado.
Pandey	1995	India		Empresario (experiencia y personalidad, honestidad e integridad).
Pandey y Jang	1996	Taiwán		Retorno, equipo, mercado y salida
Muzyka	1996	Europa		Empresario y producto
Manigart <i>et al.</i>	1997	Estudio paneuropeo (Francia, P. Bajos, Bélgica y R. Unido)	Análisis <i>due diligence</i>	Gestores franceses: Empresario (currículum y referencias personales). Retornos más altos: británicos Retornos más bajos: holandeses y belgas
Chotigeat <i>et al.</i>	1997	Taiwán, Sri Lanka y Tailandia		Taiwán: mismos resultados que Pandey y Jang Sri Lanka: retornos. Tailandia: Empresario y equipo

Tabla 1.2. Continuación

Autor/es	Año publicación	Aplicación	Otras características del estudio	Criterios más importantes
Manigart <i>et al.</i>	2000	EEUU, R. Unido, Francia, Bélgica y Holanda	La información contable en el <i>due diligence</i>	Coherencia global del plan de negocios
Zacharakis y Meyer	2000	California	Modelos actuariales de decisión	Descomponer la decisión en modelos actuariales de decisión.
Mishra	2004	India		Empresario (experiencia y personalidad)
Mason y Stark	2004	Reino Unido	<i>Business Angels</i>	<i>Venture capital</i> : mercado, finanzas, empresario y estrategias. <i>Business Angels</i> : empresario
Baeyens <i>et al.</i>	2006	Bélgica	Aplicación a empresas biotecnológicas	Aspectos financieros, mercado, tecnología y equipo.
Clarysse <i>et al.</i>	2006	Europa	Inversiones en fases iniciales	Retornos, empresario y equipo
Ramón <i>et al.</i>	2007	España	Fase desarrollo	Empresario (experiencia y personalidad), producto, mercado y aspectos financieros.
Imamuddin	2009	Pakistán	Diferencias entre países (Pakistán, EEUU., India)	Empresario y equipo Las diferencias entre países se deben a los diferentes contextos institucionales
Van Deventer y Mlambo	2009	Sudáfrica		Empresario (honestidad e integridad) Aceptación del mercado Elevada TIR
Petty y Gruber	2009	FCR Europeo	Fase desarrollo	La toma de decisiones cambia y evoluciona con la vida del fondo.

Fuente: Elaboración propia

5. Cláusulas del contrato de entrada

La literatura sobre el contrato de entrada y las cláusulas que deben incluirse en el mismo es amplia y se ha estudiado desde diversas perspectivas. Una parte de esta literatura ha dirigido sus trabajos a constatar la existencia de conflictos de intereses entre empresario y gestor, y cómo pueden ser mitigados por medio del contrato financiero y las cláusulas en él contenidas (Barney *et al.*, 1994; Fiet *et al.*, 1997). Barney *et al.* (1994) demuestran que cuanto mayor sea la probabilidad de que se produzca un comportamiento oportunista por parte del empresario, mayor será el número de cláusulas contractuales utilizadas en el contrato financiero. También, el estudio de Fiet *et al.* (1997) señala que, en términos generales, las cláusulas contractuales permiten alinear los incentivos financieros de la nueva empresa con los de los gestores de capital riesgo.

Otra parte de la literatura ha dirigido sus trabajos hacia la repercusión que tendrá sobre el control de los problemas derivados de la información asimétrica la inclusión en el contrato de entrada de ciertas cláusulas relativas al tipo de instrumento en que se materializará la participación, intentando con ello aumentar la confianza entre empresario y gestor (Bottazzi *et al.*, 2011). En la literatura domina la idea de que la inclusión de los títulos convertibles en el contrato de participación financiera (acciones preferentes convertibles y deuda convertible) son la forma óptima de entrada del capital riesgo en la empresa (Cumming, 2006). En EEUU existe predilección por las acciones preferentes convertibles, porque incentivan el esfuerzo del empresario y del gestor y palian los problemas que rodean las decisiones de salida (Bascha y Walz, 2001; Cumming, 2005; Hellman, 2006; Kaplan *et al.*, 2007).

Otros trabajos proponen la inclusión en el contrato de distintas combinaciones de deuda y capital para la solución de problemas como el doble riesgo moral, que tiene lugar cuando el esfuerzo realizado por ambas partes no es observable

(Casamatta, 2003) o problemas de negociación trilateral, producidos cuando una de las partes decide vender sus derechos de control a terceros que podrían tomar decisiones contrarias a los intereses de los propios gestores (Berglöf, 1994). Marx (1998) desarrolla un modelo teórico y demuestra que esta combinación de capital y deuda permite mejorar la eficiencia de los contratos. Además, los dividendos positivos obtenidos por la empresa pueden ser utilizados por el empresario como una señal de la rentabilidad esperada de su proyecto.

También se han realizado estudios comparativos entre países sobre la inclusión en el contrato de entrada de determinadas clases de títulos. En este sentido, el estudio de Kaplan *et al.* (2007) destaca en sus conclusiones que los contratos son diferentes en función de los regímenes legales de cada país. Schwienbacher (2008) muestra las diferencias entre los gestores europeos y de EEUU con relación a la utilización de valores convertibles (deuda o acciones preferentes convertibles) en los contratos financieros, destacando la menor utilización de los mismos por parte de los gestores europeos, lo que les lleva a sugerir que estos son menos activos en el seguimiento de la empresa que los de EEUU.

Por lo que respecta a las cláusulas que deben incluirse en el contrato de entrada del capital riesgo en la empresa participada, la evidencia empírica encontrada es extensa.

Kaplan y Strömberg (2003) basan su trabajo en los acuerdos contractuales de 213 inversiones de capital riesgo realizadas por 14 ECR en 119 empresas. Cada una de las ECR del estudio informó sobre los acuerdos contractuales que regían en cada ronda de financiación, sobre el plan de negocios de la empresa y sobre los análisis internos de evaluación de la inversión, entre otros. Entre sus resultados destaca que una característica fundamental del capital riesgo es que permite a los gestores asignar por separado los derechos de voto, los derechos de liquidación y otros derechos de control. Los gestores suelen incluir en los contratos una serie de cláusulas de no competencia y limitaciones en la recompra de las acciones, que hacen que sea más caro para el empresario abandonar la empresa, reduciendo el problema de *hold-up*.

Finalmente, muestran que las asignaciones de flujos de efectivo, derechos de control y derechos de liquidación mejoran el rendimiento del empresario.

Gompers (1997) centra su estudio en los derechos de control y analiza cómo éstos pueden atenuar los conflictos entre gestor de capital riesgo y empresario, destacando que la separación entre propiedad y control mejora la eficiencia de la empresa. Estos derechos de control son necesarios cuando la confianza entre empresario y gestor es nula (Cable y Shane, 1997).

Cumming y Johan (2008) centran su estudio en Europa y demuestran que los gestores alemanes asumen menos derechos de veto y de control que los escandinavos y franceses.

Otros estudios, como el de Bengtsson y Ravid (2009) encuentran que las características geográficas y la cultura regional ejercen un papel esencial en el diseño de los contratos financieros.

Batjargal y Liu (2004) analizan una muestra de 158 inversiones de capital riesgo realizadas en China y demuestran que los gestores que gozan de una estrecha relación con los empresarios confían menos en las cláusulas contractuales.

Otros trabajos estiman la importancia de los diferentes términos contractuales basándose en la Teoría Institucional (Suchman, 1995a; Isaksson *et al.*, 2004), concluyendo todos ellos que existe un alto grado de estandarización en dichos términos. Durante el período 1975-1990, Suchman (1995a) examina 108 contratos financieros resultantes de dos importantes fondos de capital de riesgo en Silicon Valley, California. En el trabajo resume en 16 dimensiones generales las 400 cláusulas contractuales observadas, para demostrar empíricamente y basándose en la Teoría Institucional que, con el paso del tiempo, los contratos llegan a ser estandarizados. A similares conclusiones llegan Jog *et al.* (1991) en su estudio acerca de los procesos de contratación y seguimiento en las inversiones de capital riesgo en Canadá.

También se han abordado otros aspectos de los contratos que son susceptibles de afectarles, como el hecho de que los acuerdos alcanzados en el contrato financiero dependen de la experiencia del gestor (Landström *et al.*, 1998; Isaksson *et al.*, 2004; Parhankangas *et al.*, 2005), de la etapa de inversión o de la estructura de la empresa (Isaksson *et al.*, 2004).

Landström *et al.* (1998) destacan la experiencia del gestor como un elemento clave del contrato financiero. Para realizar su estudio se basaron en las entrevistas realizadas a gestores de capital riesgo y a empresarios de diferentes empresas participadas en Bélgica, Suecia, Reino Unido y los EEUU. A partir de los resultados de las entrevistas realizadas plantean una serie de hipótesis para explicar cómo surge el proceso de negociación entre empresario y gestor. Finalmente señalan que la experiencia previa del gestor es una característica muy influyente en la elaboración del contrato financiero, de modo que los contratos contendrán un mayor número de cláusulas cuanto mayor sea la experiencia de los gestores y cuanto mayor sea el número de inversores que participan en el contrato. A similares conclusiones llegan Parhankangas *et al.* (2005) en su estudio sobre una muestra de 78 gestores de Suecia y Finlandia.

Isaksson *et al.* (2004), apoyándose en la Teoría Institucional, demuestran empíricamente que las principales diferencias en las estrategias contractuales son debidas a diferentes preferencias de inversión. Para realizar su estudio se basan en el trabajo de Landström *et al.* (1998) y diseñan un cuestionario que envían a 35 gestores de capital riesgo de Suecia. Se basan en las presiones coercitivas para explicar que aunque el tipo de capital (público o privado) influye en la selección de las cláusulas contractuales, las variaciones en los acuerdos establecidos entre ambos grupos son limitadas. Sobre la base de presiones miméticas determinan que los gestores sin experiencia tienden a imitar los acuerdos contractuales de los más experimentados con el fin de legitimar su posición. Finalmente, explican que diferentes cláusulas contractuales son empleadas en función de la fase de desarrollo en la que se encuentra la empresa participada.

6. Factores determinantes del proceso de actuación

Cuando el gestor de capital riesgo debe evaluar un determinado proyecto y tomar la decisión de participar financieramente en él, existen una serie de factores que ejercen una influencia importante en su decisión. Nos referimos al origen público o privado de los fondos de la ECR, a la cautividad o independencia en el levantamiento de los mismos, a la fase de desarrollo preferida para que la ECR realice la inversión (inicial o madura) y al grado en que el gestor utiliza su intuición en la toma de decisiones. En este apartado se analiza el efecto que dichos factores pueden tener sobre el proceso de actuación del gestor de capital riesgo.

6.1. Origen de los fondos: públicos vs privados

El origen de los recursos de las ECR es diverso. Generalmente los aportantes de fondos son, entre otros, bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros, inversores particulares y el sector público. El sector privado enfoca su actividad hacia el enriquecimiento de los accionistas o de los partícipes del fondo. El sector público, dominado por las presiones coercitivas ejercidas por el gobierno, orienta su actividad hacia la colectividad, mediante el desarrollo regional, la ayuda a emprendedores y pymes y la creación de empleo (Cumming y Macintosh, 2006; Brander *et al.*, 2009; Munari y Toschi, 2010). Estos diferentes objetivos originan también diferencias en su forma de actuación (Ramón y García, 2006) y en las estrategias de inversión empleadas por los gestores (Leleux y Surlemont, 2003; Cornelius, 2005; Brander *et al.*, 2010; Munari y Toschi, 2010).

En los últimos años el sector privado ha optado por inversiones en empresas que se encuentran en fases de desarrollo maduras, dejando a las jóvenes empresas con limitadas posibilidades de acceso al capital riesgo y con la única posibilidad de la financiación bancaria, llegando incluso a la financiación por parte de familiares y amigos del emprendedor. Ante esta falta de financiación de nuevas empresas por

parte del sector privado (Lerner, 2002), muchos gobiernos de todo el mundo se han esforzado por fomentar la industria del capital riesgo, proporcionando financiación a pequeñas empresas de base tecnológica¹⁵, con el objetivo de estimular la innovación y fomentar el empleo (Poterba, 1989; Lerner, 1999; Gompers y Lerner, 2001; Keuschnigg y Nielsen, 2001; O'Shea y Stevens, 1998; Mason, 2009). En nuestro país, el desarrollo del capital riesgo en la última década ha venido propiciado por el establecimiento de políticas públicas de apoyo, que pretenden fomentar el espíritu empresarial enfocándolo hacia la alta tecnología (Del Palacio *et al.*, 2010).

La forma de actuación del capital riesgo según la procedencia pública o privada de sus recursos ha sido objeto de varios estudios empíricos. En el trabajo de Cazorla *et al.* (1997) se determina, entre otras cosas, la propensión de las entidades públicas a invertir en fases de desarrollo inicial. Ramón y García (2006) encuentran que ambos tipos de ECR afrontan la toma de decisiones de distinta forma y que en sus valoraciones utilizan los criterios con diferente grado de intensidad. Los gestores privados utilizan como una fuente de información las entrevistas directas con los responsables de la empresa, mientras que los públicos se conforman con el currículum del empresario. Los privados exigen tasas de retorno superiores a los públicos, tanto en fases iniciales como maduras. Del empresario, los privados valoran significativamente más su honestidad, mientras que los públicos valoran el equipo. Del producto, los públicos valoran la alta tecnología y del mercado los privados valoran las barreras a la competencia. En cuanto al método de cuantificación final de la propuesta, los públicos utilizan el coste histórico en libros y los privados utilizan los ratios del sector y el precio de otras operaciones similares. Además, los gestores de capital riesgo pertenecientes a ECR públicas carecen de los conocimientos y la experiencia necesarios en el proceso de valoración y selección de inversiones que poseen los de las ECR privadas (Leleux y Surlemont, 2003; Mason, 2009).

¹⁵EEUU: *Small Business Innovation Program*

Finlandia: *Suomen Teollisuussijoitus Oy*

Alemania: *Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen (BTU)*

Australia: *Fondo de Inversión para la Innovación*

Francia: *ANVAR (Agencia Nacional de Fomento de la Investigación)* y *BDPME (Banco de Desarrollo de PYMES)*

España: *SODIS, CDTI, ENISA, etc.*

Todas estas diferencias entre las ECR públicas y las privadas hacen que las decisiones tomadas, tanto en la evaluación de los criterios de inversión, como en la redacción del contrato de entrada sean diferentes, siendo los gestores pertenecientes al sector privado los más exigentes.

6.2. Levantamiento de fondos: cautivas vs independientes

Tradicionalmente se han aplicado dos categorías para diferenciar a las ECR por la forma en que levantan sus fondos para inversión, independientes y no independientes, incluyendo en estas últimas a las cautivas y al sector público (Wright y Robbie, 1996). Posteriormente se las pasó a denominar cautivas e independientes (Manigart *et al.*, 2002). Para la BVCA (*British Venture Capital Association*) existe un tercer tipo, las semi-cautivas (Hassan y Leece, 2008).

Son cautivas aquellas ECR que no necesitan levantar fondos directamente en el mercado ya que éstos le vienen dados por la empresa matriz a la que pertenecen (bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones). Estos fondos de compensación abiertos, que le son suministrados por la matriz, permiten a la ECR gozar de una notable autonomía de funcionamiento (Van Osnabrugge y Robinson, 2001; Fleming, 2004). En concreto, las ECR que pertenecen a bancos no tienen, por lo general, límites de financiación (Hassan y Leece, 2008). Las ECR independientes, por su parte, están obligadas a captar fondos buscando inversores de entre un amplio abanico de instituciones y particulares, formando un fondo cerrado (constituido por un número máximo de partícipes). La financiación de fuentes externas se está viendo muy dificultada en los últimos años debido a la crisis económica mundial. Se caracterizan porque ningún accionista tiene una posición dominante sobre la propiedad de la empresa. Las ECR semi-cautivas generalmente presentan dos formas de actuación: bien se constituyen como una filial de un banco o bien un grupo de gestión de inversiones crea un fondo e invita a otros inversores a participar. Suelen

comenzar como cautivas y van recaudando fondos de otras fuentes distintas de la matriz (Hassan y Leece, 2008).

Existen una serie de características que delimitan las diferencias entre las ECR cautivas y las independientes. Las cautivas realizan sus inversiones mediante deuda, con preferencia hacia empresas en las últimas etapas de desarrollo. Las independientes lo hacen hacia el capital, con preferencia por inversiones en fases de desarrollo tempranas (Wright y Robbie, 1996; Hassan y Leece, 2008). Las cautivas esperan sus rendimientos en forma de flujos de ingresos y las independientes como ganancias de capital en el menor plazo de tiempo posible. Por lo que respecta a la implicación de los gestores en las participadas, los independientes se implican mucho más que los cautivos (Van Osnabrugge y Robinson, 2001) y reciben su remuneración con cargo a los gastos de gestión anuales del fondo y a los beneficios generados por la inversión, lo que sin duda supone una mayor motivación (Wright y Robbie, 1996). Las ECR independientes exigen tasas de retorno más elevadas, realizando las desinversiones en un plazo de tiempo más corto (Manigart *et al.*, 2002).

También la toma de decisiones de se ve afectada por la cautividad o independencia en el levantamiento de fondos. En el estudio empírico realizado por Wright y Robbie (1996) destacan que los cautivos utilizan como método de valoración de las propuestas el precio de coste histórico, se inclinan más por operaciones apalancadas, y en el *due diligence* buscan asesoramiento externo, haciendo hincapié en la madurez del mercado. Por su parte, los independientes prefieren realizar su propia estimación de la propuesta, buscando apoyo en la coherencia global del plan de negocios. Su valoración incide especialmente sobre la potencialidad del mercado.

El estudio de Manigart *et al.* (2002) realizado en cinco países (EEUU, R. Unido, Francia, Bélgica y Holanda) analiza los determinantes de las tasas de retorno en las inversiones de capital riesgo. Dividen la muestra entre ECR independientes y cautivas, e incluyen en esta última categoría a las ECR apoyadas por el gobierno. Determinan que las cautivas ponen énfasis en el *due diligence*, mientras que las

independientes lo ponen en la información contable incluida en el plan de negocios. También reconocen que los cautivos aceptan renegociar sus tasas de retorno a cambio de otros beneficios de tipo estratégico, mientras que los respaldados por el gobierno aceptan negociarlas a cambio de objetivos relacionados con el empleo y el desarrollo regional.

El trabajo de Hassan y Leece (2008) estudia el comportamiento de los tres tipos de ECR (cautivas, independientes y semi-cautivas) en lo que respecta a las fuentes de información empleadas en el *due diligence* y al método de valoración utilizado para cuantificar las propuestas. Demuestran que las semi-cautivas prefieren inversiones en fases maduras y en el *due diligence* utilizan el apoyo de contables externos pertenecientes a la matriz. En cuanto al método de cuantificación de las propuestas, las semi-cautivas utilizan el valor descontado de los flujos de caja. Para los tres tipos de ECR la entrevista con el empresario es considerada como una de las fuentes de información más importante a efectos de valoración de la propuesta.

6.3. Fase de desarrollo: inicial vs madura

La fase de desarrollo en que se realiza la inversión es uno de los ejes en los que se apoya la mayoría de la investigación sobre capital riesgo y ha sido analizada desde muy diversas ópticas, destacándose que las diferencias en las asimetrías informativas entre la ECR y la empresa dependen de su estrategia de inversión, es decir, de la etapa de desarrollo de los proyectos en los que prefieren invertir (Robinson, 1987; Florida y Kenney, 1988a, 1988b; Fried y Hisrich, 1991; Elango *et al.*, 1995).

A la hora de identificar las distintas fases, el estudio empírico clásico corresponde a Ruhnka y Young (1987). Para realizar su estudio se basan en una muestra de 73 ECR estadounidenses con el fin de comprobar si éstas operan de acuerdo con una teoría común sobre el proceso de toma de decisiones. A cada una de las ECR de la muestra se le pregunta si son capaces de distinguir diferentes etapas en

el proceso de desarrollo de una nueva empresa. Se identifican cinco fases: *seed*, *start-up*, *second stage*, *third stage* y *exit stage*. Finalmente demuestran que existe un fuerte consenso acerca de las características que diferencian a las empresas en las primeras etapas de desarrollo, sus objetivos clave en el desarrollo y los principales riesgos asociados a cada etapa. Sin embargo, dicho consenso disminuye conforme la empresa se encuentre en etapas más avanzadas de desarrollo.

Robinson (1987) realiza un estudio empírico con el que pretende evaluar la influencia de la etapa de desarrollo de la empresa en la inversión y gestión que realiza el capital riesgo. Contempla cinco etapas de desarrollo de la empresa: *early start-up*, *growth*, *expansion*, *maturity* y *decline*, y demuestra que la mayor parte de las operaciones se concentran en las tres primeras fases de desarrollo.

La toma de decisiones se ve influida por la fase de desarrollo en la que se encuentra la empresa. En lo que respecta al volumen de inversión y al riesgo que la entidad tiene que asumir, cuando las inversiones se realizan en fase inicial, las necesidades de capital suelen ser menores; sin embargo, los riesgos son muy altos, al contrario que las inversiones en expansión, que necesitan más capital asumiendo un riesgo menor. En cuanto a los criterios de valoración aplicados por los gestores, del estudio realizado por Elango *et al.* (1995) se deduce que en fases iniciales el interés de los gestores se centra en la exclusividad de los productos y mercados con altas tasas de crecimiento y que la empresa debe demostrar que el mercado acepta el producto; también, en fases tempranas los gestores tardan menos tiempo en evaluar las propuestas que en fases maduras, debido a que en estas últimas existe información disponible y contrastable sobre la empresa.

Los gestores de capital riesgo que evalúan proyectos que se encuentran en fases iniciales de desarrollo deben ser más exigentes en la aplicación de los criterios de selección de inversiones debido a que se enfrentan a mayores problemas de selección adversa cuando financian empresas que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo, porque la empresa aún no está consolidada y no existe información verificable y comprobable sobre ella (Ramón *et al.*, 2007; Ferrary,

2010). Además, la mayor información asimétrica e incertidumbre que presentan las empresas que se encuentran en fases iniciales, junto con las presiones miméticas a que se enfrentan los gestores, hace que los que invierten en etapas iniciales tiendan a imitar el comportamiento de los que realizan sus inversiones en etapas maduras (Isaksson *et al.*, 2004).

La diferencia en los entornos institucionales en que cada tipo de ECR opera explica que la diferente etapa de desarrollo en que se realiza la inversión conduce a una selección de términos contractuales diferentes (Isaksson *et al.*, 2004), llegando incluso a afectar a las posibilidades de desinversión y al horizonte temporal de salida de la ECR.

Otros trabajos empíricos han estudiado la toma de decisiones en función de las diferentes fases de desarrollo de la participada, aplicada a una zona geográfica determinada. Pandey y Jang (1996) estudian el avance del capital riesgo en Taiwán y demuestran que la fase de desarrollo de las participadas se encuentra entre los tres criterios más valorados por los gestores a la hora de evaluar las nuevas propuestas.

Más recientemente Ramón *et al.* (2007) han desarrollado un trabajo empírico sobre la toma de decisiones del capital riesgo en España en función de la fase de desarrollo de la participada, demostrando que los factores que afectan a la tasa de retorno son más importantes en las primeras fases de desarrollo que en las últimas, las ECR que invierten en fases iniciales valoran más la proximidad geográfica de la participada y la alta tecnología del producto. En cuanto a la valoración del empresario, las que prefieren invertir en fases iniciales valoran más su currículum e historial. En relación con el mercado y el producto existen pocas diferencias de valoración.

También se han realizado estudios que relacionan la fase de inversión y la localización geográfica de la participada (Gupta y Sapienza, 1992; Cano y Cazorla, 1998), obteniendo que en las inversiones realizadas en fases de desarrollo inicial, la

localización geográfica de la participada es un factor muy importante en la toma de decisiones.

El trabajo de Cornelius (2005) constata una realidad, que el capital riesgo ha sufrido un cambio en los últimos años y sus características fundamentales han variado hacia una aversión al riesgo con inversiones en empresas que se encuentran en fases de desarrollo maduras.

6.4. La intuición del gestor

Cuando la toma de decisiones afecta al lanzamiento de una nueva empresa, el proceso de actuación de la ECR se hace más difícil y arriesgado debido a la ausencia de datos contrastables sobre la candidata (Chrisman *et al.*, 2005). En estos casos la información que utiliza el gestor de capital riesgo se obtiene acumulando y manejando pequeñas dosis de información, combinada con intuición y decisión (Julien, 1995). Las características inciertas del entorno en el que el gestor de capital riesgo opera (insuficiente información, incertidumbre), hacen que su toma de decisiones tenga un componente intuitivo (Allinson *et al.*, 2000).

El gestor de capital riesgo, a la hora de evaluar la propuesta (*due diligence*) toma en consideración dos fuentes principales de información: una objetiva y otra subjetiva. La primera está contenida en el plan de negocios a través de la contabilidad. La información subjetiva recoge la valoración personal de los gestores de capital riesgo sobre diferentes aspectos cualitativos de la propuesta (Macmillan *et al.*, 1985; Ramón *et al.*, 2007). En estos aspectos subjetivos, la intuición juega un papel importante, en tanto que es una conclusión cognitiva basada en experiencias anteriores y en factores emocionales de la persona que toma la decisión (Sinclair y Ashkanasy, 2005; Leybourne y Sadler-Smith, 2006).

Existen diversas interpretaciones sobre el proceso intuitivo. Puede entenderse como un juicio cargado de afectividad que surge por asociaciones rápidas, no

conscientes y holísticas¹⁶ (Allinson *et al.*, 2000), como una corazonada, como la elección a través del subconsciente o como la síntesis de la información obtenida de diversas experiencias (Miller e Ireland, 2005). En cualquier caso, la intuición ejerce su influencia en toda toma de decisiones humana (Blume y Covin, 2011).

Por lo que respecta al proceso intuitivo en la toma de decisiones empresarial, Mitchell *et al.* (2005) sostienen que la intuición es un distintivo de la iniciativa empresarial. Consiste en un proceso dinámico por el que los conocimientos de alerta empresariales interactúan con los dominios o áreas de especialización particulares para llevar a la conciencia una oportunidad de crear nuevos valores. Mitchell *et al.* (2005) opinan que el proceso intuitivo no es un proceso dicotómico (una persona posee intuición o no la posee), al contrario, sostienen que las personas pueden ser clasificadas en función de diversos grados de intuición empresarial, por lo que la misma es susceptible de ser aprendida, educando y entrenando dichos dominios. Para Blume y Covin (2011) existen cuatro condiciones fundamentales para que se desarrolle la intuición empresarial real: a) experiencia anterior, b) dominio de conocimientos, c) nivel de inteligencia emocional y d) nivel de habilidades metacognitivas¹⁷. Por el contrario, para Simon (1987) es un error comparar estilos de dirección analíticos e intuitivos, ya que la intuición y el buen juicio son análisis que se fundamentan en el hábito y en la capacidad de respuesta rápida mediante el reconocimiento.

Por lo que respecta al capital riesgo, los gestores son tomadores de decisiones intuitivos (Zacharakis y Shepherd, 2001), y lo son hasta el punto de que las ECR, con objeto de minimizar las evaluaciones subjetivas, definen sus inversiones estableciendo una serie de parámetros basados en su particular filosofía de actuación. Así, la toma de decisiones de los gestores, en especial la realizada por los más experimentados, tiende a pasar por alto estos parámetros previamente establecidos por la ECR y a confiar en su intuición durante el

¹⁶ El holismo sostiene que el todo es más importante que la suma de sus partes.

¹⁷ Las habilidades metacognitivas son las habilidades que posee cada persona relacionadas con los procesos que utiliza al pensar, actuar, etc. Las principales habilidades metacognitivas son: planificación, organización, evaluación, autoevaluación y monitorización.

proceso de selección de nuevas propuestas de participación financiera (Beim y Lévesque, 2004). Veciana (2005) coincide en este sentido cuando afirma que el empresario es altamente intuitivo, y defiende que la intuición es “una de las cualidades más valiosas de la vida empresarial”. También Allinson *et al.* (2000) demuestran que los empresarios de firmas de alto crecimiento son más intuitivos que la población media de administradores y que los administradores junior, pero son parecidos en el procesamiento de la información, lo que demuestra que los empresarios de éxito aplican un enfoque intuitivo en el procesamiento de dicha información.

A pesar de todo lo expuesto, es necesario reconocer que la intuición del gestor de capital riesgo puede inducir a una toma de decisiones errónea debido a las siguientes circunstancias:

a) Cuando los ejecutivos la utilizan con buenos resultados, son propensos a que aumente su confianza en la intuición, aun cuando se den todas las circunstancias favorables para una toma de decisiones no intuitiva (Covin *et al.*, 2001; Blume y Covin, 2011).

b) Las decisiones tomadas por los gestores más experimentados suelen ser rutinarias, pues se efectúan de forma automática e intuitiva y, por tanto, pueden conducir a errores (Shepherd *et al.*, 2003). En parecidos términos se expresan Miller e Ireland (2005) al afirmar que la intuición se puede definir de un modo holístico o como una experiencia automática. En el primer caso, si va acompañada de experimentación, flexibilidad, descubrimiento e innovación puede proporcionar beneficios a las empresas, pero cuando la intuición se contextualiza como una experiencia automática, es decir, a nivel de subconsciente, no proporciona beneficios a la empresa, y aconsejan su utilización sólo cuando existan limitaciones de recursos que impidan la comprensión de un conocimiento a nivel explícito.

c) En la toma de decisiones la rapidez y la exactitud son esenciales, lo que conduce a una disminución en la calidad de la decisión, en cuyo caso la intuición se potencia para ayudar a las decisiones más críticas (Dane y Pratt, 2004). A pesar de esto, algunos autores opinan que aunque la intuición conlleva muchos riesgos y puede ocasionar problemas, los gestores se dejan llevar por ella a la hora de la toma de decisiones, simplemente porque la intuición tiene un cierto atractivo (Miller e Ireland, 2005).

d) Una persona que posee la intuición de experto en un campo o una industria puede no ser tan eficaz en la toma de decisiones intuitiva en otro terreno que difiera sustancialmente del entorno en el que desarrolló sus esquemas cognitivos (Dane y Pratt, 2007).

A pesar de lo anterior, la confianza en la intuición en la toma de decisiones es defendible cuando existe incertidumbre en la información, bien porque no está correctamente definida o bien porque es incompleta (Covin *et al.*, 2001).

En cualquier caso, la intuición del gestor de capital riesgo, resultado de experiencias pasadas (Zacharakis y Shepherd, 2001) puede afectar a su toma de decisiones, aumentando la capacidad del gestor para hacer un proceso de selección más exigente y complejo, independientemente de los resultados obtenidos del análisis económico y financiero de la propuesta. La consideración de un mayor número de variables cualitativas permitirá a los gestores reducir los problemas de información asimétrica (Ray, 1991; Ray y Turpin, 1993).

Se han realizado diversos estudios empíricos sobre el papel de la intuición en la toma de decisiones. Jankowicz y Hisrich (1987) realizaron un estudio empírico sobre el papel de la intuición en la toma de decisiones relativa a la concesión de préstamos a las pequeñas empresas. Posteriormente lo extendieron al capital riesgo (Hisrich y Jankowicz, 1990), demostrando que la intuición puede llevar a conclusiones sobre una propuesta a las que probablemente no se habría llegado de haber considerado separadamente cada elemento de información implicado. La

decisión de inversión se relaciona con la experiencia, la personalidad y formación del empresario, prefiriendo empresarios pragmáticos frente a creativos, las características del equipo y un producto y mercado únicos.

Ray (1991) realiza un estudio sobre el desarrollo del capital riesgo en Singapur, reconociendo que la intuición juega un papel muy importante en la toma de decisiones, hasta el punto de que el juicio racional e intuitivo se utilizan por parte de los gestores en un 60-40%, respectivamente.

Ray y Turpin (1993) aplican su estudio a Japón y de sus conclusiones destacan que los gestores japoneses son aún más intuitivos que los de Singapur, estableciéndose el equilibrio entre juicio racional e intuitivo en un 58,5% y 41,5%, respectivamente.

7. Conclusiones

En la relación entre empresario y gestor existe un problema de información asimétrica debido al diferente conocimiento que sobre el proyecto y la empresa posee cada una de las partes. La información asimétrica impide al gestor conocer la verdadera naturaleza del proyecto antes de financiarlo, dando lugar a un problema de selección adversa. Una vez que la financiación ha sido concedida, el gestor puede esperar posibles acciones oportunistas por parte del empresario (problema de riesgo moral).

Estos problemas de información asimétrica influyen en la toma de decisiones del gestor y de su equipo, decisión que está condicionada por la política y los objetivos de la ECR que dependen de características como la procedencia pública o privada de sus recursos financieros, de su cautividad o independencia en el levantamiento de fondos y de la estrategia de inversión. La revisión de la literatura muestra que las ECR públicas y privadas efectúan una toma de decisiones diferente. Las ECR que invierten en fases iniciales o maduras

tienen unas exigencias de rentabilidad diferentes y sus valoraciones se centran en aspectos distintos. En relación con la cautividad o independencia, la literatura muestra diferencias de comportamiento, tanto en la forma en que las ECR realizan la inversión, como en la implicación de los gestores en la empresa, entre otros.

Además de estas características propias de la ECR, el comportamiento del gestor está influido por la presión ejercida por diferentes fuerzas institucionales, las cuales son estudiadas por la Teoría Institucional.

Para intentar mitigar los problemas derivados de la información asimétrica el gestor realiza el *due diligence* en el que aplica una serie de criterios de valoración previamente fijados que le ayudan a interpretar la situación de la empresa. Mediante la revisión de la literatura se demuestra que existe una coincidencia en que las variables relativas al empresario, al producto y al mercado son las más valoradas por los gestores. En estos análisis realizados por el gestor, hay variables que escapan a su cuantificación y que tienen que ser interpretadas por él en base a su experiencia e intuición. La intuición, producto de la experiencia, juega un papel muy importante en la toma de decisiones en general y del capital riesgo en particular.

Una vez realizada la evaluación de la propuesta, si ésta es conforme y la ECR decide participar en el proyecto, gestor y empresario redactan un contrato de entrada o pacto de accionistas para dejar claros los derechos y obligaciones de cada una de las partes que regirán su relación durante todo el tiempo que dure la presencia del capital riesgo en la empresa. Este contrato está formado por una serie de cláusulas que pretenden evitar acciones oportunistas por parte del empresario que pongan en peligro la relación entre ellos y, por tanto, la inversión.

8. Referencias

- Admati, A. R. y P. Pfleiderer, 1994. Robust financial contracting and the role of venture capitalists, *The Journal of Finance* 49, 371-402.
- Allinson, C., Chell, E. y J. Hayes, 2000. Intuition and entrepreneurial behavior, *European Journal of Work and Organizational Psychology* 9 (1), 31-43.
- Amit, R., Glosten, L. y E. Muller, 1990. Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing, *Management Science* 36 (10), 1232-1245.
- Baeyens, K., Vanacker, T., S. Manigart, 2006. Venture Capitalists' Selection Process: The Case of Biotechnology Proposals. *International Journal of Technology Management* 34 (1/2), 28-46.
- Barney J.B., Busenitz, L., Fiet, J. y D. Moesel, 1994. The Relationship Between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants, *Managerial Finance* 20 (1), 19-30.
- Barry, C.B., 1994. New Directions in Research on Venture Capital Finance, *Financial Management* 3 (23), 3-15.
- Bascha, A. y Walz, U., 2001. Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance, *Journal of Corporate Finance* 7, 285-306.
- Batjargal, B. y M. Liu, 2004. Entrepreneurs' access to private equity in China: The role of social capital, *Organization Science* 15 (2), 159-172.
- Beim, G. y M. Lévesque, 2004. Selecting Projects for Venture Capital Funding: A Multiple Criteria Decision Approach, *17th International Conference on Multiple Criteria Decision Making*, Vancouver, Canada

- Bengtsson, O. y S.A. Ravid, 2009. The Importance of Geographical Location and Distance on Venture Capital Contracts. *Working paper*, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1331574>.
- Berglöf, E., 1994. A Control Theory of Venture Capital, *Journal of Law, Economics and Organization* 10, 247-267.
- Blume, B.D. y J.G. Covin, 2011. Attributions to intuition in the venture founding process: Do entrepreneurs actually use intuition or just say that they do? *Journal of Business Venturing* 26 (1), 137-151.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., y T. Hellmann, 2011. The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital. *Working Paper*, National Bureau of Economic Research, NBER.
- Brander, J., Egan, E. y T. Hellmann, 2009. Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence, en Lerner, J. y Shoar, A. (eds.) *International Differences in Entrepreneurship*, University of Chicago Press.
- Brander, J., Du, A., y T. Hellmann, 2010. The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. Globalization of Alternative Investments. *Working Paper*, World Economic Forum.
- Bruton, G.D., Fried, V.H. y S. Manigart, 2005. Institutional Influences on the Worldwide Expansion of Venture Capital, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 29 (6), 737-760.
- Busenitz, L.W., Fiet, J.O. y D.D. Moesel, 2005. Signaling in Venture Capitalist-New Venture Team Funding Decisions: Does It Indicate Long-Term Venture Outcomes? *Entrepreneurship: Theory and Practice* 29 (1), 1-12.
- Bygrave, W., Fast, N., Khoylian, R., Vincent, L. y W. Yue, 1989. Early rates of return of 131 venture capital funds started 1978-1984. *Journal of Business Venturing* 4 (2), 93-105.

- Cable, D.M. y S. Shane, 1997. A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships, *Academy of Management Review* 22 (1), 142-176.
- Cano Guillen, C.J. y L. Cazorla Papis, 1998. El modelo andaluz de capital riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional, *Revista de Estudios Regionales* 51, 121-143.
- Carter, R. B. y H.E. Van Auken, 1994. Venture capital firms' preferences for projects in particular stages of development, *Journal of Small Business Management* 32 (1), 60-74.
- Casamatta, C. (2003). Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists. *The Journal of Finance* 58 (5), 2059-2085.
- Cazorla Papis, L., Céspedes Lorente, J. y C.J. Cano Guillén, 1997. Estrategia inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes, *VII Congreso Nacional de la Asociación Científica de Dirección y Economía de la Empresa*, Almería, 529-546.
- Chan, Y.S., 1983. On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information, *The Journal of Finance* 38 (5), 1543-1561.
- Chotigeat, T. y I.M. Pandey, 1997. Venture capital investment evaluation in emerging markets, *Multinational Business Review* 5 (2), 54-62.
- Chrisman, J.J., McMullan, E. y J. Hall, 2005. The influence of guided preparation on the long-term performance of new ventures, *Journal of Business Venturing* 20 (6), 769-791.
- Clarysse, B., Knockaert, M. y A. Lockett, 2006. Selection Behavior of Early Stage High Technology Investors: A Pan-European Study, *Working Paper Series Universiteit Gent and Vlerick Leuven Gent Management School*.

- Cornelius, B., 2005. The institutionalisation of venture capital. *Technovation* 25 (6), 599-608.
- Covin, J.G., Slevin, D.P. y M.B. Heeley, 2001. Strategic decision making in an intuitive vs. technocratic mode: structural and environmental considerations, *Journal of Business Research* 52 (1), 51-67.
- Cumming, D., 2005. Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting, *Journal of Business Venturing* 20 (5), 573-622.
- Cumming, D., 2006. Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital, *Theory and Practice* 30 (2), 155-183.
- Cumming, D.J., y J. MacIntosh, 2006. Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing* 21, 569-609.
- Cumming, D.J. y S.A. Johan, 2008. Preplanned exit strategies in venture capital. *European Economic Review* 5, 1209-1241.
- Cumming, D.J. y S.A. Johan, 2009. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Elsevier Science Academic Press.
- Dane, E. y M.G. Pratt, 2004. Intuition: Its Boundaries and Role in Organizational Decision-Making, *Best Paper Proceedings of the Annual Meeting of the Academy of Management*.
- Dane, E. y M.G. Pratt, 2007. Exploring intuition and its role in managerial decision making, *Academy of Management Review* 32 (1), 33-54.
- De Cleyn, S. y J. Braet, 2007. The Due Diligence Process-Guiding Principles for Early Stage Innovative Products and Venture Capital Investments, *Journal of Private Equity* 10 (3), 43-51.
- Deephouse, D.L., 1996. Does isomorphism legitimate? *Academy of Management Journal* 39 (4), 1024-1039.

- Del Palacio, I., Zhang, X. y F. Sole, 2010. The capital gap for small technology companies: public venture capital to the rescue? *Small Business Economics*, Springer Science Business Media LLC.
- DiMaggio, P.J. y W.W. Powell, 1983. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields, *American Sociological Review* 48 (2), 147-160.
- Doh, J.P. y T.R. Guay, 2006. Corporate Social Responsibility, Public Policy, and NGO Activism in Europe and the United States: An Institutional-Stakeholder Perspective, *Journal of Management Studies* 43 (1), 47-73.
- Dowling, J. y J. Pfeffer, 1975. Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behaviour, *Pacific Sociological Review* 18 (1), 122-136.
- Elango, B., Fried, V., Hisrich, R. y A. Polonchek, 1995. How Venture Capital Firms Differ, *Journal of Business Venturing* 10 (2), 157-179.
- Fenn, G. W., Liang, N. y S. Prowse, 1997. The Private Equity Market: An Overveiw. *Financial Markets, Institutions and Instruments* 6 (4), 1-106.
- Ferrary, M., 2010. Syndication of Venture Capital Investment: The Art of Resource Pooling, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 34 (5), 885-907.
- Fiet, J.O., Busenitz, L.W., Moesel, D.D. y J.B. Barney, 1997. Complementary Theoretical Perspectives on the Dismissal of new Venture team members. *Journal of Business Venturing* 12 (5), 347-366.
- Fleming, G., 2004. Venture capital returns in Australia, *Venture Capital* 6 (1), 23-45.
- Florida, R. y M. Kenney, 1988a. Venture capital and high technology entrepreneurship, *Journal of Business Venturing* 3, 301-319.
- Florida, R. y M. Kenney, 1988b. Venture capital, high technology and regional development, *Regional Studies*, 22, 33-48.

- Fried, V.H. y R.D. Hisrich, 1991. Venture capital firms commonalities and differences, *Management Research News* 14 (3), 17-33.
- Fried, V.H. y R.D. Hisrich, 1994. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making, *Financial Management* 23 (3), 28-37.
- Frumkin, P. y J. Gelaskiewicz, 2004. Institutional Isomorphism and Public Sector Organizations, *Journal of Public Administration Research and Theory* 14 (3), 283-307.
- Gompers, P. A., 1995. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance* 50 (5), 1461-1489.
- Gompers, P. A., 1997. Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments. *Working Paper*, Harvard University.
- Gompers, P. y J. Lerner, 2001. The Venture Capital Revolution, *Journal of Economic Perspectives* 5 (2), 145-168.
- Greenwood, R. y C.R. Hinings, 1996. Understanding radical organizational change: Bringing together the old and the new institutionalism, *Academy of Management Review* 21 (4), 1022-1054.
- Gupta, A.K. y H.J. Sapienza, 1992. Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *Journal of Business Venturing* 7 (5), 347-362.
- Hassan, A. y D. Leece, 2007. Agency and Information Problems in Venture Capital Market: An Empirical Study of the Information Needs of U.K. Investors and the Demand for Accounting Information, *The Journal of Private Equity* 10 (2), 93-112.

- Hassan A. y D. Leece, 2008. The Influence of Venture Capitalists' Source of Finance on their Post-Investment Behavior in Investee Companies, *The Journal of Private Equity* 11 (3), 69-84.
- Hellmann, T., 1998. The allocation of control rights in venture capital contracts, *RAND Journal of Economics* 29 (1), 57-76.
- Hellmann, T., 2006. IPOs, acquisitions, and the use of convertible securities in venture capital, *Journal of Financial Economics* 81, 649-679.
- Hisrich, R.D. y A.D. Jankowicz, 1990. Intuition in venture capital decisions: an exploratory study using a new technique, *Journal of Business Venturing* 5, 49-62.
- Hsu, D., 2004. What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? *The Journal of Finance* 59 (4), 1805-1844.
- Hudson, E y M. Evans, 2005. A Review of Research into Venture Capitalists' Decision Making: Implications for Entrepreneurs, Venture Capitalists and Researchers, *Journal of Economic and Social Policy* 10 (1), 1-18.
- Imamuddin, K., 2009. Pakistani Venture Capitalists' Investment Criteria: A Comparative Look, *Asian Academy of Management Journal* 14 (1), 81-105.
- Isaksson, A., Cornelius, B., Landström, H. y S. Junghagen, 2004. Institutional theory and contracting in venture capital: the Swedish experience, *Venture Capital* 6 (1), 47-71.
- Jankowicz, A.D. y R.D. Hisrich, 1987. Intuition in small business lending decisions, *Journal of Small Business Management* 22, 45-52.
- Jog, V., Lawson, W., y A. Riding, 1991. The Venture Capitalist/Entrepreneur Interface: Expectations, Conflicts and Contracts, *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 8(2), 5-20.

- Julien, P.A., 1995. New Technologies and Technological information in Small Business, *Journal of Business Management* 10 (6), 459-475.
- Kaplan, S. y P. Strömberg, 2000. Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. *Working Paper*, National Bureau of Economic Research, NBER.
- Kaplan, S. y P. Strömberg, 2003. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies* 70 (243), 281-315.
- Kaplan, S. y P. Strömberg, 2004. Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *Journal of Finance* 59 (5), 2177-2210.
- Kaplan, S., Martel, F. y P. Strömberg, 2007. How do legal differences and experience affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation* 16 (3), 273-311.
- Keuschnigg, C. y S.B. Nielsen, 2001. Public Policy for Venture Capital, *International Tax and Public Finance* 8, 557-572.
- Kut, C., Pramborg, B. y J. Smolarski, 2007. Managing Financial Risk and Uncertainty: The Case of Venture Capital and Buy-out Funds, *Global Business and Organizational Excellence* 26 (2), 53-64.
- Landström, H., Manigart, S., Mason, C. y H. Sapienza, 1998. Contracts Between Entrepreneurs and Investors: Covenants and Negotiation Process. *Babson-Kaufman Annual Conference*, Gent, Belgium.
- Leleux, B. y B. Surlemont, 2003. Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis, *Journal of Business Venturing* 18 (1), 81-104.
- Lerner, J., 1999. The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program, *Journal of Business* 72 (3), 285-318.

- Lerner, J., 2002. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes, *The Economic Journal* 112 (477), F73-F84.
- Leyboune, S. y E. Sadler-Smith, 2006. The role of intuition and improvisation in project management, *International Journal of Project Management* 24, 483-492.
- Li, Y. y J.T. Mahoney, 2011. When are venture capital projects initiated? *Journal of Business Venturing* 26 (2), 239-254.
- Macmillan, I. C., Siegel, R. y P.N. SubbaNarasimha, 1985. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business Venturing* 1, 119-128.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P. y K. De Waele, 1997. Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 21 (4), 29-43.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P. y K. De Waele, 1998. Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 21 (4), 29-43.
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. y A. Beekman, 2000. Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information: A Comparative Study of the US, UK, France, Belgium and Holland, *European Financial Management* 6 (3), 389-403.
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. y A. Beekman, 2002. Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five-Country Study, *Journal of Business Venturing* 17 (4), 291-312.

- Marx, L.M., 1998. Contract Renegotiation for Venture Capital Projects. *Working Paper*, University of Rochester.
- Mason, C. y M. Stark, 2004. What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels, *International Small Business Journal* 22 (3), 227-248.
- Mason, C., 2009. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review, *International Small Business Journal* 27 (5), 536-556.
- Meyer, J. W. y B. Rowan, 1977. Institutionalised organisations: formal structure as myth and ceremony, *American Journal of Sociology*, 83, 340-63.
- Miller, C.C. y R.D. Ireland, 2005. Intuition in strategic decision making: Friend or foe in the fast-paced 21st century? *Academy of Management Executive* 19 (1), 19-30.
- Mishra, A., 2004. Indian venture capitalists (VCs): Investment evaluation criteria. *Journal of Applied Finance* 10(7), 71-93.
- Mitchell, F., Reid, G.C. y N.G. Terry, 1995. Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists, *Accounting and Business Research* 25 (99), 186-196.
- Mitchell, J.R., Friga, P.N. y R.K. Mitchell, 2005. Untangling the Intuition Mess: Intuition as a Construct in Entrepreneurship Research, *Entrepreneurship Theory and Practice* 29 (6), 653-679.
- Munari, F. y L. Toschi, 2010. Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: do regional characteristics matter? *European Financial Management Symposium*.
- Muzyka, D, Birley, S. y B. Leleux, 1996. Trade-offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalist, *Journal of Business Venturing* 11, 273-287.

- Norton, E. y B.H. Tenenbaum, 1993. Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy, *Journal of Business Venturing* 8, 431-442.
- O'Shea, M. y C. Stevens, 1998. Governments as Venture Capitalists, *OECD Observer* 213, 26-29.
- Pandey, I.M., 1995. Venture Capital Investment Criteria Used by Venture Capitalists in India, *Seventh Annual International Symposium on Small Business Finance*, Florida, 24-25 April.
- Pandey, I. M. y A. Jang, 1996. Venture capital for financing technology in Taiwan, *Technovation* 16 (9), 499-514.
- Parhankangas, A., Landström, H. y G. Smith, 2005. Experience, Contractual Covenants and Venture Capitalists' Responses to Unmet Expectations. *Venture Capital* 7 (4), 297-318.
- Petty, J. S. y M. Gruber, 2009. In Pursuit of the Real Deal. A Longitudinal Study of VC Decision Making, *Journal of Business Venturing* 26 (2), 172-188.
- Poterba, J. M., 1989. Capital Gains Tax Policy Toward Entrepreneurship, *National Tax Journal* 42 (3), 375-389.
- Proimos, A. y S. Wright, 2005. A Pilot Study of Venture Capital Investment Appraisal in Australia, *Journal of Financial Services Marketing* 9 (3), 272-286.
- Rah, J., Jung, K., y J. Lee, 1994. Validation of the Venture Evaluation Model in Korea, *Journal of Business Venturing* 9, 509-524.
- Ramón Pintado, T. y D. García Pérez de Lema, 2006. La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos, *Economía Industrial* 362, 155-164.

- Ramón Pintado, T., García Pérez de Lema, D. y H. Van Auken, 2007. Venture Capital in Spain by Stage of Development, *Journal of Small Business Management* 45 (1), 68-88.
- Ray, D.M., 1991. Venture Capital and Entrepreneurial Development in Singapore, *International Small Business Journal* 10 (1), 11-26.
- Ray, D.M. y D.V. Turpin, 1993. Venture capital in Japan, *International Small Business Journal* 11 (4), 39-56.
- Repullo, R. y J. Suarez, 2004. Venture Capital Finance: A Security Design Approach, *Review of Finance* 8, 75-108.
- Robinson, R.B., 1987. Emerging strategies in the venture capital industry, *Journal of Business Venturing* 2 (53), 53-77.
- Ruhnka, J.C. y J.E. Young, 1987. A venture capital model of the development process for new ventures, *Journal of Business Venturing* 2, 167-184.
- Ruhnka, J.C. y J.E. Young, 1991. Some hypotheses about risk in venture capital investing, *Journal of Business Venturing* 6 (2), 115-133.
- Sahlman, W. A., 1990. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics* 27 (2), 473-521.
- Sapienza, H.J., y M. Korsgaard, 1996. The Role of Procedural Justice in Entrepreneur-Venture Capital Relations, *Academy of Management Journal* 39 (3), 544-574.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., y W. Vermeir, 1996. Venture capital governance and value added in four countries, *Journal of Business Venturing* 11, 439-469.
- Schwiebacher, A., 2008. Venture capital investment practices in Europe and the United States, *Financial Markets and Portfolio Management* 22, 195-217.

- Scott, W.R., 1987. The adolescence of institutional theory, *Administrative Science Quarterly*, 32 (4), 493-511.
- Scott, W.R., 1995. *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Scott, W.R., 2010. Reflections: The Past and Future of Research on Institutions and Institutional Change, *Journal of Change Management*, 10 (1), 5-21.
- Shepherd, D.A., Zacharakis, A. y R.A. Baron, 2003. VCs' decision process: Evidence suggesting more experience may not always be better, *Journal of Business Venturing* 18 (3), 381-401.
- Simon, H.A., 1987. Making management decisions: The role of intuition and emotion, *Academy of Management Executive* 1 (1), 57-64.
- Sinclair, M. y N. Ashkanasy, 2005. Intuition: myth or a decision-making tool? *Management Learning* 36, 353-370.
- Siskos, J. y C. Zopounidis, 1987. The evaluation criteria of the venture capital investment activity: An interactive assessment, *European Journal of Operational Research* 3 (31), 304-313.
- Suchman, M.C., 1995a. Localism and globalism in institutional analysis: the emergence of contractual norms in venture finance, en Scott, W. y Christensen, S., *The Institutional Construction of Organizations*, Thousand Oaks: Sage Publications.
- Suchman, M., 1995b. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches, *Academy of Management Review* 20 (3), 571-610.
- Sweeting, R.C., 1991. UK venture capital funds and the funding of new technology-based businesses: process and relationships, *Journal of Management Studies* 28 (6), 601-622.

- Trester, J.J., 1998. Venture Capital Contracting Under Asymmetric Information, *Journal of Banking and Finance* 22 (6-8), 675-699.
- Tyebjee, T.T. y A.V. Bruno, 1984. A model of venture capitalist investment activity, *Management Science* 30, 1051-1066.
- Tykvová, T., 2007. What do economists tell us about Venture capital contracts? *Journal of Economic Surveys* 21 (1), 65-89.
- Van Auken, H., 2001. Financing Small Technology-Based Companies: The Relationship Between Familiarity with Capital and Ability to Price and Negotiate Investment, *Journal of Small Business Management* 30 (3), 240-258.
- Van Deventer, B. y C. Mlambo, 2009. Factors influencing venture capitalists' project financing decisions in SouthAfrica. *SouthAfrican Journal of Business Management* 40 (1), 33-41.
- Van Osnabrugge, M. y R. Robinson, 2001. The influence of Venture Capitalist's Source Founds, *Venture Capital* 3 (1), 25-39.
- Veciana Vergés, J.M., 2005. La Creación de Empresas: un enfoque gerencial, *Colección de estudios económicos* 33, 7-299, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.
- Wright, M y K. Robbie, 1996. Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information, *Accounting and Business Research* 26 (2), 153-168.
- Yung, C., 2009. Entrepreneurial Financing and Costly Due Diligence, *The Financial Review* 44 (1), 137-149.
- Zacharakis, A.L. y G.D. Meyer, 2000. The potential of actuarial decision models Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing* 15 (4), 323-346.

Zacharakis, A.L. y D.A. Shepherd, 2001. The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making, *Journal of Business Venturing* 16 (4), 311-332.

Zimmerman, M. y G. Zeitz, 2002. Beyond survival: achieving new venture growth by building legitimacy, *Academy of Management Review* 27 (3), 414-431.

Zucker, L.G., 1977. The role of Institutionalization in Cultural Persistence, *American Sociological Review* 42 (5), 726-743.

Capítulo III

Influencia de la intuición del gestor de capital riesgo en la toma de decisiones

1. Introducción

El gestor de capital riesgo como experto en el descubrimiento de nuevos negocios de éxito (Zacharakis y Shepherd, 2001) es el responsable de gran parte del proceso de selección de inversiones, momento clave de todo su proceso de actuación, pues de su éxito depende la continuidad de la propia ECR. Por este motivo, las ECR deben extremar sus precauciones a la hora de evaluar los proyectos recibidos y comprobar la información suministrada por la empresa candidata a ser financiada (Ramón *et al.*, 2007).

Durante el proceso de evaluación, el gestor comprueba si la propuesta cumple toda una serie de características particulares que las ECR tienen en cuenta a la hora de efectuar las valoraciones (Macmillan *et al.*, 1985; Tyebjee y Bruno, 1984), proceso complicado cuando la empresa que debe evaluar el gestor se encuentra en fases iniciales de desarrollo. Es en estos casos cuando la ECR se enfrenta a mayores problemas de información asimétrica debido a que estas nuevas empresas aún no están consolidadas en el mercado y no existe información verificable y contrastable sobre ellas (Ramón *et al.*, 2007; Ferrary, 2010), siendo la información blanda o cualitativa la única fuente de información disponible para el gestor, jugando su intuición un papel fundamental para la toma de decisiones.

Por tanto, en la ECR el gestor no es ajeno a su intuición y ésta puede llegar a afectar a la evaluación final de la propuesta con independencia de otro tipo de consideraciones económicas y financieras.

En base a una encuesta realizada a 51 ECR españolas, el presente estudio pretende cumplir con un doble objetivo: (1) analizar en qué medida la intuición del gestor de capital riesgo español puede afectar a la toma de decisiones de

participación financiera, y conocer qué variables del proceso de evaluación son más propensas a una valoración intuitiva; (2) determinar si los gestores de capital riesgo españoles tienen un comportamiento similar a los de otros países como Estados Unidos, Singapur o Japón, donde la toma de decisiones lleva implícito un componente intuitivo muy importante (Ray, 1991; Ray y Turpin, 1993).

Nuestros resultados muestran que el gestor de capital riesgo español es intuitivo y se considera a sí mismo como tal. Esta intuición, producto de su experiencia, aparece en mayor medida cuando se tienen que abordar valoraciones relacionadas con el capital humano de la empresa, es decir, con el empresario y con su equipo. Este comportamiento se acentúa en los primeros contactos con la candidata a participada, ya que si el gestor de capital riesgo duda inicialmente de la capacidad del empresario, rechazará la propuesta sin llegar a revisar el plan de negocios.

De los resultados del trabajo podrán beneficiarse las empresas demandantes de financiación, pues podrán mejorar la presentación de sus propuestas, evitando que sean rechazadas por enfoques inadecuados, lo que les permitirá negociar más eficazmente con las ECR (Timmons y Spinelli, 2004). También podrán beneficiarse las propias ECR al arrojar luz sobre su proceso de toma de decisiones, orientándolas a consolidar un conocimiento realista en el gestor respecto a su forma de actuación en la toma de decisiones. Del mismo modo, el presente trabajo permitirá aportar evidencia empírica a la escasa literatura que sobre este tema existe en España.

El resto de este trabajo se ha estructurado de la siguiente manera. En la siguiente sección justificamos el uso de la intuición por el gestor de la ECR; en la tercera sección presentamos los datos y la metodología; en la cuarta sección se muestran los resultados, y finalmente en la quinta sección discutimos las principales conclusiones.

2. La intuición en la toma de decisiones de participación financiera

Una de las características más importantes que define la relación entre la ECR y el empresario es la existencia de información asimétrica entre ambos, problema provocado por el distinto conocimiento que sobre la empresa posee cada uno de los agentes que participan en la relación (Sahlman, 1990). Antes de realizar la inversión, el gestor realiza un exhaustivo proceso de evaluación de la propuesta con el fin de descartar aquellos proyectos a priori no rentables (Barry, 1994; Fried y Hisrich, 1994; Gompers, 1995; Wright y Robbie, 1996; Fenn *et al.*, 1997; Manigart *et al.*, 1998; Zacharakis y Meyer, 2000).

Durante el proceso de evaluación, el gestor comprueba si la propuesta cumple toda una serie de características particulares que las ECR tienen en cuenta a la hora de efectuar las valoraciones (Macmillan *et al.*, 1985; Tyebjee y Bruno, 1984), tomando en consideración dos fuentes principales de información: una objetiva y otra subjetiva. La primera está contenida en el plan de negocios, a través de la contabilidad, mientras que la información subjetiva recoge la valoración personal de los gestores de capital riesgo sobre diferentes aspectos cualitativos de la propuesta (Macmillan *et al.*, 1985). Sin embargo, en la evaluación de empresas en creación, el plan de negocios es considerado como una mera declaración de intenciones (Sahlman, 1997), y la información cuantitativa es escasa (Chrisman *et al.*, 2005), por lo que los gestores tienen que basar su decisión en aspectos cualitativos de la propuesta. Entonces, la intuición del gestor juega un papel fundamental, en tanto que es una conclusión cognitiva basada en experiencias anteriores y en factores emocionales de la persona que toma la decisión (Sinclair y Ashkanasy, 2005; Leybourne y Sadler-Smith, 2006).

En términos generales, los gestores de capital riesgo son tomadores de decisiones intuitivos (Zacharakis y Shepherd, 2001), y lo son hasta el punto de que las ECR, con objeto de minimizar las evaluaciones subjetivas, definen sus inversiones estableciendo una serie de parámetros basados en su particular filosofía de actuación. Así, la toma de decisiones realizada por los gestores, en especial los

más experimentados, en ocasiones tiende a pasar por alto los parámetros previamente establecidos por la ECR y a confiar en su intuición durante el proceso de selección de nuevas propuestas de participación financiera (Beim y Lévesque, 2004).

Diversos estudios han tratado el tema de la intuición en la toma de decisiones. Así, Jankowicz y Hisrich (1987) realizaron un estudio empírico sobre el papel de la intuición en la toma de decisiones relativa a la concesión de préstamos a las pequeñas empresas, estudio que posteriormente extendieron al capital riesgo. En éste último trabajo destacan que en la toma de decisiones existe una “química interpersonal” con los empresarios, con una clara preferencia hacia el pragmatismo frente a la creatividad (Hisrich y Jankowicz, 1990)¹⁸.

Otros trabajos sobre la toma de decisiones del capital riesgo en varios países han destacado el importante papel de la intuición en la toma de decisiones, llegando ésta a estar presente en casi el 50% de las decisiones (Ray, 1991; Ray y Turpin, 1993).

Sin embargo, en la toma de decisiones intuitiva no todo son aciertos, sino que también puede conducir a errores debido a que:

a) Cuando se utiliza la intuición con buenos resultados, los ejecutivos están propensos a que aumente su confianza en ella, aun cuando se den circunstancias favorables para una toma de decisiones no intuitiva (Covin *et al.*, 2001). Las experiencias positivas aumentará aún más su creencia de una toma de decisiones intuitiva (Blume y Covin, 2011).

b) Cuando la intuición se contextualiza como una experiencia automática y rutinaria, es decir, a nivel de subconsciente, puede conducir a errores (Shepherd *et al.*, 2003; Miller e Ireland, 2005). Estas decisiones suelen ser tomadas por los gestores más experimentados.

¹⁸ A parecidas conclusiones llegan Zacharakis y Shepherd (2001).

c) En la toma de decisiones la rapidez y la exactitud son esenciales, lo que conduce a una disminución en la calidad de la decisión, en cuyo caso la intuición se potencia para ayudar a las decisiones más críticas (Dane y Pratt, 2004).

d) Una persona que posee la intuición de experto en un campo o una industria puede no ser tan eficaz en la toma de decisiones intuitiva en otro terreno que difiera sustancialmente del entorno en el que desarrolló sus esquemas cognitivos (Dane y Pratt, 2007).

En el estudio de la toma de decisiones es fundamental poder establecer en qué grado el gestor es intuitivo, lo que sin duda puede afectar al enfoque que las empresas den a sus propuestas.

3. Datos y Metodología

Para llevar a cabo el presente estudio nos basamos en los datos de una encuesta postal dirigida a las 63 ECR registradas en ASCRI (*Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*) en marzo del año 2001.

En el diseño final del cuestionario se realizaron varios pretest, tanto a prestigiosos economistas especializados en la valoración de empresas y el riesgo financiero, como a cuatro ECR. Todas sus aportaciones fueron de gran utilidad para mejorar su diseño final. Gracias al establecimiento de un primer contacto telefónico con la entidad, el cuestionario se remitió a la persona encargada de la toma de decisiones en cada una de las ECR. El periodo de recogida de encuestas fue hasta junio de 2001. Finalmente se obtuvieron 51 respuestas válidas, lo que supone un porcentaje de respuesta del 80,95 %, porcentaje muy superior al de otros estudios realizados a nivel internacional, poniendo de manifiesto el interés de esta problemática por las ECR españolas.

En el cuestionario, la relevancia de la intuición en la toma de decisiones se mide en una escala con cuatro posibilidades (ninguna, alguna, bastante y mucha). El 34,70% de los gestores manifiesta que la intuición no tiene ninguna o alguna relevancia en su toma de decisiones, por lo que en el estudio se les califica de “menos intuitivos”. Por el contrario, el 65,30% admite que la intuición tiene bastante o mucha relevancia, por lo que son catalogados como “más intuitivos”.

Las variables analizadas dentro del proceso de toma de decisiones son aquellas en las que la intuición del gestor de capital riesgo puede jugar un papel más importante como: a) el tiempo medio de respuesta de la ECR a una nueva propuesta de participación financiera; b) la percepción que tiene el gestor del riesgo implícito en la propuesta; c) los aspectos que harían que el gestor estuviera dispuesto a variar las previsiones de rentabilidad inicialmente fijadas para seguir manteniendo la participación en la empresa; d) la valoración personal que realiza del empresario y de su equipo, del producto y del mercado.

La metodología que aplicaremos en el análisis de los resultados se orientará a determinar si las diferencias observadas entre los dos grupos (ECR cuyos gestores son menos intuitivos y ECR en las que sus gestores son más intuitivos) respecto de las variables analizadas, son suficientes para poder aseverar que tienen una incidencia estadísticamente significativa. Aplicaremos el test no paramétrico de la U de Mann-Whitney o el análisis de tablas de contingencia a las que se aplica el test de la χ^2 de Pearson, según se traten de variables continuas o categóricas, respectivamente.

4. Resultados

a) Tiempo medio de respuesta de la ECR a una nueva propuesta de participación financiera.

Por lo que respecta al tiempo medio de respuesta, los resultados del estudio muestran que el 65,60% de las ECR cuyos gestores son más intuitivos tardan menos de un mes en rechazar la propuesta. En la primera valoración el gestor rechaza la propuesta influido por su intuición. Sin embargo, tras esta primera evaluación el proceso se invierte y la intuición pierde peso frente al análisis económico-financiero, y el rechazo se produce de uno a tres meses. Por otra parte, los gestores menos intuitivos son más racionales a la hora de evaluar la propuesta, por lo que casi un 60% de las ECR tardan entre uno y tres meses en rechazarla (Tabla 1.3).

En cuanto a las propuestas aceptadas, más del 70% de las ECR tardan menos de tres meses en responder, con unos porcentajes muy similares entre los gestores menos y más intuitivos. Esto confirma que una vez superada la primera valoración la intuición deja paso al análisis racional. La intuición juega un papel diferenciador en los rechazos, pero no en las aceptaciones, es decir, parece más importante ante los malos proyectos.

Tabla 1.3. Tiempo medio de respuesta a las propuestas

Valores en %	Grado de Intuición del Gestor de Capital Riesgo		
	Total	Menos Intuitivo	Más Intuitivo
Tiempo medio de respuesta para las propuestas rechazadas			
Menos de 1 mes	57,10	41,20 *	65,60 *
De 1 a 3 meses	42,90	58,80 *	34,40 *
Tiempo medio de respuesta para las propuestas aceptadas			
Menos de 3 meses	71,40	64,70	75,00
De 3 a 6 meses	28,60	35,30	25,00

Test χ^2 Pearson. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$

b) Primera revisión del plan de negocios.

En la tabla 2.3 se muestran diferentes factores y circunstancias que las ECR tienen en cuenta cuando han de realizar una primera revisión del plan de negocios para estimar una nueva propuesta de participación financiera.

Tabla 2.3. Factores y circunstancias iniciales que pueden suponer la aceptación o rechazo de la propuesta

Variables	Total		Grado de Intuición del Gestor de Capital Riesgo	
	Media	D.Típ.	Menos Intuitivo	Más Intuitivo
a) Producto de alta tecnología	2,45	1,17	2,38	2,47
b) Viabilidad del proyecto	4,94	0,24	5,00	4,90
c) Equipo directivo capaz	4,88	0,33	4,76 **	4,94 **
d) Fase de desarrollo de la participada	3,55	0,79	3,38	3,63
e) Posibilidades de desinversión	4,29	0,87	4,38	4,19
f) Situación geográfica de la candidata	2,83	1,58	3,00	2,81

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

*Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$*

Las ECR valoran de forma unánime y con una dispersión muy baja la viabilidad del proyecto y que el equipo humano que estará al frente de la nueva empresa esté preparado y comprometido con el proyecto.

Existen pocas diferencias en el comportamiento de las ECR cuyos gestores son más o menos intuitivos. Únicamente, cuando se trata de valorar al equipo que se hará cargo de la nueva situación, los gestores más intuitivos valoran significativamente más esta característica y consideran el factor humano como un factor clave en el proceso. Su intuición y experiencia les indica que si el equipo de personas que dirigirá la empresa es competente, la ECR debe participarla. En este caso la intuición se impone cuando se trata de valorar aspectos cualitativos difíciles de cuantificar, como la capacidad del equipo directivo.

c) Valoración de los riesgos de la inversión.

Dentro del proceso de evaluación de la propuesta, observamos en la tabla 3.3 los factores más apreciados por los gestores a la hora de valorar los riesgos de la inversión.

Tabla 3.3. Factores considerados al evaluar los riesgos de la inversión

Variables	Total		Grado de Intuición del Gestor de Capital Riesgo	
	Media	D.Típ.	Menos Intuitivo	Más Intuitivo
a) El mercado del producto	4,61	0,61	4,63	4,58
b) El mercado de capitales	2,90	1,12	2,81	2,93
c) Las habilidades directivas del equipo	4,84	0,47	4,59 ***	4,97 ***
d) La participación de los directivos en el capital de la compañía	4,43	0,82	3,88 ***	4,70 ***
e) El tiempo esperado de salida	3,96	0,82	3,69	4,06
f) El plazo de recuperación de la inversión por la participada	3,88	1,00	3,38 **	4,03 **

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

*Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$*

Con un valor medio próximo a 5 y con una dispersión muy baja encontramos que las habilidades directivas del equipo, el mercado del producto y la participación de los directivos en el capital de la compañía son las tres variables más importantes en la evaluación de los riesgos de la inversión.

Sin embargo, si diferenciamos entre los gestores más y menos intuitivos al evaluar los riesgos de la inversión, observamos que casi todas las variables analizadas son más apreciadas por los gestores más intuitivos. Éstos valoran significativamente más del equipo humano sus habilidades directivas y su implicación en el proyecto por medio de su participación en el capital de la empresa. El gestor de capital riesgo intuye que un equipo capaz y comprometido económicamente con la empresa estará más motivado para lograr el éxito. Otro factor que tienen en cuenta los gestores más intuitivos es el plazo de recuperación de la inversión, apreciándose diferencias de valoración significativas entre los más y menos intuitivos. Esta característica es más valorada por ellos, ya que el plazo de

recuperación de la inversión por la participada, al ser difícilmente cuantificable, está supeditado en mayor medida a la experiencia e intuición del gestor.

d) Aspectos que harían variar la tasa de retorno fijada como objetivo.

En La Tabla 4.3 se observan las variables que harían que los gestores de capital riesgo españoles estuvieran dispuestos a corregir la tasa de retorno-objetivo fijada inicialmente para la inversión, con el fin de mantener su participación en la empresa.

Tabla 4.3. Variables que harían que el gestor de capital riesgo estuviese dispuesto a corregir la tasa de retorno-objetivo

Variables	Total		Grado de Intuición del Gestor de Capital Riesgo	
	Media	D.Típ.	Menos Intuitivo	Más Intuitivo
a) Duración esperada de la inversión	3,47	1,02	3,00 ***	3,71 ***
b) Condiciones de mercado	3,48	0,98	3,07 **	3,70 **
c) La situación económica general	3,26	0,98	2,93 *	3,40 *
d) Flujos de caja esperados	3,75	1,08	3,60	3,88
e) Sector objeto de la inversión	3,46	1,17	3,27	3,55
f) Localización geográfica de la participada	2,57	1,47	2,64	2,52
g) Planificación de la desinversión	3,68	1,24	3,14 **	4,00 **

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

*Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$*

En términos generales, casi todas las variables analizadas son más valoradas por los gestores intuitivos. La única excepción es la localización geográfica de la participada ya que esta variable viene marcada por los objetivos de las ECR. No obstante, la duración de la inversión, las condiciones de mercado, la situación económica general y la planificación de la desinversión, son significativamente más valoradas por los gestores más intuitivos dado que son variables difíciles de cuantificar y, por tanto, sujetas a la valoración de su experiencia e intuición.

Estas variables definen con claridad al gestor intuitivo ya que reconoce que estaría dispuesto a variar sus objetivos de rentabilidad si se produce un cambio de

sentido en las expectativas, siempre que su instinto le diga que su participación en la empresa tendrá un final positivo.

e) Valoración del empresario y del equipo humano de la empresa.

Con relación a la valoración del empresario, la tabla 5.3 muestra que la honestidad e integridad, la capacidad de reacción y de evaluación de riesgos y la personalidad compatible con la del gestor, son los aspectos más valorados. En cuanto a la valoración del equipo se destaca que sea organizado, que tenga experiencia y capacidad de liderazgo y que conozca el sector en el que la empresa desarrolla su actividad.

Tabla 5.3. Valoración del empresario, de su experiencia y de su equipo

Variables	Total		Grado de Intuición del Gestor de Capital Riesgo	
	Media	D.Típ.	Menos Intuitivo	Más Intuitivo
Valoración de la personalidad del empresario				
a) Su capacidad de reacción y de evaluación de riesgos	4,58	0,57	4,56	4,59
b) Su capacidad de realizar un esfuerzo intenso y sostenido	4,24	0,77	4,00 **	4,38 **
c) Su deseo de ganar dinero	3,79	0,92	3,40 **	3,97 **
d) Su honestidad e integridad.	4,84	0,37	4,76 **	4,91 **
e) Personalidad compatible con la del gestor	4,20	0,93	4,06	4,28
f) Su búsqueda de independencia económica	2,94	1,08	3,13	2,87
g) Su habilidad analítica	3,94	0,81	3,53 **	4,13 **
Valoración del equipo y de la experiencia				
h) La organización de su equipo	4,49	0,58	4,41	4,53
i) Su experiencia profesional	4,69	0,55	4,71	4,66
j) Su conocimiento del sector	4,75	0,44	4,82	4,69
k) Su capacidad de liderazgo	4,42	0,67	4,53	4,35
l) Familiarizado con los objetivos de mercado de la compañía	4,36	0,66	4,41	4,34

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

*Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$*

La mayoría de las variables que se refieren a la personalidad del empresario son más valoradas por los gestores más intuitivos, mientras que aquellas referidas a su experiencia son más valoradas por los menos intuitivos. Los gestores intuitivos valoran especialmente del empresario su capacidad de sacrificio por la empresa, su deseo de ganar dinero, su honestidad y su habilidad analítica, algo lógico teniendo en cuenta que este tipo de variables son más difícilmente contrastables que aquellas que se refieren a su experiencia.

f) Evaluación del producto o servicio y del mercado.

Cuando se evalúa el producto o servicio (Tabla 6.3) se valora principalmente que sea conocido y aceptado por el mercado. Del mercado se valora que presente una alta tasa de crecimiento y que existan barreras que impidan la entrada de competidores (Tabla 6.3).

Tabla 6.3. Valoración del producto/servicio y del mercado

Variables	Total		Grado de Intuición del Gestor de Capital Riesgo	
	Media	D. Típ.	Menos Intuitivo	Más Intuitivo
Producto/servicio				
a) El producto aceptado por el mercado	4,44	0,76	4,56	4,41
b) Producto desarrollado hasta un prototipo en funcionamiento	3,89	1,02	3,53 **	4,10 **
c) Producto de alta tecnología	2,86	1,15	2,69	2,94
d) El producto refleja la calidad y reputación de la empresa	3,82	0,95	3,56	3,90
Mercado				
e) Alta tasa de crecimiento	4,45	0,58	4,29 *	4,53 *
f) La ECR conoce el mercado	3,39	0,98	3,38	3,41
g) Escasa amenaza de competencia en 3 años	3,22	0,87	3,13	3,31
h) Alto número potencial de clientes	3,96	0,80	3,59 **	4,13 **
i) Barreras a la entrada de competencia	4,12	0,93	4,00	4,16

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

*Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$*

La mayor parte de las variables analizadas en la tabla 6.3 son más valoradas por los gestores intuitivos, excepto en lo que se refiere a la aceptación del producto por el mercado, donde los gestores de capital riesgo menos intuitivos la valoran más. Esto es evidente ya que existen medios para comprobar si el producto ha sido aceptado por el mercado, por lo que la intuición juega un papel menos importante. Sin embargo, los intuitivos valoran más que el producto se haya desarrollado hasta el

punto de que exista un prototipo en funcionamiento. Perciben intuitivamente como positivo que el nuevo producto se haya desarrollado hasta ese nivel, lo que puede asegurar un prometedor futuro para el mismo.

Por lo que respecta al mercado, los gestores más intuitivos valoran más que presente una alta tasa de crecimiento y que el número de clientes sea potencialmente alto. Los gestores de capital riesgo más intuitivos confían en la potencialidad del mercado más que los poco intuitivos.

5. Conclusiones

En este trabajo se ha analizado si la intuición del gestor de capital riesgo español ejerce una influencia significativa en su toma de decisiones. En el análisis se han tenido en cuenta dos tipos de gestores, los “más intuitivos” y los “menos intuitivos”, según manifestaron que la intuición tenía mayor o menor relevancia, respectivamente, en su toma de decisiones.

La intuición afecta a la primera revisión de la propuesta dado que un porcentaje alto de los gestores más intuitivos tardan menos de un mes en rechazarla, pero cuando la propuesta supera esta fase, prevalece el análisis racional frente al intuitivo y la propuesta pasa a ser minuciosamente analizada. Así, en la primera revisión del plan de negocios los gestores más intuitivos están dispuestos a participar en la candidata si intuyen que el equipo que dirigirá la participada tiene aptitudes y capacidades para ello. Valoran como un riesgo la ausencia de habilidades directivas del equipo y su escasa implicación económica en el proyecto común, es decir, presienten que sin esos dos requisitos el proyecto tiene pocas probabilidades de concluir con éxito. Del empresario se valora su experiencia y su equipo, y se percibe como una cualidad el hecho de que sea económicamente ambicioso, porque tienen la corazonada de que, de esa manera, se vinculará más con el proyecto. Asimismo, valoran más que los menos intuitivos la capacidad del empresario para analizar y

solventar las diferentes situaciones que se puedan presentar. Por el contrario, para los menos intuitivos es fundamental que la empresa demuestre que su proyecto es viable.

La experiencia del gestor suple la valoración de aquellos factores que son más difícilmente cuantificables y que podrían hacer variar las tasas de retorno fijadas como objetivo.

Del producto o servicio, los gestores más intuitivos valoran la existencia de un prototipo en funcionamiento, mientras que los menos intuitivos valoran más la realidad, es decir, que el producto haya sido aceptado por el mercado. Por lo que respecta al mercado, los más intuitivos valoran la potencialidad del mismo.

Esta línea de investigación abierta puede tener continuidad indagando si los gestores más intuitivos se ven afectados por su instinto a la hora de fijar las tasas de retorno cuando las inversiones se concretan en empresas en fases de desarrollo inicial o maduro. También puede ser objeto de investigación si la intuición de los gestores de capital riesgo tiene reflejo en la redacción del pacto de accionistas, haciendo que los gestores se dejen llevar por su intuición a la hora de incluir determinado tipo de cláusulas.

6. Referencias

- Barry, C.B., 1994. New Directions in Research on Venture Capital Finance, *Financial Management* 3 (23), 3-15.
- Beim, G. y M. Lévesque, 2004. Selecting Projects for Venture Capital Funding: A Multiple Criteria Decision Approach, *17th International Conference on Multiple Criteria Decision Making*, Vancouver, Canada.
- Blume, B.D. y J.G. Covin, 2011. Attributions to intuition in the venture founding process: Do entrepreneurs actually use intuition or just say that they do? *Journal of Business Venturing* 26 (1), 137-151.
- Chrisman, J.J., McMullan, E. y J. Hall, 2005. The influence of guided preparation on the long-term performance of new ventures, *Journal of Business Venturing* 20 (6), 769-791.
- Covin, J.G., Slevin, D.P. y M.B. Heeley, 2001. Strategic decision making in an intuitive vs. technocratic mode: structural and environmental considerations, *Journal of Business Research* 52 (1), 51-67.
- Dane, E. y M.G. Pratt, 2004. Intuition: Its Boundaries and Role in Organizational Decision-Making, *Best Paper Proceedings of the Annual Meeting of the Academy of Management*.
- Dane, E. y M.G. Pratt, 2007. Exploring intuition and its role in managerial decision making, *Academy of Management Review* 32 (1), 33-54.
- Fenn, G. W., Liang, N. y S. Prowse, 1997. The Private Equity Market: An Overview. *Financial Markets, Institutions and Instruments* 6 (4), 1-106.
- Ferrary, M., 2010. Syndication of Venture Capital Investment: The Art of Resource Pooling, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 34 (5), 885-907.

- Fried, V.H. y R.D. Hisrich, 1994. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making, *Financial Management* 23 (3), 28-37.
- Gompers, P. A., 1995. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance* 50 (5), 1461-1489.
- Hisrich, R.D. y A.D. Jankowicz, 1990. Intuition in venture capital decisions: an exploratory study using a new technique, *Journal of Business Venturing* 5, 49-62.
- Jankowicz, A.D. y R.D. Hisrich, 1987. Intuition in small business lending decisions, *Journal of Small Business Management* 22, 45-52.
- Leyboune, S. y E. Sadler-Smith, 2006. The role of intuition and improvisation in project management, *International Journal of Project Management* 24, 483-492.
- Macmillan, I. C., Siegel, R. y P.N. SubbaNarasimha, 1985. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business Venturing* 1, 119-128.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K, Desbrières, P. y K. De Waele, 1998. Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 21 (4), 29-43.
- Miller, C.C. y R.D. Ireland, 2005. Intuition in strategic decision making: Friend or foe in the fast-paced 21st century? *Academy of Management Executive* 19 (1), 19-30.
- Ramón Pintado, T., García Pérez de Lema, D. y H. Van Auken, 2007. Venture Capital in Spain by Stage of Development, *Journal of Small Business Management* 45 (1), 68-88.
- Ray, D.M., 1991. Venture Capital and Entrepreneurial Development in Singapore, *International Small Business Journal* 10 (1), 11-26.

- Ray, D.M. y D.V. Turpin, 1993. Venture capital in Japan, *International Small Business Journal* 11 (4), 39-56.
- Sahlman, W. A., 1990. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics* 27 (2), 473-521.
- Sahlman, W.A. (1997). How to Write a Great Business Plan, *Harvard Business Review* 75 (4), 98-108.
- Shepherd, D.A., Zacharakis, A. y R.A. Baron, 2003. VCs' decision process: Evidence suggesting more experience may not always be better, *Journal of Business Venturing* 18 (3), 381-401.
- Sinclair, M. y N. Ashkanasy, 2005. Intuition: myth or a decision-making tool? *Management Learning* 36, 353-370.
- Timmons, J. y S. Spinelli, 2004. *New Venture Creation*, 6th ed., Irwin McGraw-Hill, Boston.
- Tyebee, T. T. y A.V. Bruno, 1984. A model of venture capitalist investment activity, *Management Science* 30, 1051-1066.
- Wright, M y K. Robbie, 1996. Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information, *Accounting and Business Research* 26 (2), 153-168.
- Zacharakis, A.L. y G.D. Meyer, 2000. The potential of actuarial decision models Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing* 15 (4), 323-346.
- Zacharakis, A.L. y D.A. Shepherd, 2001. The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making, *Journal of Business Venturing*, 16 (4), 311-332.

Capítulo IV

Análisis de los criterios de selección de inversiones utilizados por los gestores de capital riesgo en el proceso de *due diligence*

1. Introducción

Los criterios de selección de inversiones empleados por las Entidades de Capital Riesgo (ECR) en la toma de decisiones de participación financiera ha sido un tema extensamente estudiado por la literatura empírica existente. Unos autores muestran que el uso de estos criterios de inversión y su importancia relativa dependen de la existencia de problemas de información asimétrica (Barry, 1994; Fried y Hisrich, 1994). Otros sugieren que los problemas de información asimétrica y la capacidad de los gestores para hacer frente a esos problemas están relacionados con características propias de la ECR, como el origen público o privado de sus recursos financieros, el uso de la intuición del gestor o la estrategia de inversión empleada (Carter y Van Auken, 1994; Leleux y Surlemont, 2003; Zacharakis y Shepherd, 2001).

Una consecuencia directa de todos estos estudios es la existencia de un vínculo entre las características de la ECR y los criterios de selección de inversiones tenidos en cuenta durante el proceso de *due diligence* que el gestor de la ECR realiza. Para analizar esta relación o vínculo entre la ECR y los criterios de selección, podríamos realizar una clasificación a priori de una muestra de ECR de acuerdo con alguna de las características especificadas anteriormente. Sin embargo, esto implicaría imponer una limitación a priori, que supone un comportamiento estandarizado de los gestores sólo porque las ECR en que trabajan comparten alguna de esas características. En cambio, nuestra hipótesis es que los criterios de inversión dependen de una amplia gama de factores que son difíciles de controlar, incluso si tratamos de hacerlo en un modelo de regresión. Además, una clasificación a priori limita la posibilidad de descubrir asociaciones que no son obvias, pero que pueden ser útiles una vez encontradas, y restringe el análisis a un criterio de inversión, mientras que los gestores combinan dichos criterios en el proceso de *due diligence*.

Para superar estos problemas, en este trabajo utilizamos el análisis de conglomerados, con el principal objetivo de clasificar a los gestores de capital riesgo en grupos homogéneos, en función de los criterios más importantes utilizados en la evaluación de nuevas propuestas de participación financiera. Nuestros resultados muestran la existencia de tres tipos de ECR, cuyas diferencias en el uso de criterios de inversión se asocia significativamente con sus particulares características. Además, esta relación apoya la idea de que la existencia de problemas de información asimétrica puede informar sobre tales diferencias. Finalmente encontramos que los gestores intuitivos que trabajan en ECR privadas suelen ser más exigentes en la aplicación de los criterios de selección durante el proceso de *due diligence*, debido principalmente a los mayores incentivos y al mayor conocimiento para obtener información que poseen los gestores de las ECR privadas, así como a una mejor capacidad de los gestores intuitivos para distinguir e interpretar la información de calidad.

Para realizar el presente estudio empírico nos basamos en los datos obtenidos de una encuesta realizada a 51 ECR españolas, datos que se adaptan perfectamente a nuestro propósito por dos razones. En primer lugar, la heterogeneidad del sector de capital riesgo español (Cazorla *et al.*, 1997) podría dar lugar a diferencias en los problemas de información asimétrica entre las ECR. En segundo lugar, en la encuesta se pregunta a los gestores la importancia que dan a los criterios de selección de inversiones identificados en la literatura previa, respecto a (1) la personalidad y experiencia del empresario, (2) las características del producto o servicio de la empresa y (3) el mercado.

Nuestro trabajo realiza dos contribuciones específicas. En primer lugar, realizamos una segmentación de la industria de capital riesgo en un sistema bancario de la Europa Continental. La evidencia previa relacionada analiza muestras de Estados Unidos, mientras que la literatura de intermediación financiera muestra la existencia de diferencias entre el modelo Anglosajón y el modelo Continental en el modo en que los recursos son canalizados (Mayer, 1994) y en el comportamiento de

los intermediarios financieros (Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2010). En segundo lugar, investigamos si las diferencias existentes en el uso de los criterios de selección de inversiones dependen de la existencia de problemas de información asimétrica, vinculados a las características específicas de las ECR. Si el proceso de selección depende de la naturaleza de la ECR, significa que una misma propuesta de negocio podría obtener diferentes valoraciones en función de la ECR a la que el empresario acuda a solicitar financiación.

El resto de este trabajo se ha estructurado de la siguiente manera. En la siguiente sección revisamos la literatura previa; en la tercera sección presentamos los datos y la metodología; en la cuarta sección se muestran los resultados y, finalmente, en la quinta sección discutimos las principales conclusiones.

2. Literatura empírica previa

Con la intención de reducir los efectos negativos de los problemas de información asimétrica, los gestores de capital riesgo realizan un exhaustivo proceso de evaluación para eliminar aquellos proyectos no rentables (Barry, 1994; Fried y Hisrich, 1994). La literatura existente sugiere que los problemas de información asimétrica, así como la capacidad y los incentivos de los gestores para superar esos problemas, están relacionados con determinadas características de las ECR tales como su estrategia de inversión, el origen público o privado de sus recursos, y la confianza del gestor en su propia intuición en el momento de evaluar la inversión.

Las asimetrías informativas a que ECR públicas y privadas se enfrentan pueden ser diferentes por dos razones. En primer lugar, Cumming y MacIntosh (2006), Brander *et al.* (2009) y Munari y Toschi (2010) muestran que a diferencia de los fondos de capital de riesgo de procedencia privada, los públicos, limitados por las restricciones legales, emprenden proyectos donde el principal objetivo es fomentar el desarrollo económico en lugar de obtener una alta rentabilidad. En segundo lugar, Lerner (2002), Leleux y Surlemont (2003) y Mason (2009) proponen que los gestores

de capital riesgo pertenecientes a ECR públicas, frente a los gestores de ECR privadas, carecen de los conocimientos y la experiencia necesarios en el proceso de valoración y selección de inversiones. Estas diferencias entre ellos sugieren que los gestores pertenecientes al sector privado podrían ser más exigentes que los pertenecientes al sector público en su proceso de valoración, pues realizan una evaluación más amplia y detallada en relación con cada uno de los factores que proporcionan los criterios de inversión más importantes.

Zacharakis y Shepherd (2001) muestran que la intuición juega un papel importante en la evaluación y selección de nuevas propuestas. La evaluación de la información cualitativa reunida durante el proceso de selección de inversiones, convierte la intuición del gestor en un factor clave de éxito en su proceso de decisión (Khan, 1987; MacMillan *et al.*, 1987; Zacharakis y Shepherd, 2001; Beim y Lévesque, 2004). La intuición, resultado de experiencias pasadas (Zacharakis y Shepherd, 2001), debería aumentar la capacidad del gestor para hacer un proceso de selección más exigente y complejo. Por lo tanto, la consideración de un mayor número de variables cualitativas permitirá a los gestores reducir los problemas de información asimétrica (Ray, 1991; Ray y Turpin, 1993).

Por otra parte, la literatura existente sugiere que las diferencias en las asimetrías informativas entre las ECR dependen de su estrategia de inversión, es decir, de la etapa de desarrollo de los proyectos en los que prefieren invertir (Robinson, 1987; Florida y Kenney, 1988a, 1988b; Sapienza y Timmons, 1989; Fried y Hisrich, 1991; Bygrave y Timmons, 1992; Elango *et al.*, 1995). Las ECR se enfrentan a mayores problemas de selección adversa cuando financian empresas que se encuentran en fases iniciales de desarrollo, porque la empresa aún no está consolidada y no existe información verificable y contrastable sobre ella (Ramón *et al.*, 2007; Ferrary, 2010). Como consecuencia, los gestores de capital riesgo que evalúan proyectos que se encuentran en fases iniciales de desarrollo deben ser más exigentes en la aplicación de los criterios de inversión.

Nuestra hipótesis es que el número de criterios de inversión y su importancia relativa se incrementará (1) con la importancia de los problemas de información asimétrica a que gestores de capital riesgo se enfrentan cuando han de evaluar proyectos en etapas iniciales de desarrollo, (2) con los incentivos y el conocimiento de los gestores de las ECR privadas para superar los problemas de información asimétrica, y (3) con la capacidad de los gestores intuitivos para interpretar la información cualitativa reunida a lo largo del proceso de selección de inversiones .

3. Datos y Metodología

3.1. Datos

Para poder realizar el presente estudio, hemos accedido a los datos de una encuesta postal que se realizó a las 63 ECR registradas en ASCRI, en marzo del año 2001. Para llevar a cabo el diseño final del cuestionario se realizaron varios pretest, tanto a prestigiosos economistas especializados en la valoración de empresas y el riesgo financiero, como a cuatro ECR. Todas sus aportaciones fueron de gran utilidad para mejorar el diseño final del cuestionario. Gracias al establecimiento de un primer contacto telefónico, el cuestionario se remitió a la persona encargada de la toma de decisiones en cada una de las ECR. El periodo de recogida de encuestas fue hasta junio de 2001. Finalmente se obtuvieron 51 respuestas válidas, lo que supone un porcentaje de respuesta del 80,95 %.

El cuestionario recoge información acerca de los criterios de selección más comunes identificados en la literatura empírica previa, que representan varios atributos relacionados con tres dimensiones: (1) personalidad y experiencia del empresario, (2) características del producto o servicio y (3) características del mercado. La recogida de información sobre dichos criterios se realiza mediante escalas tipo Likert, que varían de uno a cinco según el empleo del criterio en cuestión sea poco (1) o muy importante (5) en la evaluación realizada por el gestor. La tabla 1.4 muestra que de las diez variables más valoradas, ocho están incluidas en la

dimensión del empresario, siendo la honestidad y la integridad (4,843) y su conocimiento del sector (4,745) las variables más valoradas. Además, entre las diez más destacadas también encontramos criterios de importancia relacionados con el mercado, como la existencia de una tasa de crecimiento significativa (4,451), y el producto, como es su aceptación por el mercado (4,440).

Tabla 1.4. Media y desviación típica de los criterios de selección de inversiones

	N	Media Total	Desv. Típica
Empresario			
Honestidad e integridad	51	4,843	0,367
Conocimiento del sector	51	4,745	0,440
Experiencia profesional	51	4,686	0,547
Capacidad de reacción y evaluación de riesgos	50	4,580	0,575
Organización del equipo directivo	51	4,490	0,579
Espíritu empresarial y de liderazgo	50	4,420	0,673
Familiarizado con los objetivos de mercado de la compañía	50	4,360	0,663
Capacidad de realizar un esfuerzo intenso	50	4,240	0,771
Personalidad compatible con la del gestor	50	4,200	0,926
Habilidad analítica	48	3,937	0,809
Salud física y mental	49	3,959	0,889
Historial en la empresa	49	3,898	0,822
Deseo de ganar dinero	48	3,792	0,921
Atención al detalle	49	3,367	0,809
Habilidades comunicativas	48	3,250	0,838
Búsqueda de independencia	48	2,937	1,079
Producto o servicio			
Aceptación del mercado	50	4,440	0,760
Ciclo de vida	49	4,143	0,736
Estrategia de marketing	50	4,000	0,728
Patente en propiedad	50	4,000	0,990
Prototipo en funcionamiento	46	3,891	1,016
Identificación con estándares de la compañía	49	3,816	0,950
Potencial mercado extranjero	51	3,667	0,816
Alta tecnología	49	2,857	1,155
Mercado			
Alta tasa de crecimiento	51	4,451	0,577
Barreras de entrada	49	4,122	0,927
Liderazgo en el mercado	51	3,980	0,761
Gran mercado potencial	51	3,961	0,799
El gestor de capital riesgo conoce el mercado	49	3,388	0,975
Escasa amenaza de la competencia	49	3,224	0,872

Con el fin de caracterizar nuestra muestra, el cuestionario también recoge información relacionada con las características generales de las ECR. La tabla 2.4

muestra que de las 51 ECR de nuestra muestra, 16 (31,372%) son “Entidades de Capital Riesgo”, 18 (35,294%) son “Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo”, 7 (13,726%) son “Sociedades de Desarrollo Industrial y Regional” y 10 (19,608%) son clasificadas como “otro tipo”. Además, la propiedad del capital es privada en 34 ECR (66,667%) y pública en 17 (33,333%). En cuanto al empleo de la intuición, 32 gestores (65,306%) consideran que su intuición juega un papel fundamental en la toma de decisiones, mientras que sólo 17 (34,694%) opinan lo contrario. Finalmente podemos observar que el 25,490% de las entidades de la muestra prefiere realizar inversiones en empresas que se encuentran en las primeras etapas de su ciclo de vida (inversión en semilla o inversión en etapas iniciales de desarrollo), mientras que el 74,510% muestran una clara preferencia por invertir en etapas de desarrollo maduras (financiación de expansión).

Tabla 2.4. Características de las ECR

	n	%
Tipo de entidad		
Entidad de Capital Riesgo	16	31,372%
Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo	18	35,294%
Sociedad de Desarrollo Industrial y Regional	7	13,726%
Otro	10	19,608%
Origen de los recursos		
Públicos	17	33,333%
Privados	34	66,667%
Intuición en la toma de decisiones		
Poca	17	34,694%
Mucha	32	65,306%
Fase de desarrollo preferida para invertir		
Inicial	13	25,490%
Madura	38	74,510%

3.2. Metodología

Para llevar a cabo el análisis estadístico realizamos un análisis factorial y, posteriormente, un análisis de conglomerados. Finalmente, un análisis discriminante nos va a permitir confirmar los resultados obtenidos previamente.

3.2.1. Análisis Factorial

La primera parte de nuestro análisis estadístico consiste en efectuar un análisis factorial, con el principal objetivo de reducir el número de variables sin perder información relevante¹⁹. La tabla 3.4 muestra cómo cada una de las tres dimensiones (empresario, producto y mercado) ha sido analizada por separado, con el fin de reducir el número de variables en cada una de ellas. Los factores han sido extraídos mediante el Análisis de Componentes Principales, y rotados mediante el método Varimax con normalización de Kaiser, cuando ha sido posible. Un autovalor superior a 1 se utiliza como condición para extraer los factores. La matriz de correlaciones entre los factores se presenta en la tabla A.1.4 del Apéndice. En la tabla 3.4 se observa que las 16 variables que forman la dimensión del empresario se reducen a tres factores. El primer factor, al que llamaremos “habilidades del empresario”, se compone de siete variables que describen habilidades tales como su atención al detalle, sus habilidades de comunicación y su historial en la empresa. El segundo factor, “personalidad del empresario”, incluye 6 variables relacionadas con las características personales del empresario, tales como su honestidad e integridad, su deseo de ganar dinero, y su salud física y mental. El último factor que compone esta dimensión, “experiencia del empresario”, está formado por tres variables entre las que destacamos su experiencia profesional y su conocimiento del sector.

¹⁹ Backhaus *et al.* (2006) recomiendan la realización de un análisis factorial previo al análisis de conglomerados con el fin de verificar la varianza de los datos. La matriz de correlaciones, la matriz de correlaciones anti-imagen, y el criterio de Kaiser-Meyer-Olkin son los indicadores para la aplicación del análisis factorial en nuestra base de datos.

En el panel B de la tabla 3.4 encontramos la dimensión del producto formada por 8 variables, de las cuales obtenemos un factor, “características del producto”, siendo las mayores cargas para las variables que consideran que el producto se identifica con los estándares de la empresa, su ciclo de vida, y su estrategia de marketing. En cuanto al factor del mercado, denominado “características del mercado”, está compuesto por seis variables, de las que destacamos la importancia de las variables relacionadas con el potencial de mercado, la escasa amenaza de la competencia, y el liderazgo de la empresa en el mercado.

Tabla 3.4. Cargas factoriales

Panel A. Cargas factoriales de las variables que integran la dimensión del empresario			
Variable	Características del empresario		
	Habilidades	Personalidad	Experiencia
Atención al detalle	0,801		
Habilidades comunicativas	0,799		
Historial en la empresa	0,767		
Organización del equipo directivo	0,625		
Espíritu empresarial y de liderazgo	0,606		
Búsqueda de independencia	0,505		
Familiarizado con los objetivos de la compañía	0,442		
Deseo de ganar dinero		0,694	
Honestidad e integridad		0,641	
Salud física y mental		0,593	
Personalidad compatible con la del gestor		0,549	
Habilidad analítica		0,385	
Capacidad de realizar un esfuerzo intenso		0,369	
Experiencia profesional			0,809
Conocimiento del sector			0,667
Capacidad de reacción y evaluación de riesgos			0,478
Panel B. Cargas factoriales de las variables que integran la dimensión del producto			
Variable	Características del producto		
Identificación con estándares de la compañía		0,596	
Ciclo de vida		0,552	
Estrategia de marketing		0,542	
Aceptación del mercado		0,342	
Alta tecnología		0,332	
Potencial mercado extranjero		0,312	
Patente en propiedad		0,296	
Prototipo en funcionamiento		0,295	
Panel C. Cargas factoriales de las variables que integran la dimensión del mercado			
Variable	Características del mercado		
Gran mercado potencial		0,635	
Escasa amenaza de la competencia		0,582	
Liderazgo en el mercado		0,556	
Barreras de entrada		0,328	
El gestor de capital riesgo conoce el mercado		0,328	
Alta tasa de crecimiento		0,104	

3.2.2. Análisis de Conglomerados

El análisis de conglomerados es un método estadístico multivariante que nos permite clasificar nuestra muestra mediante la agrupación de variables, tratando de lograr la máxima homogeneidad en cada grupo y la mayor heterogeneidad entre los diferentes grupos (Hair *et al.*, 2006). Esto nos permite identificar y analizar diferentes clases de gestores de capital riesgo en función de los criterios de selección que cada uno de ellos utiliza para evaluar nuevas propuestas de inversión. Como variables activas, que son las que participan directamente en la formación de los grupos, utilizamos los factores rotados resultantes del análisis factorial realizado previamente.

Basándonos en Milligan y Sokol (1980) y en Punj y Stewart (1983), vamos a aumentar la estabilidad y la validez de nuestra solución realizando una combinación de metodologías del análisis de conglomerados (Hair *et al.*, 2006). En primer lugar, utilizamos el método de la varianza mínima de Ward, que es un método jerárquico aglomerativo con el que obtenemos una primera solución compuesta por los conglomerados más homogéneos (Bergs, 1981). En nuestra muestra, tres conglomerados parecen ser la solución adecuada. En segundo lugar, el análisis de K-Medias es un método no jerárquico e iterativo, que toma como punto de partida el número de conglomerados determinados por el método de Ward para, posteriormente, reasignar los objetos a cada uno de los conglomerados hasta que una predeterminada regla de decisión detenga el proceso (Bühl y Zöfel, 2005). En nuestro estudio, 13 ECR forman el conglomerado 1 (32,50% de la muestra), 15 (37,50%) el conglomerado 2 y 12 (30%) el 3.

4. Resultados

En esta sección, primero validamos la solución obtenida en el análisis de conglomerados y después caracterizamos y describimos cada uno de los grupos.

4.1. Validación de la solución del análisis de conglomerados

Para validar la solución obtenida del análisis de conglomerados vamos a realizar un análisis discriminante, para comprobar si existen diferencias entre los tres conglomerados y si los factores responsables de la agrupación son capaces de diferenciar entre los tres grupos (Morrison, 1969).

Mediante el estadístico Lambda de Wilks valoramos el poder discriminatorio de las funciones discriminantes obtenidas²⁰. Este estadístico puede tomar valores entre 0 y 1 (Huberty, 1994), indicativos de mucha o poca diferencia entre los conglomerados, respectivamente. En este caso, el estadístico Lambda de Wilks toma un valor de 0,081, lo que implica una alta significatividad ($p < 0,001$) para las funciones discriminantes. Por tanto, podemos afirmar que la solución del análisis de conglomerados no es al azar, y que los datos pueden ser clasificados en los grupos especificados, con un alto grado de significatividad de las funciones discriminantes.

A continuación, cuando probamos la validez discriminatoria de cada factor en la tabla 4.4, el análisis discriminante muestra que cuatro de los cinco factores (el 80% de ellos) discriminan de forma significativa entre los conglomerados. El factor “personalidad del empresario”, con el mayor valor del estadístico Fischer (F) (37,260), es el que mejor discrimina entre los tres conglomerados, seguido por el factor “habilidades del empresario”, con un valor F de 33,620.

²⁰El estadístico Lambda de Wilks se aplica cuando hay más de dos grupos para validar

Tabla 4.4. Contribución discriminadora de las variables que forman los conglomerados

	F	Sig.
Empresario		
Habilidades del empresario***	33,620	0,000
Personalidad del empresario***	37,260	0,000
Experiencia del empresario	1,699	0,197
Producto		
Características del producto ***	7,797	0,001
Mercado		
Características del mercado ***	9,295	0,000

*Significatividad estadística al 10%, 5%, 1% indicada por *, **, ***, respectivamente*

4.2. Descripción de los resultados del análisis de conglomerados

La tabla 5.4 muestra los resultados obtenidos tras aplicar un ANOVA (Análisis de la Varianza). Como podemos observar, existen diferencias entre los conglomerados en el uso de los criterios de selección de inversiones. Todos los factores significativos presentan coeficientes negativos en el conglomerado 1, siendo la “personalidad del empresario” y las “características del mercado” los que muestran los valores más bajos de entre todos los grupos. La aplicación de las “habilidades del empresario”, así como las “características del producto”, son factores especialmente poco valorados por las empresas del grupo 2, aunque valoran la personalidad del empresario más que los miembros del grupo 1. Por último, en comparación con los otros conglomerados, todos los factores significativos presentan los mayores coeficientes en el grupo 3.

Tabla 5.4. Media de las variables activas por conglomerados

	Media	C1	C2	C3
Empresario				
Habilidades del empresario***	-0,078	-0,331	-0,731	1,011
Personalidad del empresario ***	-0,027	-1,087	0,464	0,505
Experiencia del empresario	0,013	0,226	-0,323	0,203
Producto				
Características del producto ***	0,016	-0,171	-0,367	0,698
Mercado				
Características del mercado ***	0,037	-0,517	0,075	0,588

*Significatividad estadística al 10%, 5%, 1% indicada por *, **, ***, respectivamente*

A continuación evaluamos si existen características específicas de los conglomerados que puedan ayudarnos a comprender el origen de estas diferencias en el uso de los criterios de selección. Características tales como el uso de la intuición, el origen de los recursos y la estrategia de inversión empleada por la ECR podrían influir en la importancia de los problemas de información asimétrica y, por tanto, explicar las diferencias observadas en el proceso de selección.

En la tabla 6.4 se puede observar la existencia de variaciones significativas en el origen de los recursos y en el uso de la intuición entre los diferentes conglomerados en que se ha dividido la muestra. Estos resultados sugieren que durante el *due diligence* el uso de criterios de selección se incrementa con la intuición del gestor y el origen privado de los recursos de la ECR.

Las empresas del grupo 1, que realizan el proceso de selección más relajado, son las más débilmente pronunciadas en el uso de la intuición y muestran la mayor presencia de recursos públicos. La relajación en el proceso de selección puede surgir debido a los reducidos incentivos para obtener información y la limitada experiencia de los gestores de las ECR públicas para interpretarla. En sus inversiones, este tipo de ECR no necesitan aplicar un proceso de selección tan estricto para superar los problemas de información asimétrica, ya que los objetivos políticos y de empleo se antepone a los objetivos financieros. La carencia de intuición y de experiencia podría dar como resultado un proceso de selección incompleto debido a la poca capacidad para interpretar la información obtenida en el *due diligence*.

Por el contrario, el grupo 3 es el que más confía en el uso de la intuición de entre todos los conglomerados, combinado con una importante presencia de recursos privados, lo que da como resultado un *due diligence* más completo. Al parecer, los gestores de capital riesgo más habilidosos, junto con unos elevados incentivos empresariales para obtener información, conducen a las empresas de este grupo hacia los más estrictos procesos de selección de inversiones.

A medio camino entre los grupos anteriores encontramos el conglomerado 2, con la mayor presencia de recursos privados y un uso de la intuición por debajo de la media, donde las empresas aplican un número intermedio de criterios de selección.

Tabla 6.4. Variables pasivas por conglomerado

	N	C1	C2	C3
Origen de los recursos *				
Públicos	10(25%)	6 (46,154%)	1 (6,667%)	3(25%)
Privados	30(75%)	7 (53,846%)	14 (93,333%)	9(75%)
Intuición en la toma de decisiones *				
Poca	12 (30,769%)	6(50%)	5 (33,333%)	1 (8,333%)
Mucha	27 (69,231%)	6(50%)	10 (66,667%)	11 (91,667%)
Fase de desarrollo preferida para invertir				
Inicial	9(22,50%)	3 (23,077%)	3(20%)	3(25%)
Madura	31 (77,50%)	10 (76,923%)	12(80%)	9(75%)

*Significatividad estadística al 10%, 5%, 1% indicada por *, **, ***, respectivamente*

5. Conclusiones

Este estudio examina el proceso de selección de inversiones de una muestra de 51 ECR, con el principal objetivo de realizar una segmentación de la industria de capital riesgo en base a los criterios de selección de inversiones más importantes identificados en la literatura empírica previa. Nuestros resultados revelan la existencia de una relación entre los criterios de inversión utilizados en el proceso de evaluación de una nueva propuesta de participación financiera y la existencia de problemas de información asimétrica, vinculados a las características específicas de las ECR. Encontramos que la aplicación de criterios de selección durante el *due diligence* se incrementa con la intuición y con el uso de recursos privados, debido principalmente a los mayores incentivos y a la mayor experiencia para obtener información que poseen los gestores de las ECR privadas, así como a una mejor capacidad de los gestores intuitivos para distinguir e interpretar la información de calidad.

Este estudio proporciona una mejor comprensión del proceso de selección de inversiones realizado por los gestores de capital riesgo, y los resultados tienen claras implicaciones tanto para los empresarios como para las ECR. Conocer qué criterios de inversión son los más importantes para los gestores puede ayudar a los empresarios a enfocar mejor sus propuestas, y a los propios gestores a mejorar su proceso de análisis en la toma de decisiones y, así, lograr mejores tasas de supervivencia.

6. Referencias

- Backhaus, K., Erichson, B., Plinke, W., y R. Weiber, 2006. *Multivariate analysemethoden - Eine anwendungsorientierte Einführung*. Springer, Berlín.
- Barry, C.B., 1994. New directions in research on venture capital finance, *Financial Management* 3 (23), 3-15.
- Beim, G. y M. Lévesque, 2004. Selecting Projects for Venture Capital Funding: A Multiple Criteria Decision Approach, *17th International Conference on Multiple Criteria Decision Making*, Vancouver, Canada
- Bergs, S., 1981. *Optimalität bei Cluster Analysen*. Tesis Doctoral, Universidad de Münster.
- Brander, J., Egan, E. y T. Hellmann, 2009. Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence, en Lerner, J. y Shoar, A. (eds.) *International Differences in Entrepreneurship*, University of Chicago Press.
- Bühl, A. y P. Zöfel, 2005. *SPSS 12: Einführung in die moderne datenanalyse unter Windows*. München: Pearson Studium.
- Bygrave, W.D. y J.A. Timmons, 1992. *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press.
- Carter, R.B. y H.E. Van Auken, 1994. Venture capital firms' preferences for projects in particular stages of development. *Journal of Small Business Management* 32 (1), 60-74.

- Cazorla Papis, L., Céspedes Lorente, J. y C.J. Cano Guillén, 1997. Estrategia inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes, *VII Congreso Nacional de la Asociación Científica de Dirección y Economía de la Empresa*, Almería, 529-546.
- Cumming, D.J., y J. MacIntosh, 2006. Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing* 21, 569-609.
- Elango, B., Fried, V., Hisrich, R. y A. Polonchek, 1995. How Venture Capital Firms Differ, *Journal of Business Venturing* 10 (2), 157-179.
- Ferrary, M., 2010. Syndication of Venture Capital Investment: The art of resource pooling, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 34(5), 885-907.
- Florida, R. y M. Kenney, 1988a. Venture capital and high technology entrepreneurship, *Journal of Business Venturing* 3, 301-319.
- Florida, R. y M. Kenney, 1988b. Venture capital, high technology and regional development, *Regional Studies*, 22, 33-48.
- Fried, V.H. y R.D. Hisrich, 1991. Venture capital firms commonalities and differences, *Management Research News* 14 (3), 17-33.
- Fried, V.H. y R.D. Hisrich, 1994. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making, *Financial Management* 23 (3), 28-37.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., y R.L. Tatham, 2006. *Multivariate data analysis*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Hernández-Cánovas, G. y P. Martínez-Solano, 2010. Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system, *Small Business Economics* 34(4), 465-482.
- Huberty, C.J., 1994. *Applied discriminant analysis*, New York: John Wiley and Sons.

- Khan, A.M., 1987. Assessing venture capital investments with non-compensatory behavioural decision models, *Journal of Business Venturing* 2, 193-205.
- Leleux, B. y B. Surlemont, 2003. Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis, *Journal of Business Venturing* 18 (1), 81-104.
- Lerner, J., 2002. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes, *The Economic Journal* 112 (477), F73-F84.
- MacMillan, I.C., Zemann, L., y P.N. SubbaNarasimha, 1987. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing* 2, 123-137.
- Mason, C., 2009. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review, *International Small Business Journal* 27 (5), 536-556.
- Mayer, C., 1994. The assessment: money and banking: theory and evidence, *Oxford Review of Economic Policy* 10 (4), 1-13.
- Milligan, G. y L. Sokol, 1980. A two stage clustering algorithm with robust recovery characteristics, *Educational and psychological measurement* 40 (3), 751-755.
- Morrison, D.G., 1969. On Interpretation in Discriminant Analysis, *Journal of Marketing Research* 6, 156-163.
- Munari, F. y L. Toschi, 2010. Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: do regional characteristics matter? *European Financial Management Symposium*.

- Punj, G. y D.W. Stewart, 1983. Cluster analysis in marketing research: review and suggestions for application. *Journal of Marketing Research* 20 (2), 134-148.
- Ramón Pintado, T., García Pérez de Lema, D. y H. Van Auken, 2007. Venture Capital in Spain by Stage of Development, *Journal of Small Business Management* 45 (1), 68-88.
- Ray, D.M., 1991. Venture Capital and Entrepreneurial Development in Singapore, *International Small Business Journal* 10 (1), 11-26.
- Ray, D.M. y D.V. Turpin, 1993. Venture capital in Japan, *International Small Business Journal* 11 (4), 39-56.
- Robinson, R.R., 1987. Emerging strategies in venture capital industry, *Journal of Business Venturing* 2, 167-184.
- Sapienza, H. J. y J.A. Timmons, 1989. The roles of venture capitalists in new ventures: what determines their importance? *Academy of Management Best Paper Proceedings*, 74-78.
- Zacharakis A., y G. Meyer, 1998. A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing* 13, 57-76.
- Zacharakis, A.L. y D.A. Shepherd, 2001. The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making, *Journal of Business Venturing*, 16 (4), 311-332.

Apéndice

Tabla A.1.4. Correlaciones entre los factores

	1	2	3	4	5
1. Habilidades del empresario	1				
2. Personalidad del empresario	0,099	1			
3. Experiencia del empresario	0,035	0,001	1		
4. Características del producto	0,483***	0,204	0,297*	1	
5. Características del mercado	0,432***	0,428***	0,073	0,165	1

*Significatividad estadística al 10%, 5%, 1% indicada por *, **, ***, respectivamente*

Capítulo V

El contrato de entrada en la participación financiera del capital riesgo español

1. Introducción

El conocimiento del proceso de actuación de las entidades de capital riesgo (ECR) permite a las empresas que buscan financiación enfocar propuestas capaces de ser aceptadas (Timmons y Spinelli, 2004). Parte fundamental de dicho proceso lo constituye el contrato de entrada, que regula la relación entre la ECR y empresa durante el tiempo de vigencia de la inversión. Dicho documento legal da respuesta a preguntas fundamentales como, qué poder tendrá la ECR en la participada, qué control ejercerá sobre la misma, cómo controlará su gestión y de qué forma controlará los puestos clave de la toma de decisiones, entre otros.

Pese al desarrollo de la industria de capital riesgo durante los últimos años, la investigación empírica en España sobre la forma de actuación de la ECR, en lo que al contrato de entrada o pacto de accionistas respecta, ha sido escasa. Para realizar el presente estudio nos basamos en una encuesta postal realizada entre 2002 y 2003 a 60 de las 70 empresas que formaban el listado de ASCRI. De éstas contestaron 41, lo que supone un porcentaje de respuesta 68,33% y da idea del alto interés que entre el capital riesgo español suscita el conocer mejor cuáles son aquellas cláusulas más comunes incorporadas en los contratos financieros. En términos generales, los gestores de capital riesgo desean controlar la inversión, por lo que se reservan la posibilidad de vetar aquellas decisiones adoptadas por el empresario y que no consideren adecuadas para el desarrollo futuro de la empresa, con el objetivo de controlar el comportamiento oportunista post-contractual del empresario. Además, nuestros resultados revelan que la mayoría de los gestores exigen a los empresarios que proporcionen información periódica, existiendo unanimidad en obligación de presentar los estados contables: Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Además, los gestores confían en su capacidad analítica, tanto en el proceso de toma de decisiones como en la valoración y control de la participada, pues la mayoría no considera fundamental la fijación de un margen económico o temporal por la omisión de determinados aspectos en el plan de negocios, a pesar de ser éste uno de los instrumentos más valorados en la toma de decisiones (Manigart *et al.*, 2002). Por otra parte, las ECR establecen compromisos con directivos y gerentes de la participada, principalmente para mantener su posición de control en la empresa y asegurar el cumplimiento de la cláusula de no competencia. La ECR exige la presentación de estados financieros y contables que le permitan controlar la empresa durante todo el proceso de inversión. El instrumento de entrada preferido por la mayoría de las ECR españolas es la ampliación de capital, suscribiendo acciones ordinarias.

Por otra parte, planteamos la hipótesis de que la heterogeneidad existente entre los distintos tipos de gestores y ECR conlleva al empleo de diferentes cláusulas contractuales. Hemos identificado diferentes características de las ECR que nos han permitido segmentar la muestra en: 1) ECR privadas y ECR públicas, en función de la procedencia de sus recursos para invertir; 2) ECR que invierten en etapas iniciales de desarrollo y ECR que invierten en fases maduras, y 3) ECR cautivas y ECR independientes en el levantamiento de fondos, siendo el principal objetivo de esta separación analizar si existen diferencias en la redacción y negociación del contrato de entrada entre ellas. Finalmente encontramos que las ECR privadas, las independientes y las que invierten en fases maduras de desarrollo son menos permisivas que el resto a la hora de valorar ciertos aspectos del contrato de entrada, imponiendo más exigencias.

Nuestros resultados pueden ayudar a arrojar luz sobre los contratos financieros utilizados por los gestores y ayudarles a prevenir problemas de agencia durante su relación con el empresario.

El resto de este trabajo se ha estructurado de la siguiente manera. En la siguiente sección revisamos la literatura previa que justifica el empleo del

contrato financiero en la relación entre empresario-gestor; en la tercera sección presentamos los datos y la metodología; en cuarto lugar se presentan los resultados y, finalmente, en la quinta sección discutimos las principales conclusiones.

2. El contrato de entrada o pacto de accionistas

La relación entre la ECR y el empresario se caracteriza por problemas de información asimétrica, producidos por el distinto conocimiento que sobre la empresa poseen cada uno de las partes (Sahlman, 1990). Así, una vez que el capital riesgo participa en la empresa, el empresario tiene incentivos para llevar a cabo acciones oportunistas en beneficio propio y en detrimento de los intereses de los gestores de capital riesgo (Parhankangas *et al.*, 2005; Cumming y Johan, 2009). Por ejemplo, el empresario podría no esforzarse lo suficiente en intentar maximizar el valor de la empresa o amenazar con abandonarla a sabiendas de que su presencia es fundamental para el éxito del proyecto (Kaplan y Strömberg, 2004). El empresario también podría vender sus derechos de control sobre la empresa a una tercera parte, por lo que la ECR perdería su capacidad de decisión sobre el futuro del negocio, llegando incluso a maquillar el balance de la empresa con el objetivo de obtener financiación (Cumming y Johan, 2009).

Para intentar solucionar estos problemas el gestor de capital riesgo propone establecer un acuerdo con el empresario mediante la firma de un contrato financiero (Landström *et al.*, 1998), que les permita alinear sus incentivos con los objetivos de los empresarios, estableciendo una relación a largo plazo entre ellos (Sapienza y Korsgaard, 1996). A través de los acuerdos alcanzados en el contrato de participación financiera, empresarios y gestores definen sus derechos y responsabilidades (Sapienza y Korsgaard, 1996; Landström *et al.*, 1998), y controlan las tensiones o conflictos que puedan surgir en su relación (Sahlman, 1990; Barney *et al.*, 1994; Landström *et al.*, 1998; Kaplan y Strömberg, 2003; Parhankangas *et al.*, 2005).

Existen varios trabajos que sugieren que ciertas características de las ECR tienen influencia a la hora de determinar las cláusulas contractuales que van a permitir a la entidad controlar el comportamiento oportunista del empresario.

Nuestra hipótesis es que la heterogeneidad existente entre los distintos tipos de gestores y ECR conlleva al empleo de diferentes cláusulas contractuales. En este sentido, la etapa de desarrollo del proyecto (Norton y Tenenbaum, 1993; Barry, 1994; Carter y Van Auken, 1994; Ramón *et al.*, 2007), la cautividad o independencia en el levantamiento de fondos (Hassan y Leece, 2008) y el origen público o privado de los recursos financieros de la ECR (Leleux y Surlemont, 2003; Brander *et al.*, 2009, 2010; Ramón *et al.*, 2007; Munari y Toschi, 2010) son características que pueden influir en la redacción del contrato de participación financiera.

Efectivamente, las ECR públicas y privadas tienen diferentes objetivos (Del Palacio *et al.*, 2010) que se deben principalmente a las presiones ejercidas por el gobierno, lo que nos puede ayudar a comprender que existan diferencias entre ambos tipos de ECR. Los gobiernos, a través de los fondos que aportan a las ECR públicas, pueden controlar una parte de su comportamiento y lograr determinados objetivos de contenido social, como el impulso del desarrollo económico por delante de la obtención de rentabilidad (Cumming y MacIntosh, 2006; Brander *et al.*, 2009; Munari y Toschi, 2010). Para ello, las ECR públicas y privadas emplean diferentes estrategias de inversión, lo que les conduce a invertir en proyectos en diferentes etapas de desarrollo (Leleux y Surlemont, 2003; Cornelius, 2005; Brander *et al.*, 2010; Munari y Toschi, 2010), inclinándose las ECR públicas hacia inversiones en etapas iniciales de desarrollo. Por otra parte, los gestores de ECR públicas suelen ser funcionarios del Estado y poseen menos conocimientos y experiencia que los pertenecientes a ECR privadas en lo que al proceso de toma de decisiones se refiere (Lerner, 2002; Leleux y Surlemont, 2003), teniendo, además, objetivos similares a los de sus responsables políticos (Cornelius, 2005). Debido a todas estas diferencias, cabe esperar que las empresas de capital riesgo públicas y privadas apliquen diferentes estrategias contractuales.

Por otra parte, la literatura existente sugiere que las diferencias entre las ECR también dependen de su estrategia de inversión, es decir, de la etapa de desarrollo de los proyectos en los que prefieren invertir (Robinson, 1987; Elango *et al*, 1995). Así, las ECR se enfrentan a mayores problemas de información asimétrica cuando financian a empresas que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo, debido a que la empresa aún no está consolidada en el mercado y no existe información verificable y contrastable sobre la misma (Ramón *et al*, 2007; Ferrary, 2010). Como consecuencia existe un elevado grado de incertidumbre en las inversiones realizadas en fases iniciales y, por lo tanto, un elevado riesgo de fracaso (Elango *et al*, 1995; Ruhnka y Young, 1987, 1991; Sapienza *et al*, 1996; Klausner y Litvak, 2001; Hyytinen y Toivanen, 2003).

Otro aspecto que marca la diferencia entre las ECR es la forma en que éstas levantan fondos para invertir (ECR cautivas e independientes). Esta característica afecta a las ECR en su forma de actuación y en sus objetivos y por tanto en la redacción del contrato de participación financiera. Las independientes, a diferencia de las ECR cautivas, suelen tener límites de financiación (Hassan y Leece, 2008), lo que provoca que fijen tasas de retorno superiores a las exigidas por las ECR cautivas y que participen de modo más activo en la gestión de la participada (Van Osnabrugge y Robinson, 2001). Desinvierten en un plazo de tiempo menor que las cautivas (Manigart, *et al*, 2002) y sus gestores reciben su remuneración con cargo a los gastos de gestión anuales del fondo y de los beneficios generados por la inversión, lo que sin duda supone una mayor motivación y una mayor preferencia por realizar sus inversiones en fases de desarrollo iniciales (Wright y Robbie, 1996). Por su parte, las ECR cautivas, entre las que se engloban las ECR públicas (Manigart *et al.*, 2002), persiguen, además del logro de una rentabilidad, otro tipo objetivos como por ejemplo la creación de empleo (Manigart *et al.*, 2002; Leleux y Surlemont, 2003).

Todas estas diferencias, producto de la heterogeneidad característica de las ECR (Kaplan *et al.*, 2007) pueden influir en su conducta, de modo que las estrategias

contractuales y las cláusulas incorporadas en el contrato financiero difieran de una entidad a otra.

3. Datos y metodología

3.1. Datos

Los datos utilizados en este estudio proceden de una encuesta postal dirigida a las 70 empresas de capital riesgo que formaban el listado de ASCRI a la fecha de su realización. El cuestionario se confeccionó basándose en estudios previos, entrevistas personales con analistas de entidades financieras, así como varios pretest con gestores de capital riesgo de los que se obtuvieron aportaciones y sugerencias interesantes que enriquecieron en gran medida el cuestionario definitivo. Antes de enviar la encuesta se contactó telefónicamente con las empresas para sondear su predisposición a participar en el estudio, obteniendo respuesta de 60 de ellas. Entre la segunda mitad de 2002 y febrero de 2003 se recibieron 41 encuestas, lo que supone un 68,33% de respuesta y muestra el interés del capital riesgo español por el presente trabajo.

En la tabla 1.5 se aprecia que del total de ECR el 26,8% obtienen sus recursos financieros mayoritariamente de entes públicos y el 73,2% los obtienen de procedencia privada. El 63,4% de las ECR levantan fondos de sus recursos propios o de la entidad a la que pertenecen, mientras que el 36,6% han de captar dichos fondos directamente en el mercado. Por último, destacamos que la mayoría de ECR (75,6%) prefieren invertir en empresas en fases maduras de desarrollo.

Tabla 1.5. Cobertura de la muestra

Tipo de entidad	Total ECR	%
“ Pública ”: obtiene sus fondos para inversión mayoritariamente de entes públicos.	11	26,8
“ Privada ”: obtiene sus fondos para inversión mayoritariamente de empresas privadas.	30	73,2
“ Cautiva ”: sus fondos para inversión le vienen dados por la entidad a la que pertenecen.	26	63,4
“ Independiente ”: han de levantar fondos directamente en el mercado.	15	36,6
Sus inversiones se realizan en “ fases de desarrollo inicial ”	10	24,4
Sus inversiones se realizan en “ fases de desarrollo maduras ”	31	75,6
Total	41	100

3.2. Metodología

Para realizar el presente estudio nos basamos en una encuesta que recoge información sobre las cláusulas más comunes introducidas en los contratos financieros, que regulan la relación entre el empresario y la ECR. En la encuesta se recoge información sobre distintos tipos de acuerdos: 1) de carácter general, 2) para la formación del Consejo de Administración, 3) con directivos y gerentes, 4) sobre la información que periódicamente ha de aportar la participada, y 5) sobre el tipo de instrumento en el que se materializará la inversión, es decir, cómo se llevará a cabo la aportación de los fondos. Dentro de cada grupo, las ECR indican el uso que realizan de los distintos acuerdos, apoyándose en una escala Likert de cinco puntos (1=nunca, 5=siempre).

Dentro de cada grupo de acuerdos aplicamos dos tipos de análisis. En primer lugar, para cada cláusula calculamos su media, desviación típica y el porcentaje de empresas que se decantan por una mayor utilización de la misma y, por tanto, le asignan una mayor puntuación (4 ó 5). En segundo lugar, se determinan las diferencias significativas en el uso de los acuerdos entre los grupos de empresas de capital riesgo objeto de estudio: 1) preferencia por proyectos en fase inicial o madura, 2) procedencia pública o privada de sus recursos financieros, y 3) cautividad o independencia en el levantamiento de sus

fondos. Se aplican pruebas no paramétricas (U de Mann-Whitney), porque la prueba de Kolmogorov-Smirnov rechaza la hipótesis de normalidad, y el reducido tamaño de la muestra no permite la aplicación del Teorema Central del Límite, que justificaría la utilización de pruebas paramétricas.

4. Resultados

En esta sección analizamos los resultados obtenidos en este estudio aplicando la metodología anteriormente expuesta.

a) Compromisos de carácter general.

Por medio de los acuerdos de carácter general queda fijada la posición de control de la ECR en la participada. En la tabla 2.5 se observa que el 85,36% de las ECR de nuestra muestra se reservan la posibilidad de vetar aquellas decisiones que tome la empresa y que el gestor de capital riesgo estime inadecuadas porque puedan comprometer el futuro de la empresa y, por tanto, de su inversión. Además, ese mismo porcentaje de ECR exige la fijación de una cláusula que haga indispensable el voto de los consejeros de la ECR a la hora de tomar determinados acuerdos. El 80,48% de las ECR fijan limitaciones a la compra, suscripción y venta de acciones de cualquier sociedad y el 78,04% buscan compromisos en orden a reservarse el derecho de suscripción preferente que posee la entidad si se produce una ampliación de capital de la participada.

Todo esto nos demuestra que las ECR españolas quieren tener la inversión bajo control y, aunque dejan las decisiones importantes en manos del empresario, se reservan la posibilidad de intervenir en cualquier momento.

Por otra parte, sólo el 29,26% de las ECR españolas establecen límites a la posibilidad de contratar a asesores externos, es decir, no se oponen a que otros expertos participen en las actividades de asesoramiento y control posteriores a la

toma de participación. Además, el plan de negocios, que es muy valorado en la toma de decisiones (Ramón y García, 2004), lo es menos a la hora de que se cumplan las previsiones en él contenidas, ya que sólo el 31,70% de las ECR considera necesario fijar un margen económico o un límite temporal (43,90%) que compense a los gestores por los posibles errores u omisiones que pueda contener el mismo.

Tabla 2.5. Compromisos o acuerdos de carácter general en el contrato de entrada

Variables	%	Media	D. Típica
La ECR tiene derecho de veto sobre algunas decisiones importantes	85,36	4,54	0,89
Se fija una cláusula para que al tomar ciertos acuerdos sea necesario el voto favorable de los consejeros de la ECR	85,36	4,32	1,12
Se fijan limitaciones a la compra, suscripción y venta de acciones de cualquier sociedad	80,48	4,24	1,20
Si se amplía el capital, la ECR tiene derecho de suscripción preferente	78,04	4,47	0,93
El empresario o emprendedor no podrá vender las acciones	68,29	3,85	1,29
Se contempla indemnización por incumplimiento del contrato	63,41	3,76	1,52
La ECR se reserva la posibilidad de intervenir si no se logran los objetivos previstos	60,97	3,71	1,23
Se fija un límite temporal para que la ECR pueda reclamar por errores u omisiones	43,90	3,05	1,60
Se fija un margen económico que absorba las omisiones en el plan de negocios	31,70	2,97	1,13
Se fijan limitaciones a la contratación de asesores externos	29,26	2,65	1,35

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

En un estudio más detallado de los compromisos o acuerdos en los que queda fijada la posición de control de la ECR en la participada, observamos diferencias de comportamiento significativas entre los distintos grupos objeto de nuestro estudio. Como se observa en la tabla 3.5, las ECR independientes valoran significativamente más que las cautivas el establecimiento de una indemnización por incumplimiento del contrato y la fijación de un plazo para efectuar reclamaciones por errores u omisiones. Esto sin duda se debe a su forma de levantar capital, ya que las ECR cautivas administran los fondos que les vienen dados por la entidad a la que pertenecen, mientras que para las independientes es más complicado buscar

operaciones y por tanto, son más exigentes en el cumplimiento de los mismos y en la reclamación por errores u omisiones en que pueda incurrir la participada.

En cuanto a las diferencias entre ECR públicas y privadas, los resultados de la tabla 3.5 nos indican que las ECR privadas controlan sus inversiones más exhaustivamente que las ECR públicas por varias razones: a) a la hora de firmar el contrato de entrada son más estrictas en la contratación de asesores externos, lo que demuestra que la propia entidad quiere controlar sus inversiones de primera mano; b) la filosofía de actuación y los objetivos de las ECR privadas provocan que éstas desconfíen de sus participadas más que las públicas, ya que tienen en cuenta en todo momento la forma de subsanar los errores que pueda cometer la empresa participada; c) las ECR privadas insisten más en la importancia del plan de negocios ya que suelen invertir en empresas que se encuentran en fases maduras de desarrollo, donde es más relevante por contener información contrastable, que para aquellas que se encuentran en fases iniciales, en las que suelen invertir las ECR públicas; d) las ECR privadas son más exigentes con que sus participadas cumplan el contrato, contemplando indemnizaciones en caso contrario.

En cuanto a las diferencias de comportamiento, en lo que a compromisos de carácter general se refiere, de las ECR que realizan sus inversiones en fases iniciales o maduras, destaca la mayor propensión de las últimas a fijar un límite temporal para que la ECR pueda reclamar por los posibles errores u omisiones que pudieran producirse. Esto probablemente viene motivado por la escasez de información a que se enfrentan las ECR que invierten en empresas en fases iniciales y las hace más permisibles en este aspecto.

En definitiva, las ECR privadas, las independientes y las que invierten en fases maduras de desarrollo son menos permisivas que el resto a la hora de valorar ciertos aspectos del acuerdo contractual, imponiendo más exigencias de tipo general en el contrato de participación financiera.

Tabla 3.5. Compromisos de carácter general en la redacción del contrato de entrada, según la segmentación de la muestra

Variables	Captación de Fondos		Fase de Desarrollo		Procedencia de los Recursos	
	Caut.	Indpte	Inicial	Madura	Priv.	Púb.
La ECR tiene derecho de veto sobre algunas decisiones importantes	4,61	4,73	4,43	4,79	4,70	4,50
Se fija una cláusula para que al tomar ciertos acuerdos sea necesario el voto favorable de los consejeros de la ECR	4,43	4,40	3,80	4,64	4,60*	3,75*
Se fijan limitaciones a la compra, suscripción y venta de acciones de cualquier sociedad	4,30	4,33	3,70	4,54	4,50	3,63
Si se amplía el capital, la ECR tiene derecho de suscripción preferente	4,57	4,27	4,40	4,46	4,40	4,63
El empresario o emprendedor no podrá vender las acciones	3,78	3,80	4,10	3,68	3,73	4,00
Se contempla indemnización por incumplimiento del contrato	3,26**	4,47**	3,20	3,93	4,20***	2,00***
La ECR se reserva la posibilidad de intervenir si no se logran los objetivos previstos	3,83	3,80	4,10	3,71	3,87	3,63
Se fija un límite temporal para que la ECR pueda reclamar por errores u omisiones	2,74**	3,73**	2,20**	3,46**	3,57***	1,50***
Se fija un margen económico que absorba las omisiones en el plan de negocios	2,83	3,27	2,60	3,14	3,33***	1,75***
Se fijan limitaciones a la contratación de asesores externos	2,65	2,80	2,40	2,82	2,93**	1,88**

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$

b) Acuerdos para la formación del Consejo de Administración.

Por lo que respecta a la formación del Consejo de Administración, casi la totalidad de las ECR solicitan uno o varios puestos en el Consejo de Administración de la empresa participada con el fin de poder defender sus intereses y ayudar al logro de los objetivos marcados. Así, el 87,80% de las ECR desean dejar claro que ellas quieren participar en los asuntos clave del negocio (Tabla 4.5). En este sentido, las ECR privadas valoran significativamente más que las públicas esta presencia en el Consejo de Administración con una valoración de 4,90 (Tabla 5.5), lo que reafirma el hecho de que las ECR privadas, por sus características y objetivos, son más exigentes en su control de las participadas que las ECR públicas.

c) Acuerdos con gerentes y directivos de la participada.

Por lo que respecta a los compromisos con directivos y gerentes de la participada, en la tabla 4.5 se observa que el 58,53% de las ECR de la muestra obligan a los gerentes de la participada a aceptar cláusulas que no pongan en riesgo la inversión, impidiéndoles competir con la empresa y divulgar información que pueda poner en peligro los avances tecnológicos propios (Tabla 4.5). Además, más de la mitad de las ECR (56,09%) limitan gastos importantes y fijan la posibilidad de poder reducir temporalmente su permanencia en la participada, si así lo aconsejan las circunstancias. También, el 56,09% de las entidades encuestadas establece limitaciones a los salarios de los directivos sin importarles la duración de sus contratos (36,58%),

Si analizamos estas cláusulas en función de la separación que hemos realizado de las ECR españolas, observamos que seis de los nueve ítems que forman este grupo de acuerdos son significativamente más valorados por las ECR privadas que por las públicas (Tabla 5.5). Las mayores diferencias se observan en las cláusulas o compromisos por las que se obliga a los gerentes a no hacer competencia a la empresa y a no divulgar la propia tecnología. De igual forma, las ECR privadas limitan significativamente más los derechos de los gerentes de la participada en asuntos como los salarios de directivos y gerentes, préstamos a los mismos, posibilidad de forzar cambios en la participada y, además, se negocia la duración de sus contratos. Estas diferencias ponen de manifiesto el distinto nivel de exigencia entre ambos tipos de ECR en relación con los directivos y gerentes de la participada.

Por lo que respecta a las ECR que invierten en fases maduras, éstas valoran significativamente más que las que lo hacen en fase inicial, la duración de los contratos de trabajo de los gerentes. Ello se debe a que las ECR que invierten en fase madura pueden prever con menos probabilidades de error el tiempo que permanecerán en la participada, lo que les da una mayor perspectiva para fijar la duración de los contratos de los gerentes; sin embargo, las ECR que invierten en fase

inicial son menos exigentes en lo que se refiere a esta cláusula, debido a los problemas que pueden presentar las nuevas empresas.

Tabla 4.5. Compromisos a la hora de formar el Consejo de Admón. y compromisos con gerentes y directivos de la participada en la redacción del contrato de entrada

Variables	%	Media	D.Típica
<i>Acuerdos para la formación del Consejo de Administración</i>			
La ECR solicita uno o varios puestos en el Consejo de Admón. de la participada	87,80	4,68	0,82
<i>Acuerdos con gerentes y directivos de la participada</i>			
Se negocia con los gerentes sobre la cláusula de no competencia	58,53	3,44	1,50
Se obliga a los gerentes a no divulgar la propia tecnología	58,53	3,51	1,36
Se limitan los gastos importantes	56,09	3,51	1,41
Se establecen limitaciones a los salarios de los directivos y se controlan sus contratos	56,09	3,59	1,48
La ECR deja abierta la posible reducción temporal de su permanencia en la participada	56,09	3,66	1,27
Se fijan limitaciones para el endeudamiento externo de la empresa	51,21	3,39	1,37
La ECR deja abierta la posibilidad de forzar cambios en la dirección de la participada	46,34	3,20	1,52
Se limita la prestación, cesión o anticipo de préstamos a socios y administradores	43,90	3,34	1,40
Se negocia con los gerentes sobre la duración de su contrato de trabajo	36,58	2,93	1,23

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

Tabla 5.5. Compromisos con gerentes y directivos de la participada y compromisos a la hora de formar el Consejo de Admón. en la redacción del contrato de entrada, según la segmentación de la muestra.

Variables	Captación de Fondos		Fase de Desarrollo		Procedencia de los Recursos	
	Caut.	Indpte	Inicial	Madura	Priv.	Púb.
Acuerdos para la formación del Consejo de Administración						
La ECR solicita uno o varios puestos en el Consejo de Admón. de la participada	4,56	4,87	4,67	4,68	4,90***	4,00***
Acuerdos con gerentes y directivos de la participada						
Se limitan los gastos importantes	3,60	3,40	3,78	3,45	3,73	2,90
Se establecen limitaciones a los salarios de los directivos y se controlan sus contratos	3,44	3,87	3,78	3,55	3,87***	2,80***
Se limita la prestación, cesión o anticipo de préstamos a socios y administradores	3,20	3,60	3,56	3,29	3,77***	2,10***
La ECR deja abierta la posibilidad de forzar cambios en la dirección de la participada	3,00	3,53	2,89	3,29	3,70***	1,70***
Se negocia con los gerentes sobre la duración de su contrato de trabajo	2,88	3,07	2,44*	3,10*	3,37***	1,70***
Se negocia con los gerentes sobre la cláusula de no competencia	3,40	3,60	3,11	3,58	4,17***	1,40***
Se obliga a los gerentes a no divulgar la propia tecnología	3,68	3,27	3,44	3,55	4,07***	1,90***
La ECR deja abierta la posible reducción temporal de su permanencia en la participada	3,76	3,40	3,78	3,58	3,67	3,50
Se fijan limitaciones para el endeudamiento externo de la empresa	3,28	3,60	3,22	3,45	3,60	2,80

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$

d) Acuerdos sobre la información a aportar por la participada.

En cuanto a las obligaciones de información por parte de la participada, la mayoría de las ECR coinciden (con una valoración muy alta y una dispersión muy baja) en la exigencia de que la participada presente auditorias anuales, informes económico-financieros y un presupuesto para el ejercicio siguiente; pero donde hay unanimidad ($\bar{X} = 5$, $S_x = 0$) es en la exigencia de que la participada presente periódicamente el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (Tabla 6.5).

Tabla 6.5. Acuerdos sobre la información a aportar por la participada

Variables	%	Media	Desv. Típ.
Auditorias anuales	100,00	4,95	0,21
Presentación periódica de informes económico-financieros	100,00	4,95	0,21
Presentación periódica de estados contables: Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias	100,00	5,00	0,00
Presentación, al final del ejercicio, del presupuesto anual del siguiente ejercicio	100,00	4,90	0,62
Se ha de informar de asuntos sustanciales que afecten a cualquier aspecto del negocio	95,12	4,78	0,52

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

Si analizamos las obligaciones de información según las características en que hemos dividido la muestra, observamos que no existen diferencias significativas entre las ECR por este motivo (Tabla 7.5), siendo destacable un nivel de exigencia de información muy alto.

Tabla 7.5. Acuerdos en el contrato de entrada sobre la información a aportar por la participada, según la segmentación de la muestra

Variables	Captación de Fondos		Fase de Desarrollo		Procedencia de los Recursos	
	Caut.	Indpte	Inicial	Madura	Priv.	Púb.
Auditorias anuales	4,96	4,93	4,90	4,97	4,97	4,91
Presentación periódica de informes económico-financieros	5,00	4,87	4,90	4,97	4,97	4,91
Presentación periódica de estados contables: Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Presentación, al final del ejercicio, del presupuesto anual del siguiente ejercicio	4,85	5,00	4,60	5,00	5,00	4,64
Se ha de informar de asuntos sustanciales que afecten a cualquier aspecto del negocio	4,77	4,80	4,50	4,87	4,90	4,45

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

*Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$*

e) Instrumentos empleados para la toma de participación financiera.

Cuando el contrato de entrada ha sido convenientemente revisado y ambas partes lo encuentran correcto, se procede a la efectiva toma de participación financiera, donde la mayoría de las ECR optan por una ampliación de capital,

suscribiendo acciones ordinarias (90,24%). Otras formas de entrada, como las acciones preferentes y los préstamos participativos, son empleados por un porcentaje de ECR mucho menor, (36,58% y 29,26%, respectivamente). El instrumento de entrada menos utilizado ha sido las obligaciones convertibles (Tabla 8.5).

Tabla 8.5. Instrumentos de entrada en la participada

Variables	%	Media	D.Típica
Acciones ordinarias	90,24	4,48	0,71
Acciones preferentes	36,58	2,97	1,29
Préstamos participativos	29,26	2,78	1,23
Obligaciones convertibles	9,75	2,14	1,04

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

Si analizamos la muestra según la división que hemos efectuado de las ECR, en la tabla 9.5 observamos que existen diferencias significativas de comportamiento en relación con el instrumento de entrada empleado:

1) En cuanto a las acciones ordinarias, son significativamente más empleadas por las ECR que invierten en fases de desarrollo maduras debido a que en las primeras etapas de desarrollo de la empresa es donde más riesgo existe, por lo que este instrumento se emplea cuando la participada ha superado estas fases y, por tanto, existe mayor confianza en el éxito del proyecto. Las acciones ordinarias también son más utilizadas por las ECR independientes, pues les concede la posibilidad de recibir un dividendo cada vez mayor si la empresa obtiene beneficios. Esta forma de entrada es la preferida por el capital riesgo español y le permite alcanzar la mayor participación y derechos en la participada, lo que nos lleva a pensar que las ECR españolas confían en que obtendrán un resultado positivo de su participación en la empresa. Además, la participación mediante acciones ordinarias permite a la empresa disponer de un balance con una cifra de capital mayor que en el caso de la deuda, lo que sin duda mejora su imagen, permitiendo mostrar un balance más saneado y, por tanto, más atractivo para futuros inversores o compradores potenciales.

Cuando la entrada en la participada se realiza mediante la suscripción de acciones ordinarias, la ECR introduce ciertos blindajes a la hora de redactar el contrato de entrada, en especial cuando la suscripción es inferior al 50% del capital, y se refieren, entre otras cosas, a la obligación de contar con su voto favorable, tanto en el Consejo de Administración como en la Junta General, imponiendo quórum reforzados (Pont, 2002).

2) Por lo que respecta a las acciones preferentes, éstas son significativamente más utilizadas por las ECR privadas que por las públicas, en parte debido a los distintos tipos de inversión que realizan. Las ECR públicas enfocan sus operaciones hacia fases de desarrollo inicial y no es lógico que se le exija a una empresa de nueva creación que otorgue un dividendo mínimo anual, que puede oscilar entre un 5 y un 10% del importe invertido (Bonet, 2000). En el caso de las ECR privadas, este instrumento les asegura un beneficio, a parte de las posibles plusvalías, y es una forma de asegurar la inversión (Vendrell, 1999).

3) En relación a los préstamos participativos, podemos observar diferencias en su utilización entre las ECR cautivas e independientes, siendo estas últimas las que utilizan significativamente más esta forma alternativa de inversión. Las ECR independientes luchan en el mercado por levantar sus propios fondos para invertir y los préstamos participativos son una forma de garantizarse un interés fijo y una participación en los beneficios de la participada.

4) Las obligaciones convertibles, a pesar de ser una de los instrumentos de entrada más empleado por el capital riesgo en EEUU como medida para minimizar los riesgos de agencia (Kaplan *et al.*, 2007), es el menos empleado por el capital riesgo español, no existiendo, además, diferencias significativas entre las diferentes ECR objeto de nuestro estudio. Esto puede deberse al bajo rendimiento que suele otorgar este tipo de inversión. La ECR trata de tomar una participación que le asegure la maximización de los beneficios cuando las cosas vayan bien y minimizar las pérdidas si el negocio no cumple con los objetivos previstos, lo que se consigue mediante las obligaciones convertibles en acciones. De esta manera se aseguran una

participación en los beneficios en caso de éxito, pudiendo convertir las obligaciones en acciones, pero si los resultados no son los previstos continúan cobrando sus intereses mediante el empréstito.

Tabla 9.5. Acuerdos en el contrato sobre la forma de entrada en la participada, según la segmentación de la muestra

Variables	Captación de Fondos		Fase de Desarrollo		Procedencia de los Recursos	
	Caut.	Indpte	Inicial	Madura	Priv.	Púb.
Acciones ordinarias	4,30**	4,71**	3,86*	4,63*	4,48	4,43
Acciones preferentes	2,95	3,07	2,43	3,15	3,26***	2,00***
Préstamos participativos	2,20***	3,21***	2,71	2,59	2,56	2,86
Obligaciones convertibles	1,95	2,29	1,57	2,22	2,22	1,57

Nota: 1: nunca; 5: siempre.

*Test U de Mann-Withney. Nivel de significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$*

5. Conclusiones

De la revisión de la literatura previa se desprende que la relación entre la ECR y la empresa es de alto riesgo debido a la existencia de asimetrías informativas entre el gestor de capital riesgo y el empresario, existiendo la posibilidad de que éste pueda presentar una actitud oportunista una vez formalizada la participación financiera. Debido a esto, se establece un acuerdo contractual entre las partes que permita al gestor minimizar estos problemas y que le asegure el control de la participada, y por tanto, de la inversión. De este modo, el presente trabajo, sobre una muestra de 41 ECR españolas, describe las cláusulas más importantes que los gestores de capital riesgo incluyen en sus contratos financieros intentando con ello minimizar la incertidumbre y el posible oportunismo por parte del empresario; en definitiva, controlar la inversión.

Los gestores de capital riesgo desean controlar la inversión en todo momento, por lo que se reservan la posibilidad de vetar aquellas decisiones adoptadas por el empresario que no consideren adecuadas para el desarrollo futuro de la empresa. Los gestores de capital riesgo españoles confían en su capacidad analítica, tanto en el

proceso de toma de decisiones como en la valoración y control de la participada, pues la mayoría de las ECR españolas no consideran fundamental la fijación de un margen económico o temporal por la omisión de determinados aspectos en el plan de negocios, a pesar de ser éste uno de los instrumentos más valorados en la toma de decisiones. Por otra parte, las ECR establecen compromisos con directivos y gerentes de la participada, principalmente para mantener su posición de control en la empresa y asegurar el cumplimiento de las cláusulas de lealtad. La ECR exige la presentación de estados financieros y contables que le permitan controlar la empresa durante todo el proceso de inversión. Además, la mayoría de las ECR españolas deciden participar financieramente en la empresa mediante una ampliación de capital, suscribiendo acciones ordinarias.

Nuestra hipótesis de que la heterogeneidad existente entre los distintos tipos de gestores y ECR conlleva al empleo de diferentes cláusulas contractuales, se ha visto confirmada por el análisis estadístico. En este sentido encontramos que las ECR privadas, las independientes y las que invierten en fases de desarrollo maduras son menos permisivas que el resto a la hora de valorar ciertos aspectos del acuerdo contractual, imponiendo más exigencias en el contrato de participación financiera.

Entre las ECR independientes y cautivas, las primeras, debido a la forma en que han de levantar los fondos, son más exigentes en el cumplimiento del contrato y en reclamar a la participada por errores u omisiones, y utilizan como instrumento de entrada las acciones ordinarias.

Entre las ECR privadas y públicas las diferencias de comportamiento se centran en el control sobre los directivos y gerentes de la participada y en la toma de decisiones. Las ECR privadas exigen a los directivos y gerentes confidencialidad y les prohíben competir con la empresa, les limitan la duración de sus contratos y de sus salarios, les recortan privilegios como la obtención de préstamos por parte de la empresa, reservándose la opción de cambiar la dirección cuando lo crea conveniente. Las ECR privadas también quieren controlar la toma de decisiones exigiendo uno o varios puestos en el Consejo de Administración, forzando a que sea necesario para

llegar a ciertos acuerdos, su voto favorable, exigen la posibilidad de reclamar a la participada por incumplimiento del contrato, sancionan los errores que pueda cometer la empresa en la redacción del plan de negocios y prefieren no apoyarse en asesores externos. Como instrumento de entrada, utilizan significativamente más que las ECR públicas, las acciones preferentes, aunque utilizan de forma mayoritaria las acciones ordinarias.

Las diferencias entre las ECR según la fase de desarrollo preferida para realizar la inversión, se basan en que las ECR que invierten en fase inicial, debido a la escasez de información que rodea las inversiones en fase inicial, son menos exigentes en cuanto a reclamar a la participada por errores u omisiones. Utilizan como medio de entrada las acciones ordinarias.

Donde hay unanimidad entre las ECR españolas, sin diferencias significativas de comportamiento es en las exigencias de información que debe suministrar periódicamente la participada, siendo el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias los medios más utilizados.

6. Referencias

- Barney J.B., Busenitz, L., Fiet, J. y D. Moesel, 1994. The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants, *Managerial Finance* 20 (1), 19-30.
- Barry, C.B., 1994. New Directions in Research on Venture Capital Finance, *Financial Management* 3 (23), 3-15.
- Bonet i Pedrol, J., 2000. Capital riesgo, una alternativa a la financiación de las empresas, *El Auditor. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España* 5, 18-21.
- Brander, J., Egan, E. y T. Hellmann, 2009. Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence, en Lerner, J. y Shoar, A. (eds.) *International Differences in Entrepreneurship*, University of Chicago Press.
- Brander, J., Du, A., y T. Hellmann, 2010. The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. Globalization of Alternative Investments. *Working Paper*, World Economic Forum.
- Carter, R. B. y H.E. Van Auken, 1994. Venture capital firms' preferences for projects in particular stages of development, *Journal of Small Business Management* 32 (1), 60-74.
- Cornelius, B., 2005. The institutionalisation of venture capital. *Technovation* 25 (6), 599-608.
- Cumming, D.J., y J. MacIntosh, 2006. Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing* 21, 569-609.
- Cumming, D.J. y S.A. Johan, 2009. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Elsevier Science Academic Press.

- Del Palacio, I., Zhang, X. y F. Sole, 2010. The capital gap for small technology companies: public venture capital to the rescue? *Small Business Economics*, Springer Science Business Media LLC.
- Elango, B., Fried, V., Hisrich, R. y A. Polonchek, 1995. How Venture Capital Firms Differ, *Journal of Business Venturing* 10 (2), 157-179.
- Ferrary, M., 2010. Syndication of Venture Capital Investment: The Art of Resource Pooling, *Theory and Practice* 34 (5), 885-907.
- Hassan A. y D. Leece, 2008. The Influence of Venture Capitalists' Source of Finance on their Post-Investment Behavior in Investee Companies, *The Journal of Private Equity* 11 (3), 69-84.
- Hyytinen, A. y O. Toivanen, 2003. Asymmetric Information and the Market Structure of the Venture Capital Industry, *Journal of Financial Services Research* 23 (3), 241-249.
- Kaplan, S. y P. Strömberg, 2003. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies* 70 (243), 281-315.
- Kaplan, S. y P. Strömberg, 2004. Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *Journal of Finance* 59 (5), 2177-2210.
- Kaplan, S., Martel, F. y P. Strömberg, 2007. How do legal differences and experience affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation* 16 (3), 273-311.
- Klausner, M. y K. Litvak, 2001. What Economists have taught us about Venture Capital Contracting. *Working Paper*, Stanford Law School.
- Landström, H., Manigart, S., Mason, C. y H. Sapienza, 1998. Contracts Between Entrepreneurs and Investors: Covenants and Negotiation Process. *Babson-Kaufman Annual Conference*, Gent, Belgium.

- Leleux, B. y B. Surlémont, 2003. Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis, *Journal of Business Venturing* 18 (1), 81-104.
- Lerner, J., 2002. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes, *The Economic Journal* 112 (477), F73-F84.
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. y A. Beekman, 2002. Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five-Country Study, *Journal of Business Venturing* 17 (4), 291-312.
- Munari, F. y L. Toschi, 2010. Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: do regional characteristics matter? *European Financial Management Symposium*.
- Norton, E. y B.H. Tenenbaum, 1993. Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy, *Journal of Business Venturing* 8, 431-442.
- Parhankangas, A., Landström, H. y G. Smith, 2005. Experience, Contractual Covenants and Venture Capitalists' Responses to Unmet Expectations, *Venture Capital* 7 (4), 297-318.
- Pont Clemente, J.F. 2002. Los incentivos fiscales a la creación de empresas: las sociedades de capital-riesgo, publicado en *Fundación Antonio Lancuentra - XXV Aniversario: Estudios de Fiscalidad Empresarial*, Magín Pont Mestres y Joan-Francesc Pont Clemente, Universitat de Barcelona y Fundació Bosch Gimpera, 133-149.
- Ramón Pintado, T. y D. García Pérez de Lema, 2004. El Plan de Negocio en la toma de decisiones del capital riesgo en España, *Harvard Deusto, Finanzas y Contabilidad* 158, 60-66.

- Ramón Pintado, T., García Pérez de Lema, D. y H. Van Auken, 2007. Venture Capital in Spain by Stage of Development, *Journal of Small Business Management* 45 (1), 68-88.
- Robinson, R.B., 1987. Emerging strategies in the venture capital industry, *Journal of Business Venturing* 2 (53), 53-77.
- Ruhnka, J.C. y J.E. Young, 1987. A venture capital model of the development process for new ventures, *Journal of Business Venturing* 2, 167-184.
- Ruhnka, J.C. y J.E. Young, 1991. Some hypotheses about risk in venture capital investing. *Journal of Business Venturing* 6 (2), 115-133.
- Sahlman, W. A., 1990. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics* 27 (2), 473-521.
- Sapienza, H.J., y M. Korsgaard, 1996. The Role of Procedural Justice in Entrepreneur-Venture Capital Relations, *Academy of Management Journal* 39 (3), 544-574.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., y W. Vermeir, 1996. Venture capital governance and value added in four countries, *Journal of Business Venturing* 11, 439-469.
- Timmons, J. y S. Spinelli, 2004. *New Venture Creation*, 6ª ed., Irwin McGraw-Hill, Boston.
- Van Osnabrugge, M. y R. Robinson, 2001. The influence of Venture Capitalist's Source Finds, *Venture Capital* 3 (1), 25-39.
- Vendrell Vilanova, A., 1999. Un nuevo impulso para la actividad de capital riesgo, *Actualidad Financiera* 4, 3-13.
- Wright, M y K. Robbie, 1996. Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information, *Accounting and Business Research* 26 (2), 153-168.

Capítulo VI
El Capital Riesgo y la Teoría Institucional

1. Introducción

La Teoría Institucional propone que tanto las organizaciones como sus estrategias están influidas por el entorno en el que operan, y están formadas por los legados institucionales que reflejan la cultura, historia y política de un país o región en particular (Doh y Guay, 2006).

Las diferencias de comportamiento en la industria de capital riesgo entre diferentes países puede ser el resultado del distinto nivel de protección otorgado a los inversores (Bruton *et al.*, 2005), y la configuración de las presiones institucionales de cada país (Busenitz *et al.*, 2000). En cambio, los contratos firmados por el sector de capital riesgo que opera en un mismo país deben ser bastante homogéneos, debido a que todas las entidades están sujetas a un mismo entorno institucional. Los trabajos empíricos realizados por Jog *et al.* (1991) en Canadá e Isaksson *et al.* (2004) en Suecia, apoyan este argumento, pues demuestran que los contratos de capital riesgo son bastante homogéneos en la inclusión de cláusulas. Sin embargo, existen estudios que muestran lo contrario, que los contratos de capital riesgo son complejos y no están estandarizados (Barney, 1994; Gompers y Lerner, 1996; Bengtsson y Sensoy, 2009). Esta disparidad en los resultados plantea la necesidad de realizar nuevas aportaciones empíricas que, con muestras de ECR pertenecientes a diferentes entornos, nos permita arrojar luz sobre esta cuestión.

Este estudio pretende examinar los acuerdos contractuales que las ECR españolas utilizan en sus operaciones de financiación. Nuestros resultados muestran que, en términos generales, los acuerdos contractuales son estandarizados, siendo los más utilizados aquellos que exigen al empresario que proporcione periódicamente información económico-financiera a los gestores, con el fin de que éstos puedan controlar la inversión a posteriori. Sin embargo, entre las ECR públicas y privadas

existe cierta heterogeneidad en el diseño de los contratos debido a las presiones coercitivas ejercidas por el gobierno sobre las entidades públicas, siendo el sector privado más fuerte en la aplicación de cláusulas estándar.

Para realizar el presente trabajo utilizamos los datos obtenidos de una encuesta realizada a 51 ECR españolas, datos que se adaptan perfectamente a nuestro propósito por dos razones. En primer lugar, la heterogeneidad del sector de capital riesgo español (Cazorla *et al.*, 1997) podría dar lugar a diferencias en los contratos financieros realizados por las ECR. En segundo lugar, en la encuesta se pregunta a los gestores de capital riesgo sobre el grado de uso que dan a las diferentes cláusulas contractuales más comunes identificadas en la literatura previa.

Además, nuestro trabajo proporciona dos contribuciones específicas. En primer lugar, la nuestra es una de las primeras contribuciones empíricas al análisis de los contratos financieros de las ECR en España; la literatura existente acerca de los contratos financieros de capital riesgo utiliza muestras de empresas de distintos países como EEUU, Bélgica, Suecia, Reino Unido, Finlandia, Canadá, Alemania y China, entre otros; la literatura jurídica y financiera muestra la existencia de diferencias en el comportamiento financiero de las empresas de un país a otro debido a las variaciones en las fuerzas institucionales (La Porta *et al.*, 1998). En segundo lugar, investigamos si las diferencias existentes en el uso de las cláusulas contractuales dependen de la experiencia del gestor y de la estructura y estrategia de inversión de la ECR, ya que esperamos que ciertos subgrupos puedan tener un comportamiento más estandarizado que otros, como resultado de las diferentes presiones institucionales. Si los contratos financieros dependen de la naturaleza de la ECR, una misma propuesta de negocio puede obtener un tratamiento diferente en función del gestor de capital riesgo que la valore.

Este trabajo mejora la comprensión de las cláusulas incluidas en los contratos de participación financiera del capital riesgo, lo que puede ayudar a las empresas españolas a mejorar su comprensión acerca de las condiciones y las restricciones que los gestores imponen antes de proporcionarles capital. Las ECR pueden emplear la

información de este estudio para entender y emplear correctamente los diferentes acuerdos contractuales.

El resto de este estudio se ha estructurado de la siguiente manera. En la siguiente sección se ha realizado una revisión de la literatura. En tercer lugar presentamos los datos y la metodología utilizados. En la cuarta sección se muestran los resultados y, finalmente en la quinta sección discutimos las principales conclusiones.

2. Revisión bibliográfica

De acuerdo con Bruton *et al.* (2005), en su proceso de actuación, el gestor de capital riesgo está sujeto a diferentes fuerzas institucionales, las cuales pueden influir sobre su comportamiento. Estas fuerzas son estudiadas por la Teoría Institucional, que considera los procesos por los que las presiones sociales y culturales llegan a establecerse como normas de conducta social, convirtiéndose las organizaciones en homogéneas a lo largo del tiempo. DiMaggio y Powell (1983) llaman “isomorfismo” a esta tendencia hacia la homogeneidad, que ocurre cuando las organizaciones buscan legitimidad política y cultural. Estudian tres fuerzas que conducen a la institucionalización: (1) el isomorfismo coercitivo, que es una fuerza exógena que surge de las presiones políticas y de la necesidad de legitimidad, (2) el isomorfismo normativo, que se trata de una fuerza endógena derivada de la influencia de la profesionalización y del papel de la educación, y 3) el isomorfismo mimético, una fuerza endógena que surge como resultado de situaciones de incertidumbre.

1) El isomorfismo coercitivo:

Se trata de una fuerza exógena que se deriva de las presiones políticas y de la necesidad de legitimidad (DiMaggio y Powell, 1983; Scott, 1995). En el contexto de capital riesgo, el Estado juega un papel importante en el desarrollo de la legitimidad institucional, ejerciendo presión a través del control de los fondos, o mediante el

ejercicio de su facultad de regulación (Frumkin y Gelaskiewicz, 2004; Cornelius, 2005). Esto significa que en las ECR públicas, los gobiernos imponen reglas, leyes y sistemas de gobierno, con el fin de controlar el comportamiento de la industria y lograr unos fines específicos (Cornelius, 2005), como promover el crecimiento económico de una región, dar soporte a las nuevas empresas en fase inicial de desarrollo, reducir el riesgo soportado por los gestores o facilitar el esfuerzo de los empresarios para obtener fondos (Jeng y Wells, 2000; Cumming y MacIntosh, 2006; Brander *et al.*, 2009; Munari y Toschi, 2010). Los gestores pertenecientes a ECR públicas tienen objetivos similares a los de sus responsables políticos (Cornelius, 2005), por lo que cabría esperar que las ECR públicas apliquen estrategias contractuales distintas a las ECR privadas, como consecuencia de las presiones coercitivas ejercidas por parte del gobierno. Como resultado, el isomorfismo coercitivo es más fuerte en las empresas respaldadas por el gobierno, debido a las presiones que el Estado ejerce sobre ellas (Isaksson *et al.*, 2004).

2) El isomorfismo normativo:

Igualmente se trata de una fuerza endógena, pero en este caso se deriva de la influencia de la profesionalización y del papel de la educación. DiMaggio y Powell (1983) hacen hincapié en que la profesionalización es el esfuerzo colectivo realizado por los miembros de una organización con el objetivo de definir las condiciones y métodos de su trabajo. En el contexto del capital riesgo, la profesionalización se puede atribuir a aquellos gestores con más experiencia, que probablemente comparten normas con respecto a la forma adecuada de trabajar en la profesión, lo que apoya el isomorfismo normativo. Por lo tanto, las presiones normativas derivadas de la profesionalización de los gestores de capital riesgo actúan como una guía hacia la estandarización.

3) El isomorfismo mimético:

Estamos ante una fuerza endógena, por la que las organizaciones que operan en entornos de gran incertidumbre tienden a imitar el comportamiento, las estructuras

y prácticas de las organizaciones más exitosas con el fin de aumentar sus posibilidades de supervivencia (DiMaggio y Powell, 1983). En el contexto del capital riesgo, la relación entre empresario y gestor se caracteriza por un elevado riesgo e incertidumbre (Tykvová, 2007), lo que ocasiona que las ECR de menor éxito traten de imitar a las más exitosas, impulsando el comportamiento contractual del gestor de capital riesgo hacia la estandarización.

La evidencia empírica sobre la Teoría Institucional como instrumento para entender los contratos financieros en la industria de capital riesgo es escasa. Encontramos el trabajo de Suchman (1995), que examina 108 contratos financieros pertenecientes a dos importantes fondos de capital riesgo en Silicon Valley, California, durante el período comprendido entre 1975 y 1990. Destacan que los contratos de capital riesgo se han estandarizado con el tiempo debido al isomorfismo normativo, pero que esta estandarización disminuye conforme la ECR se encuentra más distanciada geográficamente de Silicon Valley. Posteriormente, en Suecia, Isaksson *et al.* (2004) muestran la existencia de una gran homogeneidad en los contratos de capital riesgo, lo que puede explicarse mediante los tres tipos de isomorfismo que componen la Teoría Institucional.

3. Datos y metodología

3.1. Datos

Los datos utilizados en este estudio proceden de una encuesta postal dirigida a las 70 ECR que formaban el listado de ASCRI a la fecha de su realización, Junio de 2002. El cuestionario se confeccionó en base a estudios previos, entrevistas personales con analistas de entidades financieras y mediante la realización de varios pretest con gestores de capital riesgo de los que se obtuvieron aportaciones y sugerencias interesantes que enriquecieron el cuestionario definitivo. Antes de enviar la encuesta se contactó telefónicamente con las 70 ECR para sondear su predisposición a participar en el estudio. Tres de ellas se mostraron renuentes a

responder a las encuestas, con una fue imposible contactar, y seis de ellas no habían realizado ninguna operación de capital riesgo en los últimos años. De los 60 cuestionarios finalmente enviados se recibieron 41 hasta febrero de 2003, lo que corresponde a una tasa de respuesta del 68,33%.

En la tabla 1.6 se presentan datos descriptivos de las ECR de nuestra muestra. Se observa que la edad media de las ECR es de 9,54 años, tienen una media de 10,54 empleados, realizaron unas 6,06 inversiones en 2003, y tienen por término medio 20,02 empresas en su cartera a 31/12/2003, año de realización de la encuesta. La tabla 1.6 también describe la heterogeneidad de la muestra, señalando que la edad de las empresas oscila entre 1 y 21 años, las empresas tienen entre 1 y 77 empleados, el número de inversiones se mueve en un rango entre 0 y 21, y el número de empresas que forman la cartera varía entre 1 y 95²¹.

Tabla 1.6. Estadísticos descriptivos de las ECR de la muestra

	Media	Mín.	Máx.	D.T.
Edad de la ECR (en años)	9,54	1	21	6,61
Número de empleados en 2003	10,54	1	77	12,39
Número de inversiones en 2003 (N=35)	6,06	0	21	5,67
Número de empresas en la cartera (31.12.2003) (N=33)	20,02	1	95	22,20

3.2. Metodología

En esta sección presentamos las variables utilizadas en nuestro análisis para comprobar si las cláusulas empleadas en los contratos financieros son homogéneas en la industria española de capital riesgo o, por el contrario, existen diferencias entre ellas.

²¹ Información obtenida del anuario ASCRI correspondiente al año 2003.

3.2.1. Variables Independientes

Utilizando una escala Likert de cinco puntos (1 = poco importante y 5 = muy importante), el cuestionario recoge información relativa a las cláusulas contractuales más importantes incluidas en los contratos de capital riesgo, identificadas en la literatura empírica previa. Hemos clasificado las cláusulas en cuatro dimensiones que nos permiten un mejor estudio y comprensión de la conducta de los gestores en el diseño de los contratos financieros: 1) cláusulas o acuerdos contractuales para controlar la relación previa a la inversión, o “cláusulas pre-inversión”, 2) cláusulas contractuales que regulan la relación posterior a la inversión, o “cláusulas post-inversión”, 3) cláusulas contractuales para determinados eventos producidos en el período posterior a la inversión, o “cláusulas específicas post-inversión” y 4) “cláusulas de salida”. De los 41 cuestionarios recibidos, 37 ECR dan sus puntuaciones en todas las variables. De las 25 cláusulas contractuales, una pertenece a la categoría de “cláusulas pre-inversión”, 17 se clasifican en “cláusulas post-inversión”, 5 son incluidas en “cláusulas específicas post-inversión”, y 2 son catalogadas como “cláusulas de salida”.

La tabla 2.6 muestra los valores medios y las desviaciones estándar de las variables independientes, por grupos y clasificadas en orden descendente. Las cláusulas contractuales más significativas están relacionadas con la gestión de la relación posterior a la inversión, siendo la más importante la presentación periódica de los estados contables, con una media de 5,00 puntos, seguido por la presentación periódica de informes económico-financieros (4,95), auditorías anuales (4,95) y un presupuesto para el próximo ejercicio (4,90). Todas estas variables representan los derechos de los gestores a ser informados sobre la situación y evolución de la empresa. Menor importancia adquiere el acuerdo que implica una garantía de que la información contenida en el plan de negocios sea correcta y veraz (2,97), la negociación con los gestores sobre la duración de sus contratos (2,93) y las limitaciones a la contratación de asesores externos (2,65).

Tabla 2.6. Cláusulas contractuales en el capital riesgo

	Media Global (n=37)	D. Típica
<i>Cláusulas pre-inversión</i>		
Garantía de información de calidad en el plan de negocios	2,97	1,13
<i>Cláusulas post-inversión</i>		
Presentación periódica de estados contables	5,00	0,00
Presentación periódica de informes económico-financieros	4,95	0,21
Auditorías anuales	4,95	0,21
Presentación del presupuesto anual del ejercicio siguiente	4,90	0,62
Información sobre asuntos sustanciales que afecten a cualquier aspecto del negocio	4,78	0,52
Derecho a participar en el Consejo de Administración de la empresa participada	4,68	0,82
Derecho de veto sobre decisiones importantes	4,54	0,89
Derecho de veto sobre determinados acuerdos	4,32	1,12
El empresario no puede vender las acciones	4,24	1,20
Límites a la compra, suscripción y venta de acciones de cualquier sociedad	3,85	1,29
Límites a los salarios de los directivos	3,59	1,48
Se limitan gastos importantes	3,51	1,41
Se prohíbe divulgar la propia tecnología	3,51	1,36
Cláusula de no competencia	3,44	1,50
Se limita el endeudamiento externo de la empresa	3,39	1,37
Se limita la prestación, cesión o anticipo de préstamos a socios y administradores	3,34	1,40
Se limita la contratación de asesores externos	2,65	1,35
<i>Cláusulas específicas post-inversión</i>		
Cláusula anti-dilución	4,48	0,93
Indemnización por incumplimiento del contrato	3,76	1,52
La ECR puede intervenir si no se logran los objetivos	3,71	1,23
La ECR puede forzar cambios en la dirección de la participada	3,20	1,52
Se fija un límite temporal para que la ECR pueda reclamar por errores u omisiones	3,05	1,60
<i>Cláusulas de salida</i>		
La ECR puede reducir su permanencia en la empresa	3,66	1,27
Se negocia con los gerentes la duración de su contrato de trabajo	2,93	1,23

Medido en una escala Likert de cinco puntos: 1 (poco importante) a 5 (muy importante)

A continuación llevamos a cabo análisis univariante para evaluar si los contratos de capital riesgo son homogéneos en la inclusión de cláusulas.

3.2.2. Variables Dependientes

Debido a que algunos subgrupos de ECR pueden presentar un comportamiento más estandarizado que otros como resultado de las presiones institucionales, también realizamos un análisis discriminante con el fin de determinar si existen diferencias entre las cláusulas contractuales empleadas por los gestores de capital riesgo según su experiencia, la estrategia de inversión o la estructura de la ECR²².

Para realizar el análisis, clasificamos las empresas de nuestra muestra en experimentadas o no experimentadas en función de la mediana de la edad de la ECR, que se calcula como el número de años transcurridos desde la fundación de la compañía hasta 2003 (fecha de recepción de la última encuesta). En cuanto a la estructura de la ECR, hemos dividido la muestra en ECR públicas o privadas. Según la estrategia de inversión, separamos los inversores entre los que invierten en fases iniciales o en fases maduras de desarrollo de la empresa, para lo que empleamos la valoración dada por cada uno de los gestores en la encuesta. La tabla 3.6 muestra que de las 41 ECR encuestadas, el capital es privado en 30 (73,17%) y público en 11 (26,83%). 10 ECR (24,39%) prefieren invertir en empresas que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo, mientras que 31 de ellas (75,61%) muestran una clara preferencia por etapas de desarrollo maduras. Por último, el 51,22% de las ECR tienen experiencia y el 48,78% no la tiene.

²² El análisis discriminante se lleva a cabo con el fin de identificar las variables que mejor discriminan entre dos o más grupos para determinar si ciertos grupos de gestores actúan de manera similar.

Tabla 3.6. Características de las ECR

	N = 41	%
Estructura de la ECR		
Pública	11	26,83
Privada	30	73,17
Estrategia de inversión		
Inicial	10	24,39
Madura	31	75,61
Experiencia de la ECR		
Experiencia	21	51,22
Inexperiencia	20	48,78

4. Resultados

4.1. Descripción de las cláusulas contractuales

Para cada ECR reclasificamos nuestras variables independientes en una nueva escala formada por tres niveles. Las variables que han sido valoradas con 1 y 2 en la escala Likert de la encuesta, han sido clasificadas como “raramente utilizadas”, aquellas que son valoradas con un 3 se clasifican como “a veces utilizadas” y, finalmente, aquellas que son valoradas con un 4 o un 5 se clasifican como “casi siempre utilizadas”.

A continuación, en la tabla 4.6 se analiza el grado de estandarización de los contratos mediante el análisis de aquellas cláusulas que son casi siempre utilizadas por más del 50% de las ECR de nuestra muestra. Es interesante destacar que de las 20 cláusulas casi siempre utilizadas por más del 50% de la muestra, 15 se encuentran en la dimensión "cláusulas post-inversión", estando cinco de ellas relacionadas con los requerimientos de información que la ECR realiza al empresario (las cinco primeras cláusulas de la lista), tomando 3 de ellas el valor 5. A diferencia de los resultados obtenidos por Isaksson *et al.* (2004), en nuestra muestra sólo existe una cláusula raramente utilizada por más del 50% de las ECR (Tabla 5.6). Esto puede ser un indicio para demostrar que la industria

española de capital riesgo está más estandarizada que la sueca en el diseño de sus contratos financieros.

Tabla 4.6. Cláusulas contractuales más comúnmente utilizadas

Cláusulas contractuales	ECR que casi siempre utilizan la cláusula (%)
Presentación periódica de estados contables	100
Presentación periódica de informes económico-financieros	100
Auditorías anuales	100
Presentación del presupuesto anual del ejercicio siguiente	97,3
Información sobre asuntos sustanciales que afecten a cualquier aspecto del negocio	94,6
Derecho a participar en el Consejo de Administración de la empresa participada	91,9
Derecho de veto sobre determinados acuerdos	91,9
Derecho de veto sobre decisiones importantes	91,9
Límites a la compra, suscripción y venta de acciones de cualquier sociedad	83,8
Cláusula anti-dilución	78,4
Indemnización por incumplimiento del contrato	64,9
Cláusula de no competencia	64,8
Se prohíbe divulgar la propia tecnología	64,8
El empresario no puede vender las acciones	64,8
Límites a los salarios de los directivos	62,1
Se limitan gastos importantes	62,1
La ECR puede intervenir si no se logran los objetivos	62,1
La ECR puede reducir su permanencia en la empresa	56,7
Se limita el endeudamiento externo de la empresa	54,0
La ECR puede forzar cambios en la dirección de la participada	51,3

Tabla 5.6. Cláusulas contractuales menos comúnmente utilizadas

Cláusulas contractuales	ECR que casi nunca utilizan la cláusula (%)
Se limita la contratación de asesores externos	51,4

A continuación, y con el fin de confirmar si el diseño de los contratos está estandarizado en la industria del capital riesgo español, realizamos un análisis de frecuencia de las respuestas obtenidas en el cuestionario. En este caso, cada cláusula va a ser clasificada como “poco común”, “situacional” o “estándar”. Una cláusula es

poco común cuando es raramente utilizada por más del 80% de los encuestados²³. Una cláusula estándar es aquella que casi siempre es utilizada por el 80% de los encuestados. Por último, los acuerdos o cláusulas que no pueden ser clasificados como poco comunes ni como estándar, se clasifican como situacionales. En la tabla 6.6 se observa que nueve cláusulas (el 36% de los acuerdos utilizados por los gestores de nuestra muestra) se clasifican como estándar, mientras que 16 de ellas (64%) son acuerdos situacionales utilizados para hacer frente a contextos específicos. Ninguna de las cláusulas es clasificada como poco común²⁴. Estos resultados son similares a los proporcionados por Isaksson *et al.* (2004), y sugieren la existencia de cierta heterogeneidad en el diseño de los contratos, debida al elevado número de cláusulas situacionales incluidas en los mismos.

Tabla 6.6. Resumen de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar

Tipo de cláusula	Frecuencia	%
Poco común	0	0
Situacional	16	64
Estándar	9	36
Total	25	100

4.2. Estrategias de diferenciación

Aunque los análisis previamente realizados confirman que los contratos de capital riesgo son en su mayoría estandarizados, nuestros resultados también sugieren la existencia de cierto grado de heterogeneidad. Por lo tanto, en esta sección pretendemos analizar el origen de las diferencias en el diseño de los contratos.

Realizamos un análisis discriminante con el fin de determinar si existen diferencias entre las cláusulas contractuales empleadas por los gestores en función de su experiencia, de la estrategia de inversión (la preferencia por las inversiones en etapa temprana o tardía) y de la estructura de la ECR (que depende del origen

²³ Establecemos el punto de corte en el 80% siguiendo el esquema propuesto por Isaksson *et al.* (2004).

²⁴ Más detalles de las cláusulas incluidas en cada categoría pueden encontrarse en el Apéndice 3.

público o privado de los recursos de la entidad). Para llevar a cabo el análisis discriminante, dichas variables son consideradas como variables dependientes. Como variables independientes utilizamos las 25 cláusulas contractuales incluidas en la encuesta. El análisis se realiza mediante el Método de Inclusión por Pasos (*Stepwise*), con el fin de minimizar el estadístico Lambda de Wilks en cada paso, obteniendo como resultado el 100% de las observaciones correctamente clasificadas.

En la tabla 7.6 observamos las diferencias significativas en la selección de cláusulas contractuales para cada par de variables dependientes.

Tabla 7.6. Análisis Discriminante de las tres variables dependientes

	Experiencia		Estrategia de inversión		Estructura de la ECR	
	No.	%	No.	%	No.	%
Variables que no discriminan	22	91,67	20	83,33	13	54,17
Variables que discriminan	2	8,33	4	16,67	11	45,83

La variable 'Presentación periódica de estados contables' ha sido omitida del análisis debido a que siempre toma valor 5

- Experiencia

En cuanto a la experiencia, en la tabla 7.6 se observa que las empresas difieren significativamente en la selección de dos cláusulas contractuales. La tabla 8.6 muestra que ambas cláusulas se encuentran en la categoría de “cláusulas post-inversión”, relacionadas con la gestión de la relación posterior a la inversión y, en concreto, con las cláusulas que exigen lealtad al empresario (cláusula de no competencia y de no divulgación de la tecnología propia). Además, la cláusula de no competencia, que es situacional para los gestores experimentados, se convierte en estándar para los inexpertos. En resumen, el 91,67% de las variables no discriminan entre los dos grupos, por lo que podemos concluir que no existen diferencias entre las cláusulas que expertos e inexpertos incluyen en sus contratos financieros. Las presiones normativas y miméticas parecen influir en la estandarización de los contratos.

Tabla 8.6. Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situaciones y estándar en función de la experiencia o inexperiencia del gestor de capital riesgo

	Experimentado			Inexperto		
	P.c.	Situac.	Est.	P.c.	Situac.	Est.
<i>Cláusulas post-inversión</i>						
Cláusula de no competencia		x				x
Se prohíbe divulgar la propia tecnología		x			x	

- Estrategia de inversión

Frente a los resultados proporcionados por Isaksson *et al.* (2004), las ECR que invierten en empresas en fases iniciales de desarrollo, redactan sus contratos financieros de modo similar a las ECR que invierten en fases maduras. La tabla 7.6 muestra que 4 de las 24 cláusulas contractuales (16,67%) difieren significativamente entre los dos grupos. De ellas, en la tabla 9.6 se observa que sólo 1 es estándar para las ECR que prefieren invertir en fase inicial, mientras que para aquellas que prefieren hacerlo en etapas posteriores el empleo de cláusulas estándar aumenta a 2. La ausencia de grandes diferencias entre ambos grupos podría explicarse por la mayor información asimétrica que presentan las empresas que se encuentran en fases iniciales de desarrollo (Klausner y Litvak, 2001; Hyytinen y Toivanen, 2003). Esto origina un gran nivel de incertidumbre y, como consecuencia, un elevado riesgo de fracaso que rodea la financiación en etapas tempranas (Elango *et al.*, 1995; Ruhnka y Young, 1987, 1991; Klausner y Litvak, 2001; Hyytinen y Toivanen, 2003; Bruton *et al.*, 2005). Finalmente podemos concluir que los gestores que invierten en etapas iniciales tienden a imitar las cláusulas contractuales utilizadas en las inversiones realizadas en etapas maduras, debido a la incertidumbre que rodea a las empresas en sus primeras etapas de desarrollo.

Tabla 9.6. Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar en función de la estrategia de inversión

	Inicial			Madura		
	P.c.	Situac.	Est.	P.c.	Situac.	Est.
Cláusulas post-inversión						
Derecho de veto sobre determinados acuerdos		x				x
Presentación del presupuesto anual del ejercicio siguiente			x			x
Cláusulas específicas post-inversión						
Se fija un límite temporal para que la ECR pueda reclamar por errores u omisiones		x			x	
Cláusulas de salida						
Se negocia con los gerentes la duración de su contrato de trabajo		x			x	

- Estructura de la ECR

Por último, estudiamos las cláusulas contractuales en función de la estructura de la ECR, esto es, en función del origen público o privado de sus recursos financieros. Los resultados muestran que 11 de las 24 cláusulas contractuales (45,83%) discriminan significativamente entre los dos grupos (Tabla 7.6). De ellas, el 36,36% de las cláusulas son clasificadas “poco comunes” por las públicas, correspondiendo el mismo porcentaje a acuerdos estándar empleados por las ECR privadas (Tabla 10.6).

Tal como proponemos, y de acuerdo con Isaksson *et al.* (2004), debido a las presiones coercitivas no existe estandarización entre las cláusulas incluidas en el contrato financiero por las ECR públicas y privadas. La diferencia entre ambos tipos de entidad es que el sector privado es más contundente en la aplicación de cláusulas estandarizadas.

Tabla 10.6. Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar en función del origen público o privado de los recursos de la ECR

	Pública			Privada		
	P.c.	Situac.	Est.	P.c.	Situac.	Est.
<i>Cláusulas pre-inversión</i>						
Garantía de información de calidad en el Plan de Negocios		x			x	
<i>Cláusulas post-inversión</i>						
Derecho a participar en el Consejo de Administración de la empresa participada		x				x
Se limita la prestación, cesión o anticipo de préstamos a socios y administradores		x			x	
Cláusula de no competencia	x					x
Se prohíbe divulgar la propia tecnología		x			x	
Información sobre asuntos sustanciales que afecten a cualquier aspecto del negocio		x				x
Presentación del presupuesto anual del ejercicio siguiente			x			x
<i>Cláusulas específicas post-inversión</i>						
La ECR puede forzar cambios en la dirección de la participada	x				x	
Indemnización por incumplimiento del contrato	x				x	
Se fija un límite temporal para que la Entidad pueda reclamar por errores u omisiones	x				x	
<i>Cláusulas de salida</i>						
Se negocia con los gerentes la duración de su contrato de trabajo		x			x	

5. Conclusiones

Este trabajo, basado en una muestra de 41 ECR españolas, proporciona nueva evidencia sobre los contratos de capital riesgo en España. Por un lado, se analizan los acuerdos contractuales que permiten prevenir y minimizar los posibles problemas de riesgo moral que pueden surgir una vez tomada la decisión de participar en la empresa. Por otro lado, en base a la Teoría Institucional se pretende estudiar si el contrato de capital riesgo español es estandarizado de acuerdo a determinadas características, tales como la experiencia del gestor, la etapa de desarrollo de la empresa participada y la estructura pública o privada de la ECR.

Nuestros resultados muestran que, en general, los acuerdos contractuales son estandarizados, siendo los más comúnmente utilizados aquellos que exigen al empresario que proporcione información a los gestores con el fin de que éstos puedan controlar la relación posterior a la inversión.

Basándose en la experiencia, la Teoría Institucional revela que los contratos financieros redactados por gestores con y sin experiencia tienden a ser homogéneos, pues únicamente las cláusulas que exigen lealtad al empresario (cláusula de no competencia y de no divulgación de la tecnología propia), discriminan entre los dos grupos. Este resultado puede ser explicado con referencia al isomorfismo mimético y al normativo. Nuestro resultado es consistente con el obtenido por Isaksson *et al.* (2004) para Suecia y por Cornelius y Hargreaves (1991) para EEUU, trabajos que muestran que la experiencia del gestor es significativa en la selección de las cláusulas contractuales.

Según el origen público o privado de los fondos de la ECR, nuestros resultados muestran que el 45,83% de las cláusulas contractuales difieren significativamente entre los dos grupos, por lo que no existe estandarización en las cláusulas incluidas en los contratos financieros por las ECR públicas y privadas. La diferencia entre ambos grupos se debe a que el sector privado es más enérgico en la aplicación de cláusulas estándar. Este resultado se puede explicar mediante el isomorfismo coercitivo, que demuestra que las organizaciones pueden responder a mandatos legales mediante la adopción de nuevas normas, leyes y sistemas de gobierno (DiMaggio y Powell, 1983).

La principal diferencia que hemos encontrado respecto a los acuerdos contractuales empleados por los gestores de capital riesgo en Suecia (Isaksson *et al.*, 2004) se encuentra en las cláusulas utilizadas por los gestores que invierten en empresas en diferentes fases de desarrollo. En un principio esperábamos encontrar que los gestores que realizan sus inversiones en las primeras etapas de desarrollo se vieran limitados por las presiones coercitivas, ya que el gobierno tiende a fomentar

las inversiones en fases iniciales, debido a que son una fuente de creación de empleo y crecimiento de la productividad (Mason, 2009), resultando esto menos interesante para el mercado privado (Ramón *et al.*, 2007; Munari y Toschi, 2010). En oposición a la hipótesis propuesta, y a los resultados de Isaksson *et al.* (2004), nuestros resultados muestran que sólo el 16,67% de las cláusulas contractuales difieren significativamente entre las inversiones realizadas en etapas tempranas y tardías. Por lo tanto, las presiones coercitivas no influyen significativamente en los acuerdos incluidos en el contrato financiero en función de la estrategia de inversión. Las ECR que invierten en empresas en fase inicial redactan sus contratos de modo similar a las ECR que invierten en compañías en etapa madura. Esto puede ser explicado por la mayor asimetría informativa de las empresas que se encuentran en fase inicial (Klausner y Litvak, 2001; Hyytinen y Toivanen, 2003).

Estudios adicionales podrían ampliar esta investigación incluyendo nuevas variables que pueden afectar al contrato de participación financiera realizado por las ECR, tales como la ubicación de la empresa o el sexo de los gestores, desde una perspectiva institucional.

6. Referencias

- Anuario ASCRI 2003 (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo).
- Barney J.B., Busenitz, L., Fiet, J. y D. Moesel, 1994. The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants, *Managerial Finance* 20 (1), 19-30.
- Bengtsson, O., y B.A. Sensoy, 2009. Changing the Nexus: The Evolution and Renegotiation of Venture Capital Contracts. *Working Paper*, Fisher College of Business.
- Brander, J., Egan, E. y T. Hellmann, 2009. Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence, en Lerner, J. y Shoar, A. (eds.) *International Differences in Entrepreneurship*, University of Chicago Press.
- Bruton, G.D., Fried, V.H. y S. Manigart, 2005. Institutional Influences on the Worldwide Expansion of Venture Capital, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 29 (6), 737-760.
- Busenitz, L.W., Gómez, C. y J.W. Spencer, 2000. Country Institutional Profiles: Unlocking Entrepreneurial Phenomena, *Academy of Management Journal* 43(5), 994-1003.
- Cazorla Papis, L., Céspedes Lorente, J. y C.J. Cano Guillén, 1997. Estrategia inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes, *VII Congreso Nacional de la Asociación Científica de Dirección y Economía de la Empresa*, Almería, 529-546.
- Cornelius, B. y C. Hargreaves, 1991. The Role of Covenants in Venture Capital Investment Agreements. *Working paper*, University of New England
- Cornelius, B., 2005. The institutionalisation of venture capital. *Technovation* 25 (6), 599-608.

- Cumming, D.J., y J. MacIntosh, 2006. Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence, *Journal of Business Venturing* 21, 569-609.
- DiMaggio, P.J. y W.W. Powell, 1983. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields, *American Sociological Review* 48 (2), 147-160.
- Doh, J.P. y T.R. Guay, 2006. Corporate Social Responsibility, Public Policy, and NGO Activism in Europe and the United States: An Institutional-Stakeholder Perspective, *Journal of Management Studies* 43 (1), 47-73.
- Elango, B., Fried, V., Hisrich, R. y A. Polonchek, 1995. How Venture Capital Firms Differ, *Journal of Business Venturing* 10 (2), 157-179.
- Frumkin, P. y J. Gelaskiewicz, 2004. Institutional Isomorphism and Public Sector Organizations, *Journal of Public Administration Research and Theory* 14 (3), 283-307.
- Gompers, P. y J. Lerner, 1996. The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements, *Journal of Law and Economics* 39 (2), 463-498.
- Hyytinen, A. y O. Toivanen, 2003. Asymmetric Information and the Market Structure of the Venture Capital Industry, *Journal of Financial Services Research* 23 (3), 241-249.
- Isaksson, A., Cornelius, B., Landström, H. y S. Junghagen, 2004. Institutional theory and contracting in venture capital: the Swedish experience, *Venture Capital* 6 (1), 47-71.
- Jeng, L.A. y P.C. Wells, 2000. The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance* 6, 241-289

- Jog, V., Lawson, W., y A. Riding, 1991. The Venture Capitalist/Entrepreneur Interface: Expectations, Conflicts and Contracts, *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 8 (2), 5-20.
- Klausner, M. y K. Litvak, 2001. What Economists have taught us about Venture Capital Contracting. *Working Paper*, Stanford Law School.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y R.W. Vishny, 1998. Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- Mason, C., 2009. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review, *International Small Business Journal* 27 (5), 536-556.
- Munari, F. y L. Toschi, 2010. Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: do regional characteristics matter? *European Financial Management Symposium*.
- Ramón Pintado, T., García Pérez de Lema, D. y H. Van Auken, 2007. Venture Capital in Spain by Stage of Development, *Journal of Small Business Management* 45 (1), 68-88.
- Ruhnka, J.C. y J.E. Young, 1987. A venture capital model of the development process for new ventures, *Journal of Business Venturing* 2, 167-184.
- Ruhnka, J.C. y J.E. Young, 1991. Some hypotheses about risk in venture capital investing. *Journal of Business Venturing* 6 (2), 115-133.
- Scott, W.R., 1995. *Institutions and Organizations*, Thousand Oaks: Sage Publications.
- Suchman, M.C., 1995. Localism and globalism in institutional analysis: the emergence of contractual norms in venture finance, en Scott, W. y Christensen, S., *The Institutional Construction of Organizations*, Thousand Oaks: Sage Publications.

Tykvová, T., 2007. What do economists tell us about Venture capital contracts?
Journal of Economic Surveys 21 (1), 65-89.

Zacharakis, A.L. y G.D. Meyer, 1998. A Lack of Insight: Do Venture Capitalists
Really Understand Their Own Decision Process? *Journal of Business
Venturing* 13, 57-76.

Apéndice

Tabla A.1.6. Clasificación de las ECR (ver metodología)

Código de la ECR	Año de inicio de actividad	Número inversiones en 2003	Número de empleados	Estruct. de la ECR	Experiencia/ Inexper.	Preferencia de Inversión
ECR 1	1999	0	11	privado	inexp.	madura
ECR 2	1988	12	60	público	exp	inicial
ECR 3	1997	2	6	privado	inexp.	madura
ECR 4	2000	1	8	privado	inexp.	madura
ECR 5	1991	.	73	privado	exp.	madura
ECR 6	1989	16	9	público	exp.	inicial
ECR 7	2000	.	1	privado	inexp.	madura
ECR 8	1992	1	.	público	inexp.	inicial
ECR 9	1986	4	12	privado	exp.	madura
ECR 10	1984	3	6	público	exp.	inicial
ECR 11	1988	.	3	privado	exp.	madura
ECR 12	2000	.	1	privado	inexp.	madura
ECR 13	1987	.	4	privado	inexp.	madura
ECR 14	2000	3	.	privado	inexp.	madura
ECR 15	2001	3	4	privado	inexp.	inicial
ECR 16	1990	2	1	privado	inexp.	madura
ECR 17	1999	.	4	privado	inexp.	inicial
ECR 18	1992	0	7	privado	inexp.	madura
ECR 19	2000	4	12	privado	inexp.	madura
ECR 20	1999	4	.	privado	inexp.	inicial
ECR 21	2000	2	3	privado	inexp.	madura
ECR 22	2000	1	8	privado	inexp.	madura
ECR 23	1982	11	8	privado	exp.	madura
ECR 24	1999	0	19	privado	inexp.	madura
ECR 25	1999	3	2	privado	inexp.	inicial
ECR 26	2000	2	.	privado	inexp.	madura
ECR 27	1984	11	14	público	exp.	madura
ECR 28	1984	6	8	público	exp.	madura
ECR 29	2000	13	5	privado	inexp.	inicial
ECR 30	1993	0	8	privado	inexp.	madura
ECR 31	1993	5	3	público	inexp.	madura
ECR 32	1989	7	2	privado	inexp.	madura
ECR 33	1986	2	4	privado	inexp.	madura
ECR 34	2001	8	.	privado	inexp.	madura
ECR 35	1998	5	5	privado	inexp.	madura
ECR 36	2002	11	7	privado	inexp.	madura
ECR 37	1987	6	16	privado	exp.	madura

El número de inversiones es el número total de inversiones realizadas desde que la ECR inició su actividad hasta 2003

Tabla A.2.6. Relación de cláusulas contractuales

Cláusulas pre-inversión	
Garantía de información de calidad en el Plan de Negocios	Se acuerda un margen económico que absorba las omisiones en el Plan de Negocios
Cláusulas post-inversión	
Se limita la contratación de asesores externos	El empresario debe abstenerse de las relaciones con asesores externos a la empresa
Derecho a participar en el Consejo de Administración de la empresa participada	Los gestores solicitan uno o varios puestos en el Consejo de Administración de la empresa participada
* Derecho de veto en...	
La compra, suscripción y venta de acciones de cualquier sociedad	
Los salarios de directivos	Se establecen límites a los salarios de los directivos
Decisiones importantes	La ECR tiene derecho de veto sobre decisiones importantes
* Limitaciones Financieras	
Se limitan gastos importantes	
Se limita el endeudamiento externo de la empresa	
Se limita la prestación, cesión o anticipo de préstamos a socios y administradores	
* Cláusula de lealtad	
Cláusula de no competencia	Se negocia con los gerentes sobre la cláusula de no competencia
Se prohíbe divulgar la propia tecnología	Se obliga a los gerentes a no divulgar la propia tecnología
* Información obligatoria	
Presentación periódica de estados contables	Presentación periódica de estados contables: Balance y cuenta de pérdidas y ganancias
Presentación periódica de informes económico-financieros	
Auditorías anuales	
Presentación del presupuesto anual del ejercicio siguiente	La empresa tiene que presentar el presupuesto anual correspondiente al el ejercicio siguiente, al final de cada año financiero.
Información sobre asuntos sustanciales que afecten a cualquier aspecto del negocio	
Derecho de veto sobre determinados acuerdos	Se fija una cláusula que obliga a que en ciertos acuerdos sea necesario el voto favorable de los Consejeros de la ECR
El empresario no puede vender las acciones	
Cláusulas específicas post-inversión	
La ECR puede forzar cambios en la dirección de la participada	La Entidad deja abierta la posibilidad de forzar cambios en la dirección de la participada

Capítulo VI. El capital riesgo y la Teoría Institucional

La ECR puede intervenir si no se logran los objetivos

Indemnización por incumplimiento del contrato

Cláusula anti-dilución

Si la empresa realiza una ampliación de capital, la ECR tiene derecho de suscripción preferente, de modo que pueda asegurar su participación en el capital de la empresa.

Se fija un límite temporal para que la ECR pueda reclamar por errores u omisiones

Cláusulas de salida

La ECR puede reducir su permanencia en la empresa

La Entidad deja abierta la posible reducción temporal de su permanencia en la participada

Se negocia con los gerentes la duración de su contrato de trabajo

Tabla A.3.6. Análisis de las cláusulas clasificadas como poco comunes, situacionales y estándar

	Poco común	Situac.	Estánd.
Cláusulas pre-inversión			
Garantía de información de calidad en el Plan de Negocios		x	
Cláusulas post-inversión			
Se limita la contratación de asesores externos		x	
Derecho a participar en el Consejo de Administración de la empresa participada			x
* Derecho de veto en...			
La compra, suscripción y venta de acciones de cualquier sociedad			x
Los salarios de directivos		x	
Decisiones importantes			x
* Limitaciones Financieras			
Se limitan gastos importantes		x	
Se limita el endeudamiento externo de la empresa		x	
Se limita la prestación, cesión o anticipo de préstamos a socios y administradores		x	
* Cláusula de lealtad			
Cláusula de no competencia		x	
Se prohíbe divulgar la propia tecnología		x	
* Información obligatoria			
Presentación periódica de estados contables			x
Presentación periódica de informes económico-financieros			x
Auditorías anuales			x
Presentación del presupuesto anual del ejercicio siguiente			x
Información sobre asuntos sustanciales que afecten a cualquier aspecto del negocio			x
Derecho de veto sobre determinados acuerdos			x
El empresario no puede vender las acciones		x	
Cláusulas específicas post-inversión			
La ECR puede forzar cambios en la dirección de la participada		x	
La ECR puede intervenir si no se logran los objetivos		x	
Indemnización por incumplimiento del contrato		x	
Cláusula anti-dilución		x	
Se fija un límite temporal para que la ECR pueda reclamar por errores u omisiones		x	
Cláusulas de salida			
La ECR puede reducir su permanencia en la empresa		x	
Se negocia con los gerentes la duración de su contrato de trabajo		x	

CONCLUSIONES

Conclusiones

El objetivo inicial de esta tesis doctoral es aportar evidencia empírica sobre el comportamiento del gestor de capital riesgo en la toma de decisiones de participación financiera, ya que sobre él y su equipo recae la responsabilidad del éxito de las inversiones. Para ello se han desarrollado cuatro trabajos empíricos (en los capítulos III, IV, V y VI) que giran en torno a la figura del gestor, a su proceso de actuación y a los aspectos que pueden tener una incidencia significativa en su toma de decisiones. Estos trabajos se han realizado en base a dos encuestas postales dirigidas a los gestores o responsables de la toma de decisiones de las diferentes ECR que forman las muestras. De la primera encuesta se obtuvo un porcentaje de respuesta del 80,95% y de la segunda un 68,33%. Hay que tener en cuenta que la información cualitativa sobre las ECR es difícil de obtener y generalmente proviene de datos de encuestas, como es nuestro caso. Aunque reconocemos que esto podría crear sesgos potenciales y problemas de medición (Zacharakis y Meyer, 1998), consideramos que la elevada tasa de respuesta obtenida en ambas encuestas, junto con el considerable tamaño de las muestras, dan validez a las conclusiones extraídas.

En el **capítulo I** se ha detallado la actividad realizada por el capital riesgo, todo su proceso de entrada-actuación-salida en la participada, y se ha realizado un breve repaso de la evolución legislativa española desde sus comienzos hasta la actualidad. Con este capítulo se destaca la importancia de la primera toma de contacto en la que gestor y empresario se dan a conocer, y en la que el gestor suele descartar un buen número de propuestas por no ajustarse a la política inversora de la ECR. Cuando la propuesta encaja con los tipos de financiación de la ECR, pasa a ser minuciosamente evaluada (*due diligence*) y en este caso, el plan de negocios juega un papel fundamental. Si finalmente la ECR lleva a cabo la participación, debe

decidir el instrumento de entrada en la empresa, siendo la aportación de capital a través de acciones ordinarias el más utilizado por el capital riesgo español. Finalmente la relación se formaliza a través de la firma de un contrato de entrada o pacto de accionistas que recoge las condiciones negociadas. Durante el tiempo que dura la relación, la ECR asesora a la empresa, le presta ayuda técnica y le exige la presentación periódica de informes económico-financieros. Una vez cumplido el tiempo pactado en el contrato tiene lugar la salida o desinversión.

El **capítulo II** ha tenido como principal objetivo encuadrar los trabajos de investigación contenidos en los capítulos posteriores dentro de la literatura existente, realizando una revisión de la misma y destacando el origen público o privado de los fondos de los que dispone la ECR para realizar sus inversiones y la forma en que ésta levanta los fondos (ECR cautiva o independiente) como principales factores influyentes en la toma de decisiones. También se presentan factores relativos a la política y estrategia de inversiones de la ECR, como la fase de desarrollo preferida para invertir o el uso que el gestor hace de su intuición durante el proceso de toma de decisiones. La existencia de asimetrías informativas entre empresario y gestor, y la influencia de diferentes fuerzas institucionales sobre el comportamiento de este último, justifican su actuación en el proceso de toma de decisiones. Del análisis de la literatura existente podemos destacar que: 1) todo el proceso de toma de decisiones está presidido por la existencia de información asimétrica entre gestor y empresario, 2) las ECR hacen una toma de decisiones diferenciada según las tipologías analizadas, 3) el gestor utiliza su intuición frecuentemente en la valoración de las nuevas propuestas y 4) los gestores utilizan modelos de decisión basados en el análisis de variables como el empresario, el producto y el mercado, así como determinados aspectos financieros, haciendo que su decisión varíe en función de ellas.

En el **capítulo III** se ha desarrollado el primero de los trabajos empíricos en el que se ha analizado si el gestor hace un estudio racional y reflexivo de las propuestas o, por el contrario, se deja llevar por su intuición, resultado de su experiencia. Para ello se ha segmentado la muestra entre gestores poco intuitivos y

muy intuitivos, según manifestaron en la encuesta. Con este trabajo se demuestra que los gestores de capital riesgo españoles, al igual que los de otros países como EEUU, Singapur o Japón, utilizan su intuición en su toma de decisiones. Este juicio intuitivo se impone al racional cuando el gestor debe evaluar y ponderar ciertos aspectos cualitativos de las propuestas, tales como la figura del empresario y la capacidad de su equipo. Sin embargo, en las valoraciones cuantitativas el juicio racional prevalece sobre la intuición. Los gestores más intuitivos valoran del empresario que sea económicamente ambicioso y que posea capacidad para analizar y solventar diferentes situaciones que puedan presentarse en el desarrollo de su trabajo al frente de la participada. La intuición del gestor de capital riesgo español se deja sentir con mayor intensidad cuando se han de evaluar nuevos proyectos pertenecientes a empresas que se encuentran en fases de desarrollo iniciales. En estos casos la información contenida en el plan de negocios es escasa y el gestor se deja llevar por su experiencia e intuición antes de decidir si somete la propuesta a una evaluación posterior, el *due diligence*. Del producto, los gestores más intuitivos se conforman con que exista un prototipo en funcionamiento, mientras que los menos intuitivos valoran que el producto tenga una aceptación demostrada en el mercado.

En el **capítulo IV** se ha analizado empíricamente todo el conjunto de criterios que los gestores tienen en cuenta a la hora de evaluar las propuestas, desde el empresario hasta el producto y el mercado, bajo la premisa de la existencia de información asimétrica entre ambos, y diferenciando la toma de decisiones según tres aspectos que caracterizan a las ECR: el origen público o privado de sus recursos, el uso de la intuición del gestor en la toma de decisiones y la fase de desarrollo preferida para invertir. De este segundo trabajo empírico destacamos que el uso de recursos privados y una mayor confianza del gestor en su intuición implican un mayor empleo de criterios de selección durante el *due diligence*.

El **capítulo V** se ha dedicado a analizar las distintas cláusulas del contrato de entrada, el cual constituye el aspecto final de la toma de decisiones y el comienzo de las actividades de control y seguimiento de la inversión. El análisis se ha realizado separando a las ECR según su forma de levantamiento de fondos (cautivas o

independientes), el origen de los mismos (públicos o privados) y la fase de desarrollo preferida para invertir (inicial o madura). De este tercer trabajo se deduce que el gestor de capital riesgo español quiere mantener controlada la inversión y va a imponer a su participada una serie de cláusulas para conseguirlo. Limitará y controlará ciertos aspectos relacionados con los directivos de la empresa para intentar contrarrestar actitudes oportunistas por parte de estos. Teniendo en cuenta la segmentación realizada de la muestra, las ECR españolas más estrictas son las privadas, las independientes y las que invierten en fases maduras de desarrollo. Son especialmente destacables las diferencias de comportamiento entre las ECR públicas y privadas en cuanto a los niveles de exigencia en el contrato, especialmente en lo que respecta a los directivos y a la toma de decisiones. Las ECR privadas establecen limitaciones más estrictas a los salarios y a la duración de los contratos de directivos y gerentes, se les recortan ciertos privilegios especiales, y les obligan a firmar una cláusula de no competencia y de confidencialidad. En cuanto al control sobre la toma de decisiones, las ECR privadas exigen uno o varios puestos en el Consejo de Administración, forzando a que sea necesario su voto favorable para llegar a ciertos acuerdos. También contemplan la posibilidad de reclamar a la participada si incumple el contrato, establecen sanciones por los errores que pueda cometer la empresa en la redacción del plan de negocios y prefieren no apoyarse en asesores externos. Por lo respecta al instrumento elegido para entrar en la participada, la mayoría utilizan las acciones ordinarias y, en menor medida, las acciones preferentes y los préstamos participativos. También son similares las exigencias de información que debe suministrar de forma periódica la participada, siendo el balance y la cuenta de resultados, junto con los informes económico-financieros, las más habituales.

En el **capítulo VI** se analiza de forma empírica el grado de estandarización de los contratos de capital riesgo español y la influencia de ciertas presiones ejercidas sobre el gestor a la hora de redactar su contrato de entrada. Todo ello según la estructura de la ECR (pública o privada), su estrategia de inversión (inicial o madura) y su nivel de experiencia. En términos generales, los contratos empleados por los gestores de capital riesgo españoles son estandarizados. En base a la Teoría Institucional se demuestra que debido al alto nivel de incertidumbre que caracteriza

Conclusiones

la relación entre las partes, los gestores más inexpertos tienden a imitar los acuerdos contractuales utilizados por los más experimentados, los cuales comparten unas mismas normas con respecto a la forma adecuada de trabajar en la profesión, obteniendo como resultado contratos homogéneos. Este trabajo pone de manifiesto que sólo las cláusulas que exigen lealtad al empresario son las que diferencian los contratos empleados por ambos tipos de gestores, siendo más relajado el uso de la “cláusula de no competencia” para los gestores experimentados y más estandarizado para el resto. En cuanto a las cláusulas utilizadas por los gestores que invierten en diferentes fases de desarrollo, los resultados muestran que existe un elevado nivel de estandarización ya que de las cláusulas analizadas sólo una es estándar para las ECR que prefieren invertir en fase inicial y dos para aquellas que lo hacen en etapas posteriores. Esto puede deberse a que los gestores que invierten en etapas iniciales tienden a imitar las cláusulas contractuales de las inversiones realizadas en etapas maduras, debido a la incertidumbre que rodea a las empresas en sus primeras etapas de desarrollo. Sin embargo, diferentes resultados se obtienen cuando las ECR tienen diferente estructura financiera, es decir, las ECR públicas y privadas son menos homogéneas en la inclusión de cláusulas. Los resultados muestran que el 45,83% de las cláusulas contractuales estudiadas discriminan significativamente entre los dos grupos, siendo el sector privado más fuerte en la aplicación de cláusulas estándar. Concretamente, la cláusula de no competencia y las cláusulas específicas utilizadas en la relación posterior a la inversión, son poco comunes para las ECR públicas y estandarizadas para las privadas. Todas estas diferencias puede deberse a las presiones coercitivas que el Estado ejerce sobre las entidades públicas.

De los cuatro trabajos empíricos pueden extraerse varias conclusiones de forma global: 1) en la relación entre gestor y empresario existe información asimétrica que va a condicionar la toma de decisiones; 2) el éxito de las inversiones de capital riesgo radica en la labor de análisis y en la experiencia del gestor, el cual está influido por diversas presiones isomórficas en su toma de decisiones y por las políticas y estrategias inversoras de la ECR; 3) en la toma de decisiones el gestor valora una serie de criterios relacionados con el empresario, el producto y el mercado apoyándose en sus conocimientos e intuición, 4) mediante el contrato de entrada o

Conclusiones

pacto de accionistas el gestor controla a la participada y las posibles acciones oportunistas del empresario.

Los resultados obtenidos de esta tesis doctoral pueden tener varias implicaciones: para los empresarios, dándoles a conocer los criterios de inversión más importantes utilizados por los gestores, lo que les permitiría incidir en los criterios más valorados en función del tipo de ECR a la que soliciten financiación y de esta manera evitar su rechazo inicial, permitiendo que la propuesta pase a ser evaluada; para la industria del capital riesgo, porque puede ayudar a las entidades a mejorar sus políticas de inversiones y sus procesos de análisis; para los consultores y asesores, mejorando su asesoramiento a empresas demandantes de este tipo de financiación. También tiene implicaciones para la aplicación de políticas gubernamentales que fomenten el desarrollo del capital riesgo.