

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso 2013/2014

El Venture Capital como fuente de financiación del proceso emprendedor

Autor: Asier Soto Heras

Director: Jon Hoyos Iruarizaga

Fecha y Firma: En Bilbao, a 27 de junio de 2014

VºBº Director

VºBº Autor

Resumen:

En los últimos años la financiación de empresas de nueva creación se ha convertido en uno de los principales obstáculos para los emprendedores a la hora de poner en marcha sus ideas de negocio. La difícil situación económico-financiera actual y las características particulares de estas empresas hacen que la financiación bancaria sea una alternativa más bien inviable. Este trabajo pretende explorar otras fuentes de financiación alternativas a la bancaria que se puedan ajustar más a las características de las empresas de reciente creación y, más en concreto, estudiar el papel que ha jugado y juega el *venture capital* como fuente de financiación, analizando aspectos teóricos del mismo y su evolución en los últimos años para, posteriormente, desarrollar un estudio empírico que analice las características y resultados obtenidos por las empresas financiadas por *venture capital* en España en los últimos años.

Palabras clave: emprendimiento; financiación; capital riesgo; venture capital

Clasificación JEL: G24, L26

Abstract:

In recent years, the new business financing has become one of the main obstacles for entrepreneurs when they want to set up their business ideas. The difficult economic-financial situation of nowadays and the particular characteristics of these enterprises involve that bank funds can hardly be considered as a finance alternative. This paperwork pretends to explore other alternative financial resources to bank funds that can be more appropriate for the characteristics of the new business and, more specifically, to study the role that venture capital has played and plays as financial resource, analyzing its theoretical aspects and its evolution during the last years, in order to, afterwards, develop an empirical study which contains the characteristics and results obtained by all Spanish companies financed by venture capital in the last years.

Keywords: entrepreneurship; financing; private equity; venture capital

JEL Classification: G24, L26



Índice de Contenidos

1.- Introducción.....	1
2.- Dificultades en el acceso a la financiación de las empresas en fases iniciales de desarrollo.	4
3.- El proceso emprendedor y sus diferentes fuentes de financiación.	6
3.1.- Fases del proceso emprendedor.	6
3.2.- Principales fuentes de financiación específicas del proceso emprendedor.	8
4.- Concepto y fundamentos básicos del <i>venture capital</i>.....	12
4.1.- Concepto y características esenciales.....	12
4.2.- Principales ventajas e inconvenientes.	14
4.3.- Operativa del <i>venture capital</i> : proceso inversor.....	15
4.4.- Intermediarios financieros.	16
5.- Evolución histórica del <i>venture capital</i>.	17
6.- Situación actual del <i>venture capital</i> en el contexto internacional.....	19
6.1- Situación en Estados Unidos.	20
6.2.- Situación en Europa.	22
6.3.- Situación en España.	24
7.- Evidencia empírica: obtención de datos y metodología.....	27
8.- Resultados obtenidos.....	29
9.- Análisis económico financiero.	32
9.1.- Análisis de la distribución de masas patrimoniales y del fondo de maniobra.....	32
9.2.- Análisis de la solvencia.	34
9.3.- Análisis de la liquidez.	35
9.4.- Análisis de la rentabilidad.	36
10.- Conclusiones.....	38

Referencias Bibliográficas 41

Índice de Cuadros

Cuadro 1.- Dificultades de financiación de las empresas de nueva creación. 6
 Cuadro 2.- Principales fuentes de financiación específicas del proceso emprendedor. 11
 Cuadro 3.- Principales características, efectos positivos e inconvenientes del *venture capital*. 15
 Cuadro 4.- Definición de los ratios a utilizar en el presente estudio empírico. 28
 Cuadro 5.- Criterios de búsqueda seleccionados para el desarrollo del estudio empírico (base SABI). 29
 Cuadro 6.- Características principales de la muestra de empresas seleccionadas. 30

Índice de Tablas

Tabla 1.- Permanencia media de los fondos de *venture capital* en empresas relacionadas con las tecnologías de la información en Estados Unidos. 22
 Tabla 2.- Análisis de las masas patrimoniales y del fondo de maniobra (miles de euros) de la muestra principal. 32
 Tabla 3.- Análisis de las masas patrimoniales y del fondo de maniobra (miles de euros) de la muestra de control. 33
 Tabla 4.- Ratio de solvencia total o a largo plazo de la muestra principal (%). 34
 Tabla 5.- Ratio de circulante o de solvencia a corto plazo de la muestra principal (%). 34
 Tabla 6.- Ratio de solvencia total o a largo plazo de la muestra de control (%). 34
 Tabla 7.- Ratio de circulante o de solvencia a corto plazo de la muestra de control (%). 35
 Tabla 8.- Ratio de liquidez general (prueba ácida) de la muestra principal (%). 35
 Tabla 9.- Ratio de liquidez general (prueba ácida) de la muestra de control (%). 35
 Tabla 10.- Rentabilidad económica de la muestra principal (%). 36
 Tabla 11.- Rentabilidad financiera de la muestra principal (%). 36
 Tabla 12.- Rentabilidad económica de la muestra de control (%). 37
 Tabla 13.- Rentabilidad financiera de la muestra de control (%). 37
 Tabla 14.- Comparación de resultados entre la muestra principal y la muestra de control. 38

Índice de Figuras

Figura 1.- El proceso emprendedor y sus fuentes de financiación. 9
 Figura 2.- Principales actividades de los inversores de *venture capital*. 16
 Figura 3.- Fuente de fondos de *venture capital* en Europa en 2012 (2011). 24

Índice de Gráficos

Gráfico 1.- Evolución del volumen de concesión de préstamos bancarios durante la crisis económica en diferentes países.....	5
Gráfico 2.- Evolución de la inversión en <i>venture capital</i> (en millones de dólares) en Estados Unidos de 1985 a 2012.	19
Gráfico 3.- Tendencias de la inversión en <i>venture capital</i> durante la crisis económica.	19
Gráfico 4.- Inversión en <i>venture capital</i> en Estados Unidos (1995-2012) y Europa (1995-2010).	21
Gráfico 5 – Inversión en <i>venture capital</i> en Estados Unidos en 2012 por sector de actividad...	22
Gráfico 6.- Crecimiento interanual de diferentes indicadores de innovación en la Unión Europea (2006-2013).	23
Gráfico 7.- Inversión en <i>venture capital</i> en Europa (2012) por sector económico.....	24
Gráfico 8.- Volumen de inversión en <i>venture capital</i> en función del PIB en diferentes países de Europa durante el año 2012.....	25
Gráfico 9.- Volumen de inversión de <i>venture capital</i> en España en 2011 y 2012 por sectores.	26

1.- Introducción.

A. Antecedentes y objeto de estudio.

La difícil situación laboral experimentada en los últimos años como consecuencia de la crisis económico-financiera sufrida a nivel global ha provocado que la tasa de desempleo haya alcanzado recientemente cifras históricas. En España, por ejemplo, uno de los países más afectados, la cifra de desempleo llegó a superar el 26 % en 2013 (INE, 2014), experimentando así un dramático aumento de más de quince puntos porcentuales desde el inicio de la crisis.

Ante esta situación, el emprendimiento y la creación de empresas ha emergido recientemente como una de las principales alternativas para paliar los efectos laborales de la crisis actual. Y es que la actividad emprendedora está siendo clave en nuestra economía en los últimos años. Así lo refleja, con respecto a la generación de empleo, el Ministerio de Economía en el *Boletín de Emprendimiento y Generación de Empleo* (2013), afirmando, de acuerdo con las encuestas llevadas a cabo, que el número de trabajadores asalariados en el momento de realización de las encuestas era mayor que al momento del comienzo del negocio.

Por otro lado, el emprendimiento supone una forma importante de creación de pequeñas y medianas empresas (pymes), las cuales conforman actualmente el 99,88 % del tejido empresarial español, de acuerdo con la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2014).

Carree y Thurik (2003), por su parte, a partir de la teoría de la destrucción creativa de Schumpeter, señalan que las empresas de nueva creación pueden generar, por un lado, novedad y, por otro lado, la salida de otros negocios del mercado que puedan resultar ineficientes al tratar con bienes y servicios que pueden acabar resultando obsoletos.

No obstante, son muchas las ideas de negocio que se quedan sin llevar a cabo. La razón principal reside, en muchas ocasiones, en las dificultades a la hora de acceder a la financiación (GEM, 2014), normalmente bancaria. Las características de estas empresas, las de reciente creación, tales como la falta de experiencia y de garantías, hacen que las entidades bancarias rara vez acepten las solicitudes de financiación de los emprendedores. Y aun en caso de conceder dicha financiación, los costes de la misma se hacen imposibles de satisfacer durante las primeras etapas del negocio, debido al bajo volumen de caja o *cash flow* generado inicialmente. Este periodo también es conocido como el “valle de la muerte”.

Es por ello por lo que en muchas ocasiones, el emprendedor se ve obligado a recurrir a otras fuentes de financiación que se ajustan más a las características de las empresas innovadoras o de reciente creación. Son muchas las alternativas de financiación en este

sentido, y entre ellas, existen grandes diferencias en cuanto a la naturaleza de las mismas, a las fases del negocio en las que se suelen conceder o al volumen de financiación requerido.

De entre todas ellas, resulta de gran interés destacar el *venture capital* o capital riesgo en fases tempranas por su gran relevancia en la actualidad y por sus características esenciales, pues se ajustan en gran medida a las necesidades surgidas durante el proceso emprendedor, especialmente en aquellas empresas, fundamentalmente de base tecnológica, que cuentan con un gran potencial de crecimiento.

No obstante, a pesar de su gran importancia en este sentido, se trata de un mercado muy poco desarrollado en la economía española, especialmente si lo comparamos con la de Estados Unidos, país de referencia en este sector. Factores como el menor grado de desarrollo tecnológico y la marcada intervención estatal (Nueno, 2009) pueden explicar el porqué de esta situación.

En cualquier caso, el interés académico por este sector no ha parado de aumentar en los últimos años, y son muchos los estudios que se han llevado a cabo sobre el mismo. En este trabajo se recoge por un lado, los fundamentos teóricos del *venture capital* como fuente de financiación, su evolución y su relevancia actual; y, por otro lado, un análisis empírico para complementar dicha información y poder sacar conclusiones al respecto.

B. Objetivos del trabajo.

Mediante la realización del presente trabajo se pretende, pues, alcanzar los siguientes objetivos:

- Conocer la dinámica del proceso emprendedor, así como las características de las empresas de nueva creación que dificultan su acceso a la financiación.
- Obtener una idea general de las diferentes fuentes de financiación, alternativas a la bancaria, que se utilizan para financiar esta tipología de empresas.
- Estudiar el concepto y las características más relevantes del *venture capital* como fuente de financiación del proceso emprendedor.
- Analizar la evolución del *venture capital* a lo largo de su historia y su importancia económica en la actualidad tanto a nivel internacional como nacional.

- Estudiar la información financiera más relevante de las empresas españolas creadas a lo largo de los últimos diez años que cuentan con alguna participación de *venture capital*.

C. Metodología.

Para el desarrollo de este trabajo se utilizará en su mayor parte el método analítico-sintético¹ a través de la búsqueda de información actualizada en los diferentes informes institucionales y estudios académicos existentes sobre el *venture capital* y de un procedimiento de síntesis de los mismos para obtener una idea general sobre este concepto y su relevancia actual en la economía y en la empresa.

Junto con un análisis de la literatura especializada, desarrollamos también un estudio empírico propio en el que se pretende complementar la información obtenida para la realización del estudio teórico. Para ello, mediante la Base de Datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), se obtendrá y se analizará la información financiera más relevante de las empresas españolas constituidas en los últimos 10 años que cuenten con alguna participación de *venture capital* en su accionariado y se utilizará una muestra de control para poder comparar los resultados con empresas de similares características.

En las conclusiones, por su parte, se tratará de unir y sintetizar las ideas más importantes de los contenidos de este análisis empírico-teórico.

D. Estructura del trabajo.

El contenido de este trabajo se divide en diez capítulos, en los que se recoge la introducción, el estudio teórico, el estudio empírico y las conclusiones. El primero de ellos, el presente capítulo, de mero carácter introductorio, viene a explicar los antecedentes, los objetivos, la metodología y la estructura básica de este trabajo.

La parte teórica abarca desde el segundo hasta el sexto capítulo. En el capítulo 2 se estudian con detenimiento las dificultades que tienen las empresas de nueva creación a la hora de acceder a la financiación bancaria. En el capítulo 3 se explican las fases que comprenden el proceso emprendedor, en lo que a aspectos financieros se refiere, y se ilustran las características más significativas de las principales fuentes de financiación específicas de dicho proceso.

¹ El método analítico-sintético se basa en la descomposición del fenómeno en los elementos que lo integran y el estudio de cada una de sus partes constitutivas, seguido por la integración de los resultados del análisis parcial en una serie de conclusiones que permiten el entendimiento total del fenómeno observado, considerándolo de forma unitaria (Soldevilla, 1995).

Con el capítulo 4, se entra de lleno a explicar el concepto de *venture capital*, desde diferentes perspectivas y enumerando sus principales características, ventajas e inconvenientes. También se exponen las actividades básicas que llevan a cabo los inversores de *venture capital*, así como los diferentes intermediarios financieros que existen. El capítulo 5 consiste básicamente en una breve revisión histórica del *venture capital*, para observar su evolución desde su surgimiento a mediados del siglo XX hasta la actualidad en su país de origen, Estados Unidos. El capítulo 6 finaliza el estudio teórico del presente trabajo mediante un análisis de la situación actual del *venture capital* en tres zonas geográficas de interés: Estados Unidos, Europa y España.

El estudio empírico comienza en el capítulo 7, mediante la descripción del proceso de obtención de datos y de la metodología del mismo. Los resultados obtenidos, indicando el tamaño de la muestra y sus características más relevantes, se recogen en el capítulo 8. Posteriormente, en el capítulo 9 se desarrolla la totalidad del estudio empírico sobre la información financiera de las empresas que componen la muestra, analizando los estadísticos principales de los ratios más utilizados del análisis económico-financiero.

Finalmente, en el capítulo 10 se expone una serie de conclusiones que tratan de recoger y unir las ideas más importantes obtenidas tanto de la parte teórica como empírica.

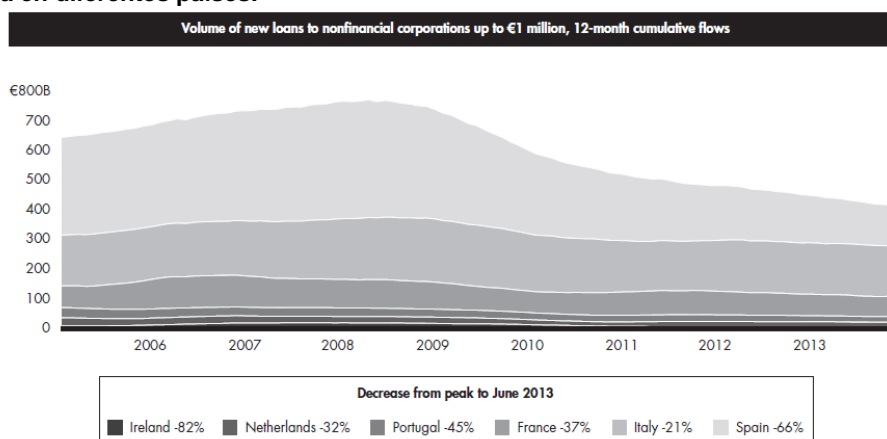
2.- Dificultades en el acceso a la financiación de las empresas en fases iniciales de desarrollo.

Son muchas y de diversa naturaleza las dificultades o trabas que impiden la puesta en valor de ideas de negocio, prometedoras y con potencial de éxito. Y la principal razón en muchas ocasiones no es la falta de viabilidad de las mismas, sino las dificultades que los emprendedores encuentran a la hora de alcanzar los recursos necesarios, sobre todo de naturaleza bancaria.

La crisis económico-financiera acaecida en los últimos años ha empeorado el acceso al crédito por parte del tejido empresarial, agravando aún más si cabe la situación de las empresas de nueva creación, en plena desventaja frente a las grandes empresas en el acceso a la financiación de tipo bancario. Desde su estallido en 2007, se ha producido en España un importante descenso del acceso al crédito, y que además se ha ido intensificando recientemente. Por si fuera poco, este decrecimiento ha sido más intenso para las sociedades no financieras que para los hogares (Ayuso, 2013).

Es así como en España, por ejemplo, la financiación bancaria de las pymes ha experimentado una severa restricción, con un descenso en la concesión de préstamos bancarios del 66 % en el período 2006-2013 (Bain & Company e Instituto Internacional de Finanzas, 2013). En el Gráfico 1, se puede observar como la situación en otras naciones ha sido similar a la española, aunque en general en menores dimensiones.

Gráfico 1.- Evolución del volumen de concesión de préstamos bancarios durante la crisis económica en diferentes países.



Fuente: Bain & Company e Instituto Internacional de Finanzas (2013).

Esta situación se agrava para el caso de las empresas de reciente creación, pues cuentan con una serie de características específicas que hacen que, en ocasiones, la financiación bancaria se antoje como una alternativa prácticamente inalcanzable.

La principal de estas dificultades reside, normalmente, en la existencia de asimetrías de información generadas como consecuencia de las diferencias informacionales entre la entidad prestamista y el prestatario (García-Vaquero, 2013), representado este último por la figura del emprendedor o el equipo promotor del proyecto. Dichas asimetrías surgen cuando la entidad bancaria no cuenta con una información total y perfecta sobre las características del proyecto a financiar (Stiglitz y Weiss, 1981).

Las asimetrías de información pueden, a su vez, manifestarse en dos formas adicionales: la selección adversa y el riesgo moral (Stiglitz y Weiss, 1981). La selección adversa, un problema ex-ante, consiste en la incapacidad de la parte menos informada de distinguir los proyectos de buena y mala calidad (Gómez, 2008). El riesgo moral, por el contrario, un problema ex-post, surge cuando una de las partes lleva a cabo determinadas acciones difícilmente observables por la otra parte (Gómez, 2008). Esta falta de simetría informativa desemboca en una restricción acusada hacia el crédito, especialmente significativa en el segmento de proyectos de nueva creación.

Otro aspecto que juega en contra de las empresas de nueva creación a la hora de acceder a la financiación, se encuentra en la ausencia de una trayectoria pasada o *track record*

(Hoyos y Saiz, 2010), lo que hace más difícil, aun si cabe, la evaluación de estos proyectos, elevándose así, el nivel de incertidumbre percibido.

El riesgo o incertidumbre que genera el proyecto también puede verse aumentado en los casos de empresas de naturaleza innovadora debido al riesgo tecnológico existente y a la intangibilidad que sustentan sus ventajas competitivas, lo que da lugar a contar con menores garantías. Por otro lado, aparece también como condicionante la escasa capacidad de negociación por parte del equipo promotor (Crecente, 2009)².

Se puede observar, por tanto, que existen bastantes dificultades adicionales a las que se enfrentan las empresas de nueva creación a la hora de acceder a la financiación. En el Cuadro 1 se recogen, a modo de resumen, dichas adversidades.

Cuadro 1.- Dificultades de financiación de las empresas de nueva creación.

- Existencia de asimetrías de información: selección adversa y riesgo moral.
- Ausencia de trayectoria pasada o *track record*.
- Alto potencial innovador.
- Escasez de recursos tangibles.
- Reducida capacidad de negociación del emprendedor.
- Carencia de competencias en gestión empresarial del equipo emprendedor.

Fuente: Elaboración propia.

Dadas las trabas mencionadas para acceder al crédito bancario, en muchas ocasiones la financiación vía capital (*equity*) se presenta como la mejor alternativa posible para hacer frente a las necesidades financieras que surgen a lo largo del proceso emprendedor.

3.- El proceso emprendedor y sus diferentes fuentes de financiación.

3.1.- Fases del proceso emprendedor.

La literatura sobre el proceso emprendedor no especifica un modelo único de referencia consensuado por una mayoría de autores; más bien viene a ilustrar diferentes versiones del mismo, aunque con algunas fases y características comunes. En el presente trabajo se describen las fases del proceso emprendedor sin referirse a una fuente bibliográfica específica, a través de una versión que trata de integrar las ideas más comunes de las diferentes fuentes observadas.

Por otro lado, se ha de mencionar que, aunque son muchos los autores que consideran que este proceso comienza con la generación de la idea por parte de la figura del

² En este sentido, suele ser habitual el caso de equipos emprendedores de proyectos *start-up* con carencia de competencias relacionadas con el área de gestión empresarial (Ortín et al, 2008).

emprendedor, aquí consideraremos el proceso emprendedor a partir del momento en el que entra en juego la financiación y la inversión del mismo, ya que el presente trabajo es de marcado carácter financiero.

Así pues, podemos dividir el proceso emprendedor en tres grandes fases: *early stage* o gestación, *middle stage* o expansión y *later stage* o consolidación.

- 1) **Early stage (gestación).** El flujo de caja o *cash flow* de la empresa es negativo en la mayoría de los casos, dando lugar a la formación del conocido concepto del valle de la muerte (véase Figura 1). Esta fase la podemos dividir, a su vez, en dos subetapas con características muy particulares:
 - a. Seed stage: Conocida en español como fase semilla, consiste básicamente en desarrollar el plan de negocio y en obtener financiación vía familiares y amigos o por las aportaciones del emprendedor o del equipo promotor (Private Company, 2011). En esta etapa no se procede aún a la producción, sino que se limita a hacer pruebas del producto en cuestión o a desarrollar prototipos del mismo (ASCRI, 2013).
 - b. Startup: Constituye habitualmente la fase del desarrollo del producto y el comienzo de su comercialización. Es bastante usual, así mismo, desarrollar campañas de marketing. Generalmente, la empresa comienza a generar sus primeros ingresos, aunque el flujo de caja permanece negativo. Por ello, se suele requerir de financiación adicional (Heukamp *et al.*, 2006), y es aquí cuando la financiación de capital a través de *business angels* o *venture capital* empiezan a entrar en juego (Private Company, 2011).
- 2) **Middle stage (expansión).** La empresa comienza normalmente a generar beneficios, aunque no suceder así en todos los casos. La financiación de esta fase va destinada a incrementar la capacidad productiva, desarrollar nuevos productos o acceder a nuevos mercados, entre otros (ASCRI, 2013). Aunque también nos encontramos con fondos de *venture capital* invertidos durante esta etapa, las fuentes más propias para el crecimiento o expansión de estas empresas son el capital expansión (*private equity*) o la modalidad del préstamo participativo.
- 3) **Later stage (consolidación).** En esta última fase, es en la que suele acontecer la desinversión en capital riesgo por parte de los inversores a través de alguno de los diferentes mecanismos existentes, de la cual esperan obtener una plusvalía con respecto a la inversión que llevaron a cabo. Esta etapa se caracteriza, además por la disminución o estancamiento del crecimiento de la empresa. También puede tener

lugar la sustitución del producto desarrollado anteriormente. No obstante, la generación de beneficios es más probable que en etapas anteriores (Metrick y Yasuda, 2011).

3.2.- Principales fuentes de financiación específicas del proceso emprendedor.

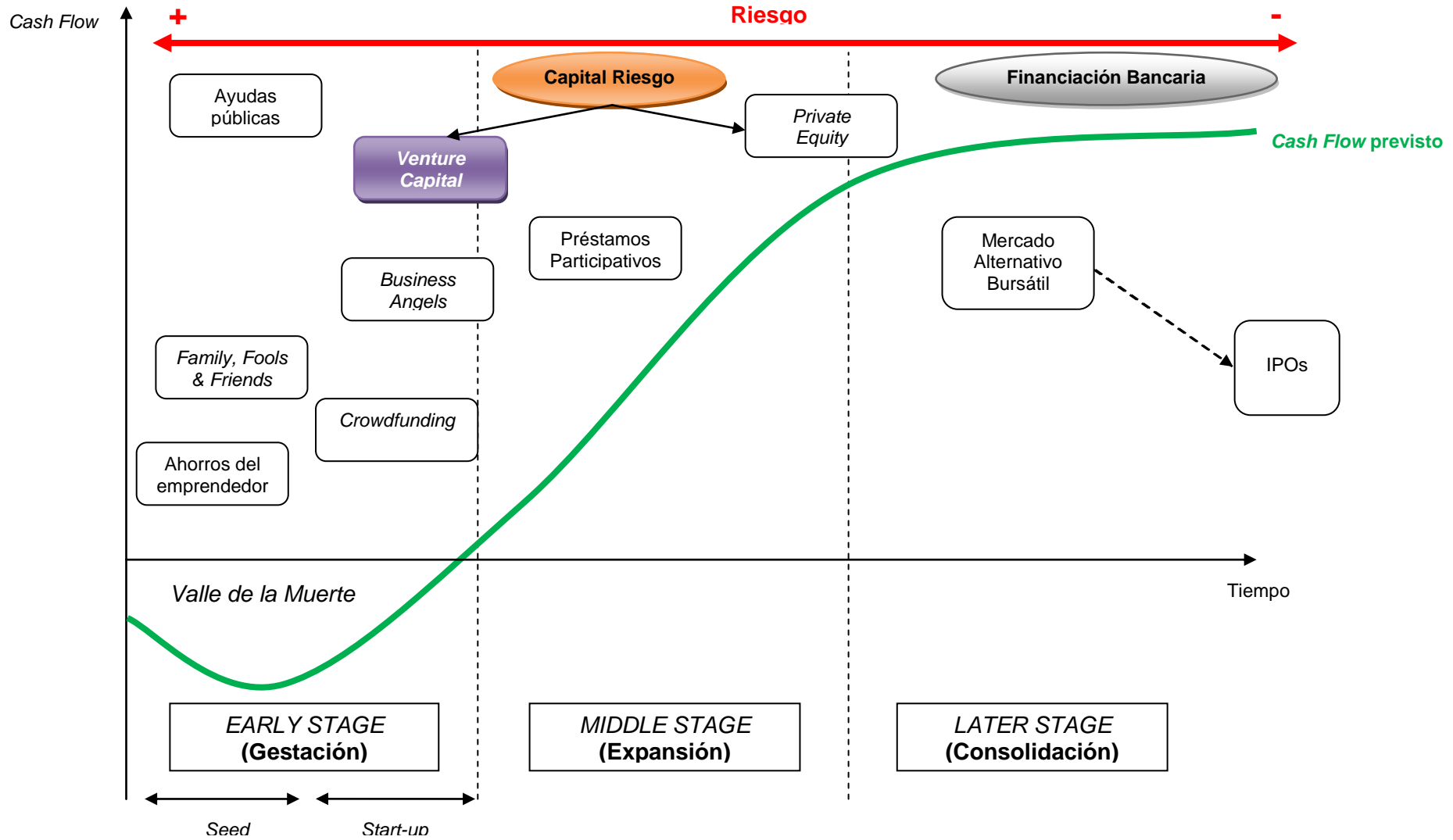
Como ya hemos mencionado anteriormente, aunque las empresas de nueva creación también pueden recurrir a financiación bancaria, sus características esenciales hacen que, en muchas ocasiones, se vean obligadas a recurrir a otras fuentes que se ajusten más a su naturaleza, fundamentalmente de capital (*equity*).

A pesar de que la oferta de financiación dirigida al segmento emprendedor es bastante limitada, especialmente en España, con respecto a países como Estados Unidos, son muy diversas las fuentes a las que pueden recurrir los emprendedores para financiar sus nuevos proyectos, empezando desde los ahorros del propio emprendedor hasta acabar en el *venture capital*, pasando por otras alternativas como los *business angels* o el *crowdfunding*.

A la hora de estudiar las fuentes de financiación, éstas se suelen clasificar en base a tres criterios: procedencia (externa o interna), propiedad (propia o ajena) y vencimiento (largo plazo o corto plazo). No obstante, dada la naturaleza del presente trabajo, clasificaremos éstas en función de la fase del proceso emprendedor en que se utilizan.

Así, en la Figura 1 se muestran las principales fuentes de financiación específicas del proceso emprendedor agrupadas en las diferentes fases del mismo. Algunas de ellas, pueden ser utilizadas en más de una fase de dicho proceso, tal y como hemos comentado con anterioridad. En dicha figura, el volumen de caja esperado o *cash flow*, aparece como la variable independiente, y viene a mostrar la tendencia general que muestran las empresas a lo largo del proceso emprendedor, aunque obviamente, puede variar en función del sector del que se trate o de otros factores de diferente índole. En general, durante las etapas iniciales (*early stages*), éste suele presentar cifras negativas, dando así lugar a la formación del conocido “valle de la muerte”. Posteriormente, durante las fases de crecimiento y consolidación, la tendencia general es que vaya aumentando, a la vez que, el nivel de riesgo se va viendo disminuido.

Figura 1.- El proceso emprendedor y sus fuentes de financiación.



Fuente: Elaboración propia

Las fuentes ilustradas en la Figura 1, además de poder ser utilizadas en diferentes fases del proceso emprendedor, presentan una serie de características muy particulares, que hacen que exista una gran diversidad entre las mismas.

Explicar todas ellas en detalle requeriría la elaboración de varios estudios de la naturaleza del presente trabajo, por lo que utilizaremos un cuadro comparativo que recoja los fundamentos básicos de cada una de ellas, para obtener una idea general de las mismas y así poder centrarnos en un estudio detallado del *venture capital*, el objetivo principal de este trabajo.

Así en el Cuadro 2, se recogen las características más relevantes de varias de las fuentes anteriores, así como un margen orientativo que muestra el volumen de financiación medio movilizado por operación de cada una de ellas.

Para la elaboración del mismo, nos basamos en información de diversas fuentes bibliográficas. Utilizamos el último informe disponible del País Vasco del *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM País Vasco, 2013) para comentar algunos aspectos de los ahorros del emprendedor y de las 3 Fs (*Family, Fools and Friends*). De cara a la información acerca del *crowdfunding*, además de la observación de las diferentes plataformas existentes, nos apoyamos en la tesis doctoral de Gorshkov (2011) y en un artículo muy difundido sobre el tema (Belleflamme et al, 2011). La información de los préstamos participativos proviene de la legislación aplicable en España (RDL 7/1996, de 8 de junio) y de un artículo en una revista especializada (Rus, 2010). El libro de Urbano y Toledano (2008) proporciona información de gran utilidad de varias de las fuentes de financiación analizadas. Finalmente, utilizamos los últimos informes anuales disponibles de algunas de las asociaciones más importantes de capital riesgo), para ilustrar las características más significativas del *venture capital* y del *private equity*: la *National Venture Capital Association* (NVCA, 2013), la *European Venture Capital Association* (EVCA, 2013) y la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI, 2013).

Cuadro 2.- Principales fuentes de financiación específicas del proceso emprendedor.

Fuente de Financiación	Fases	Características	Volumen de financiación
Ahorros del emprendedor	<i>Early Stage</i>	<ul style="list-style-type: none"> · Aportaciones propias. · Financiación propia de la fase semilla (<i>seed stage</i>). · De gran utilidad de cara a solicitar financiación a inversores privados. 	<= 20.000 €
Family, Fools & Friends		<ul style="list-style-type: none"> · Aportaciones del entorno más cercano al emprendedor: familia, amigos, conocidos,... · Carácter informal: falta de profesionalización. · Gran importancia de la cercanía y la confianza. 	<= 20.000 €
Crowdfunding		<ul style="list-style-type: none"> · Financiación en masa vía Internet. · Posibilidad de actuar como estrategia de marketing. · Diferentes modalidades de recompensa para los que deciden invertir en el proyecto. 	<= 15.000 €
Business Angels		<ul style="list-style-type: none"> · Inversores privados que aportan su propio dinero. · Alto nivel de implicación en el proyecto y aportación de capital inteligente: experiencia, conocimiento y contactos. · Gran importancia actual de las redes de <i>business angels</i> (BAN). 	25.000 – 250.000 €
Venture Capital	<i>Early Stage</i> <i>Middle Stage</i>	<ul style="list-style-type: none"> · Aportación de capital a cambio de una participación en el accionariado de la empresa. · Generación de valor añadido mediante la participación del inversor de <i>venture capital</i> en la toma de decisiones estratégicas y la aportación de experiencia y contactos. · Utilizado normalmente en empresas de base tecnológica, y con un alto potencial de crecimiento. 	500.000 – 10.000.000 €
Préstamos Participativos	<i>Middle Stage</i> <i>Later Stage</i>	<ul style="list-style-type: none"> · Consideración de deuda intermedia. · Pago de intereses en función de los resultados de la empresa. 	50.000 – 250.000 €
Private Equity		<ul style="list-style-type: none"> · Características similares a las del <i>venture capital</i> (participación accionarial, vocación temporal,...). 	>= 10.000.000 €
Mercado Alternativo Bursátil	<i>Later Stage</i>	<ul style="list-style-type: none"> · Mecanismo de desinversión de los inversores de capital riesgo. · Adaptable a las necesidades específicas de cada empresa. 	Variable

Fuente: Elaboración propia.

4.- Concepto y fundamentos básicos del *venture capital*.

4.1.- Concepto y características esenciales.

De entre todas las fuentes de financiación que hemos analizado anteriormente, encontramos de gran interés desarrollar un estudio completo sobre el *venture capital*, una de las principales modalidades del capital riesgo existentes, pues sus características se ajustan en gran medida a las necesidades de un segmento importante de las empresas de nueva creación, especialmente a aquéllas con un fuerte contenido tecnológico y un gran potencial innovador.

El capital riesgo se puede definir, de forma generalizada, como una fuente de financiación dirigida fundamentalmente a pymes mediante la aportación temporal de capital a cambio de una participación accionarial en las empresas participadas. Esta modalidad de financiación se presenta hoy en día como una alternativa de gran utilidad para empresas de reciente creación con dificultades para acceder a la financiación a través del crédito bancario.

En su traducción del inglés, la terminología en lengua española se refiere en muchas ocasiones al capital riesgo de forma general, sin distinguir en qué fases del ciclo de vida de la empresa participada se invierte. No sucede así en la literatura anglosajona, en la que se hace clara distinción entre los conceptos de *venture capital* y *private equity*³.

El *venture capital* constituye el conjunto de inversiones de capital riesgo asociadas a las etapas iniciales de las empresas de nueva creación (*early stages*) (Alemany, 2004). En este sentido, se puede distinguir entre el capital semilla (*seed capital*), destinado a la financiación previa a la producción y a la puesta en marcha de la empresa; y el capital para la puesta en marcha (*start up*), utilizado para financiar el arranque de la compañía y la primera comercialización del producto, entre otros. Así mismo, el *venture capital* puede ser utilizado para financiar la expansión inicial de estas empresas y facilitar su acceso a nuevos productos o mercado, aunque no es la opción más habitual.

El término de *private equity* (conocido en español como capital expansión), por el contrario, es empleado normalmente para referirse a operaciones acontecidas en empresas en fases más avanzadas y en los que tanto el riesgo como el potencial de crecimiento es menor.

³ Aunque generalmente el *venture capital* y el *private equity* son concebidos como conceptos diferentes, hay fuentes que consideran que el *venture capital* no es más que un segmento del *private equity* asignado específicamente en las etapas iniciales de la empresa. Así lo concibe la *European Venture Capital and Private Equity Association* (EVCA, 2007).

Así mismo, es bastante habitual encontrar operaciones de adquisición, en sus diferentes modalidades, de empresas con apalancamiento (*Leveraged buyout* o LBO)⁴.

Otra gran diferencia entre ambos términos reside en la tipología de empresas en las que se invierten, ya que mientras que las empresas participadas por *venture capital* suelen ser fundamentalmente de contenido tecnológico, las participadas por *private equity* pueden pertenecer a cualquier sector de actividad, normalmente de carácter más tradicional (Alemany, 2004).

Finalmente, también se observan grandes diferencias con respecto al tamaño de la inversión. Se puede intuir que los fondos de *private equity* son mucho mayores que los de *venture capital* al ser los primeros propios de empresas más consolidadas, que necesitan fuertes sumas de capital para afrontar retos estratégicos ambiciosos (diversificación de la cartera de productos, planes de internacionalización, etc.)

No obstante, la figura del capital riesgo presenta otras muchas peculiaridades. Se trata, en primer lugar, de una inversión con vocación temporal (Alemany, 2004), es decir, que el objetivo del inversor no es el de mantener la participación accionarial de forma permanente, sino el de obtener al cabo de varios años una importante plusvalía como consecuencia de la desinversión.

Otra de las características esenciales de esta actividad financiera es que, durante el periodo en el que el inversor mantiene su participación, éste contribuye a la generación de valor añadido (Isaksson, 2006; NVCA, 2013) mediante la participación en la toma de decisiones estratégicas de la compañía participada, aportando conocimiento y experiencia al equipo promotor. En este sentido, comparte ciertas similitudes con la figura del *business angel*.

Por último, no podemos olvidar hacer referencia a que las empresas en las que invierten las entidades de capital riesgo tienen como característica diferencial el hecho de que no coticen en Bolsa. Así lo establece, como requisito esencial, la legislación en España (art. 2, Ley 25/2005, de 24 de noviembre). Por otro lado, la salida a Bolsa de las empresas participadas, constituye uno de los mecanismos de desinversión más habituales de las inversiones en capital riesgo, sobre todo en Estados Unidos (Nueno, 2009).

A modo de resumen, se puede afirmar, por tanto, que el *venture capital* constituye una fuente de financiación a través de la aportación de capital, con vocación temporal, a cambio de la obtención de una participación accionarial en las empresas participadas, las cuales son

⁴ La adquisición de la empresa puede ser llevada a cabo parte del equipo directivo de la misma (*Management Buy-Out* o MBO), por un equipo directivo externo (*Management Buy-In* o MBI) o por una combinación de los mismos (*Management Buy In Management Buy-Out* o BIMBO), apoyados en cualquier caso por alguna entidad de capital riesgo (ASCRI, 2013).

normalmente de contenido tecnológico y suelen contar un alto potencial de crecimiento, asociado a su vez a un elevado nivel de riesgo. Se trata, además, de una fuente propia de las etapas iniciales (*early stages*) de estas empresas y tiene como objetivo facilitar el nacimiento y despegue de las mismas.

4.2.- Principales ventajas e inconvenientes.

En su informe sobre el impacto económico y social del capital riesgo, la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI, 2012) describe una serie de efectos positivos asociados que éste presenta en base a diversos estudios académicos e institucionales muy variados de diferentes países.

En primer lugar, señala que el capital riesgo supone una forma de crecimiento para las empresas en mayor medida que las no financiadas por esta fuente. Para ello, se tienen en cuenta variables tales como la facturación, las ventas o el EBITDA. Destaca también cómo la introducción de nuevos productos es clave en este sentido.

La mayor creación de empleo es otro de los efectos positivos atribuibles al capital riesgo, siendo la tasa de crecimiento de ésta sensiblemente superior a la de otras empresas de similares características no financiadas por capital riesgo. También se afirma que está relacionado positivamente con la innovación (medida en términos de número de patentes), el hecho de que una empresa esté o no financiada por capital riesgo.

La inversión en capital riesgo contribuye, por otro lado, a incrementar la esperanza de vida de las empresas en las que ha sido invertido, reduciendo así la tasa de fracaso empresarial. Otros motivos esgrimidos (ACRI, 2012) son la capacidad del capital riesgo para fomentar la internacionalización y la inversión responsable en el ámbito ESG (aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo).

No obstante, con respecto a los efectos positivos asociados a la utilización del capital riesgo, surge el debate de si son mayoritariamente debidos a que los inversores de capital riesgo seleccionan las mejores compañías (fenómeno conocido como *screening effect*) o si por el contrario, éstas aumentan su productividad gracias a la entrada del capital riesgo. Los resultados del estudio empírico de Croce *et al.* (2013) demuestran, sin embargo, que antes de la entrada del inversor de capital riesgo en estas empresas, la productividad de éstas era muy similar al de otras empresas de similares características, y que la entrada del capital riesgo en las primeras, ayudó a experimentar un mayor crecimiento y un aumento de la productividad.

En cuanto a los inconvenientes, el informe de *Private Company* (2011) señala como principales desventajas el hecho de que los inversores puedan influir en las decisiones

estratégicas de la empresa o de que puedan tener el interés de tomar el control de la misma. En definitiva, puede constituir una pérdida de autonomía en la toma de decisiones.

Entre otros aspectos que pueden ser considerados inconvenientes, podemos señalar la evaluación tan exhaustiva de la empresa llevada a cabo por los inversores de *venture capital* (Metrick y Yasuda, 2011) y los requisitos financieros que han de cumplir las compañías a la hora de solicitarlo, inaccesibles en muchas ocasiones para empresas de reducido tamaño (Vermeulen, 2004).

A modo de resumen, se recogen en el Cuadro 3 las principales características, ventajas (en forma de efectos positivos asociados) e inconvenientes del *venture capital* como fuente de financiación.

Cuadro 3.- Principales características, efectos positivos e inconvenientes del *venture capital*.

Características	
<ul style="list-style-type: none"> ✚ Fuente de financiación consistente en la aportación de capital permanente a cambio de una participación accionarial. ✚ Participación en empresas privadas (que no cotizan en Bolsa). ✚ Cierta nivel de implicación del inversor en la compañía. ✚ Vocación temporal, con esperanza de obtener un beneficio futuro. ✚ Inversión en empresas con alto potencial de crecimiento y con un elevado nivel de riesgo. ✚ Alta rentabilidad exigida como contraprestación al elevado riesgo asumido. ✚ Importante volumen de financiación concedida con respecto a otras fuentes en etapas iniciales. 	
Efectos positivos	Inconvenientes
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Crecimiento de las empresas. ✓ Creación de empleo. ✓ Fomento de la inversión. ✓ Mejora de la innovación. ✓ Impulso a la internacionalización. ✓ Reducción de la tasa de fracaso. ✓ Mejora de la productividad. ✓ Inversión responsable. 	<ul style="list-style-type: none"> - Influencia del inversor en la línea estratégica de la empresa. - Menor conocimiento del sector que el <i>business angel</i>. - Inaccesible para muchas empresas - Evaluación exhaustiva de la empresa en la fase pre-inversión (procesos <i>due-dilligence</i>).

Fuente: Elaboración propia.

4.3.- Operativa del *venture capital*: proceso inversor.

La actividad de los inversores de *venture capital* no se limita a llevar a cabo la inversión en las compañías que atraen su interés. Metrick y Yasuda (2011) señalan la existencia de tres grupos principales de actividades de *venture capital* secuenciados a lo largo de tres fases: fase 1, inversión; fase 2, seguimiento; y fase 3, salida.

· **Fase 1: Inversión.** Esta primera fase finaliza con la firma contractual entre ambas partes. Antes de ello, no obstante, el inversor habrá tenido que evaluar diferentes alternativas y seleccionar, de entre todas ellas, la más adecuada. Posteriormente, mediante un proceso de evaluación e investigación (*due dilligence*) el inversor de *venture capital* decide si proceder a la firma de un acuerdo bilateral (pacto de socios). El *due dilligence* se puede definir como el

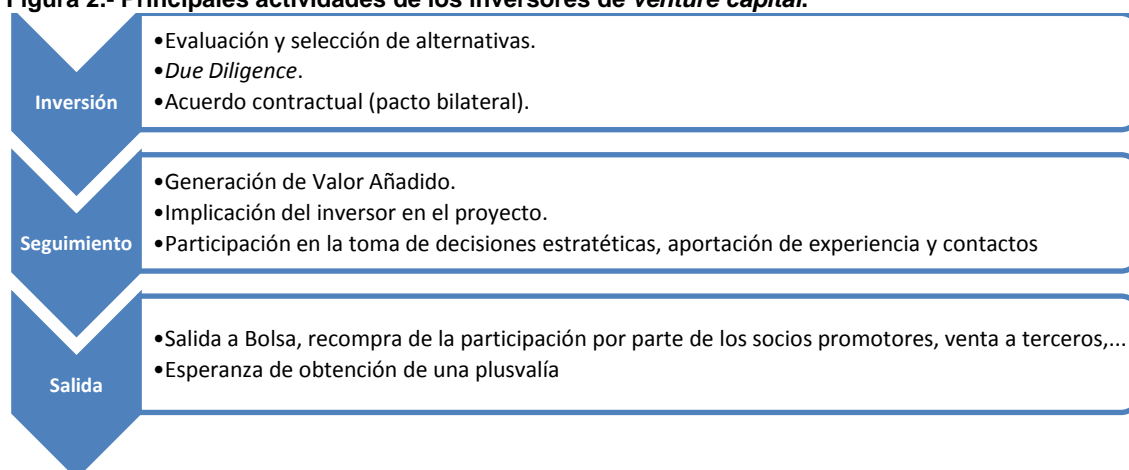
análisis y la evaluación detallada de las características a todos los niveles de la compañía (financiero, laboral, legal,...) en la que invertir, para poder valorar y fijar de forma objetiva el precio final de la operación.

• **Fase 2: Seguimiento.** Constituye una importante fuente de Valor Añadido (VA). Para ello, el inversor de *venture capital* se involucra en el proyecto que ha invertido, en menor medida que un *business angel*, pero generando un VA en cualquier caso (Urbano y Toledano, 2008). A modo ejemplificativo, Isaksson (2006) señala que realizan actividades como la participación en el Consejo de Administración de la sociedad o el apoyo mediante contactos y redes. A través de estas actividades, el inversor proporciona una serie de recursos y competencias que incrementan el VA de la compañía, un elemento clave del *venture capital*, ya que los inversores persiguen revalorizar las compañías en las que invierten en el menor plazo de tiempo posible.

• **Fase 3: Salida.** Mediante la misma, el inversor de *venture capital* espera obtener un retorno positivo de la inversión, esto es, una plusvalía o beneficio con respecto a la inversión inicialmente efectuada en la empresa participada. Para llevar a cabo la desinversión existen diferentes mecanismos, entre los que destacan la salida a Bolsa, sobre todo en Estados Unidos, país donde se encuentra muy desarrollada (Nueno, 2009); la venta a terceros, mecanismo muy utilizado en España (ASCRI, 2013); la recompra de la participación por parte de los socios promotores; y la venta a otras entidades de capital riesgo.

En la Figura 2 se muestran de forma resumida y clasificadas por fases, las principales actividades llevadas a cabo por los inversores de *venture capital*

Figura 2.- Principales actividades de los inversores de *venture capital*.



Fuente: Elaboración propia.

4.4.- Intermediarios financieros.

Una de las grandes diferencias que nos encontramos entre el *venture capital* y el *business angel*, reside en que, mientras en el primero, la inversión es llevada a cabo por una sociedad, ya sea de carácter público o privado; en el segundo, la realiza un inversor privado. Esto hace que normalmente el volumen de fondos movilizados por los operadores de *venture capital* sea superior al movilizado por los inversores privados o *business angels*.

Actualmente, nos encontramos con tres intermediarios financieros de capital riesgo en España: primero, las sociedades de capital riesgo; segundo, los fondos de capital riesgo; y tercero, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo. Todas ellas también son aplicables a la figura del *venture capital*, aunque también se ocupan de fondos de *private equity*. En cualquier caso, están reguladas por Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras (BOE, 2005).

- a) **Sociedades de Capital Riesgo (SCR).** La Ley las concibe 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*”. La cifra de capital mínimo es de 1.200.000 euros y se ha de mantener un coeficiente obligatorio de inversión mínimo del 60 %, es decir, han de tener invertido al menos el 60 % de la cifra de activo total en participaciones en otras empresas.
- b) **Fondos de Capital Riesgo (FCR).** Pertenecientes a un colectivo de inversores, los FCR constituyen meros patrimonios y carecen de personalidad jurídica, por lo que han de ser gestionado por alguna entidad gestora. Se precisa un patrimonio inicial de al menos 1.650.000 euros.
- c) **Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR).** Como su propio nombre indica, se encargan de la administración y gestión de las ECR y de los FCR, aunque pueden dedicarse al asesoramiento de las empresas con las que mantienen alguna vinculación. Requieren un capital social mínimo para su constitución de 300.000 euros.

5.- Evolución histórica del *venture capital*.

A continuación describiremos de forma concisa, la trayectoria histórica del *venture capital* como actividad financiera, desde el momento en el que surgió hasta su desarrollo en los últimos años, observando la evolución que ha experimentado durante todo este tiempo. Para ello, nos basaremos fundamentalmente en los acontecimientos históricos más relevantes sucedidos en Estados Unidos, país pionero y con mayor grado desarrollo actual en este sector.

El origen del concepto de *venture capital* se remonta a 1946 en Estados Unidos como consecuencia de los problemas de acceso a financiación de los emprendedores, fundamentalmente de naturaleza bancaria. Las condiciones de los préstamos, por aquel entonces, eran tan exigentes que a los emprendedores se les hacía imposible hacer frente al pago del principal y de los intereses en los inicios de su actividad económica (Metrick y Yasuda, 2011).

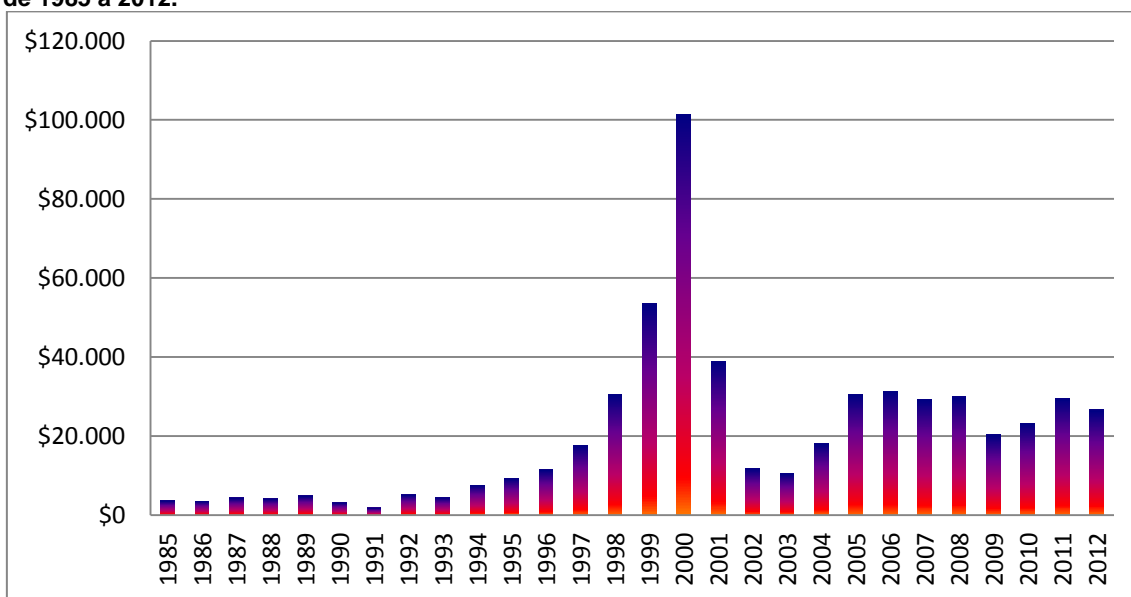
Fue así como George Diriot fundó la primera entidad de capital riesgo; la *American Research and Development Corporation* (ARDC). Sin embargo, no sería hasta 1958 cuando el *venture capital* comenzase a tener una gran difusión. Esto fue posible gracias a la creación de las *Small Business Investment Companies*, de características muy similares a las entidades de capital riesgo existentes en la actualidad (Private Company, 2011).

A pesar del aumento del volumen de actividad inversora de *venture capital*, éste permanecía a un nivel relativamente bajo, algo que cambiaría en 1979 con la relajación de las reglas de inversión en Estados Unidos sobre los fondos de pensiones (Alemany, 2004). A partir de ese momento, la inversión experimentaría, en términos generales, un incremento constante y progresivo durante los siguientes años. Es precisamente a mediados de la década de los ochenta cuando la figura del capital riesgo llega a Europa y a España y cuando se constituye la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI, 2013).

Sin embargo, el mayor auge en la historia del *venture capital* tiene lugar entre finales de la década de los noventa y principios del siglo XXI. Éste se produjo como consecuencia del *boom* experimentado por las compañías “puntocom” (Metrick y Yasuda, 2011). Durante los años siguientes el nivel de inversión se vería drásticamente disminuido a razón del estallido de la burbuja de las “puntocom”, que traería consigo el cierre de numerosas empresas tecnológicas.

La última etapa experimentada por el *venture capital* coincide con el ciclo económico recesivo de los últimos años. Al igual que otras muchas fuentes de financiación, la inversión en *venture capital* se ha visto disminuida recientemente de forma considerable, tal y como podemos observar en el Gráfico 2.

Gráfico 2.- Evolución de la inversión en *venture capital* (en millones de dólares) en Estados Unidos de 1985 a 2012.

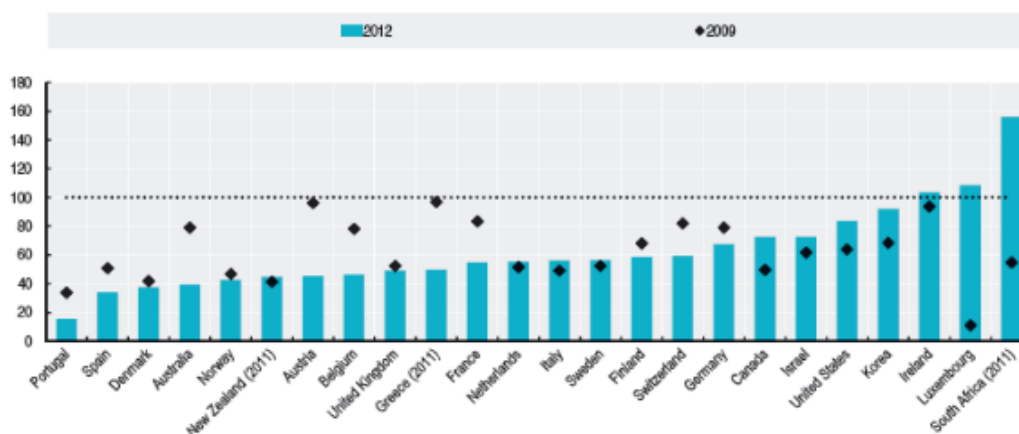


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la NVCA (2013).

6.- Situación actual del *venture capital* en el contexto internacional.

Como consecuencia de la crisis económica acontecida en los últimos años, la inversión en *venture capital* ha experimentado un drástico descenso, dificultado así en gran medida la actividad emprendedora y la creación de empresas al haber disminuido, a su vez, el acceso al crédito por parte de estas compañías. En el Gráfico 3 se observa cómo en la gran mayoría de países de la OCDE analizados ha disminuido la inversión total con respecto a 2007 (representada en la línea discontinua con el índice de 100). Los efectos de la crisis en este sentido se han intensificado, de forma general, en los últimos años, ya que en muchos países, como es el caso de España, en el año 2012 la inversión en *venture capital* fue menor incluso que en el año 2009.

Gráfico 3.- Tendencias de la inversión en *venture capital* durante la crisis económica.



Fuente: OCDE (2013).

La figura del *venture capital*, a pesar de haber visto disminuida su inversión, ha ido cobrando cada vez más importancia en el desarrollo económico de muchos países. Así, en épocas como la actual, en la que el acceso al crédito bancario es relativamente complicado, el *venture capital* desarrolla un papel fundamental, al emerger en muchos casos como la única alternativa de financiación posible para proyectos en fases iniciales de desarrollo (ASCRI, 2012).

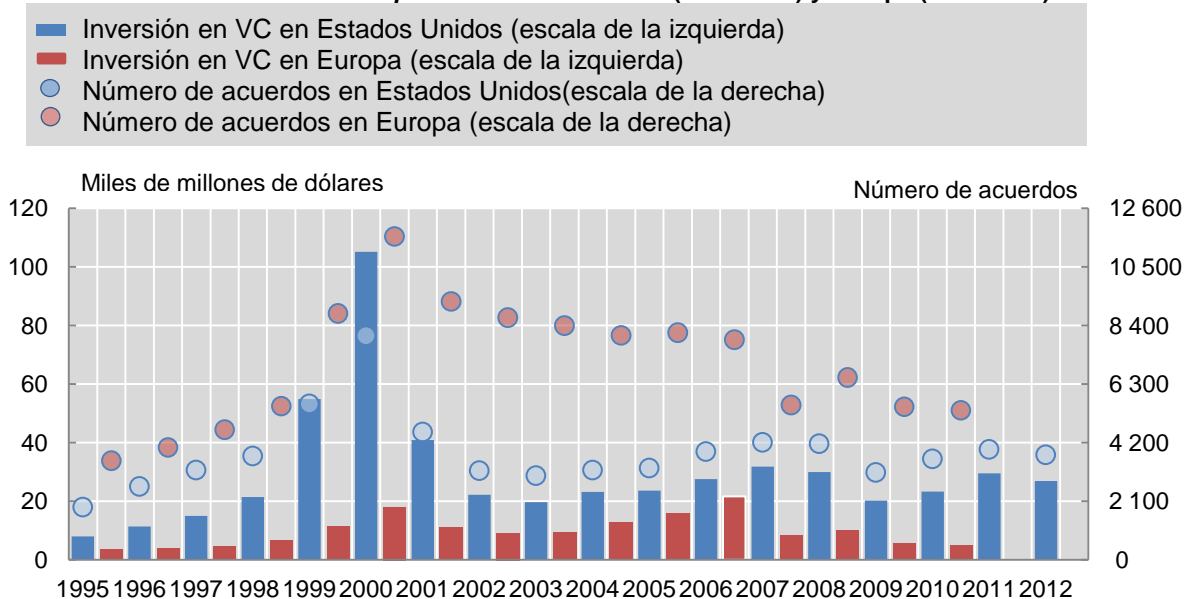
Desde un punto de vista internacional, sin embargo, es de destacar el papel que juega Estados Unidos en este sector, donde de acuerdo con Metrick y Yasuda (2011) en base a diferentes estudios, el país norteamericano conformaba en 2008 cerca de la mitad de la actividad mundial de *venture capital*. Por ello, además de analizar la situación del *venture capital* en los países de nuestro entorno (Europa y España), estudiaremos la relevancia de esta fuente financiera en Estados Unidos como país de referencia.

Para llevar a cabo el análisis de estas tres áreas geográficas, nos apoyaremos en los últimos informes anuales disponibles de las asociaciones por excelencia en este sector: la *National Venture Capital Association* (NVCA) en Estados Unidos, la *European Venture Capital and Private Equity Association* (EVCA) en Europa y la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) en España.

6.1.- Situación en Estados Unidos.

Como ya hemos indicado con anterioridad, Estados Unidos es el país referencia en el sector del *venture capital*. Tal es el grado de desarrollo de este sector en la economía estadounidense, que el volumen de inversión total ha sido superior al conjunto europeo desde el año 1995 hasta la actualidad en todo momento, e incluso con algunos años de diferencia abismal, tal y como se puede observar en el Gráfico 5. Llama la atención, no obstante, cómo el número de acuerdos en Europa es superior a Estados Unidos, en contraste con el volumen total. Se puede intuir, por tanto, que el tamaño medio por operación es muy superior en el país norteamericano.

Gráfico 4.- Inversión en *venture capital* en Estados Unidos (1995-2012) y Europa (1995-2010).

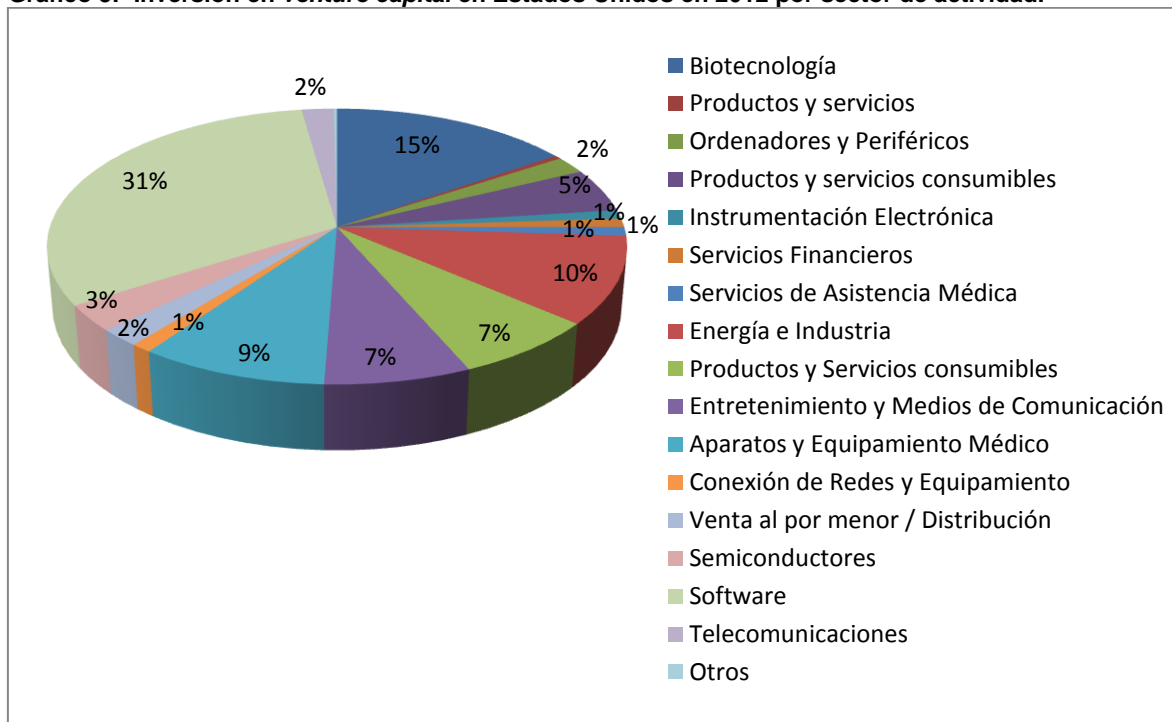


Fuente: OCDE (2014).

Desde una perspectiva actual, sin embargo, la inversión total en Estados Unidos en el año 2012 disminuyó con respecto al año anterior, si bien desde 2009 se muestra una tendencia ligeramente creciente en la inversión, tanto en el volumen total de financiación movilizada como en el número de operaciones acordadas (véase Gráfico 4). Aunque la tendencia no es mala, las cifras de inversión anual se encuentran lejos de las de finales de la última década de los noventa y principios de los dos mil, periodo coincidente con el gran desarrollo de las empresas tecnológicas.

Por otro lado, en cuanto a sector de actividad se refiere, en 2012 el *software* se presenta como líder indiscutible, acaparando el 31 % de la inversión total. Pero el dominio del sector de la informática no se queda ahí, ya que otras áreas como los ordenadores y periféricos (2 %) o la conexión de redes (1 %) también tuvieron cierta relevancia. También es de destacar la importancia del sector biotecnológico, abarcando en torno al 15 % de la actividad inversora, seguido muy de cerca por el sector de energía e industria (10 %). Toda esta información, se ilustra con mayor detalle en el Gráfico 5.

Gráfico 5.- Inversión en *venture capital* en Estados Unidos en 2012 por sector de actividad.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la NVCA (2013).

Otro aspecto interesante a considerar es la permanencia media de las inversiones de *venture capital* en las empresas participadas. En la Tabla 1 se muestra cómo en el caso de las empresas relacionadas con las tecnologías de la información, la inversión de *venture capital* permanece por término medio durante un periodo superior a 10 años. Concretamente, ésta se estima en 14,17 años (Reuters, 2013). No obstante, conviene indicar que estas cifras se pueden ver sensiblemente aumentadas por la lentitud en el procedimiento de salida de la compañía participada.

Tabla 1.- Permanencia media de los fondos de *venture capital* en empresas relacionadas con las tecnologías de la información en Estados Unidos.

Permanencia de los fondos de VC	% de los fondos de VC
Menos de 10 años	7,00 %
11-12 años	20,00 %
13-14 años	27,00 %
15-16 años	22,00 %
17-18 años	14,00 %
Más de 19 años	10,00 %

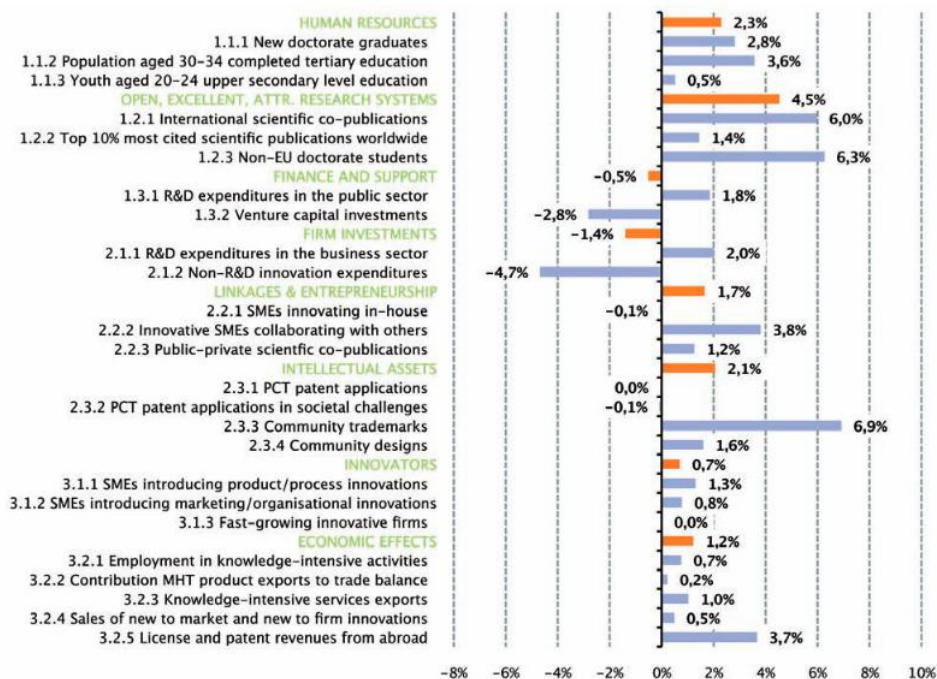
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la NVCA (2013).

6.2.- Situación en Europa.

Antes de proceder a estudiar aspectos más concretos de la figura del *venture capital* en Europa, merece la pena mencionar el modesto crecimiento experimentado por la inversión en esta fuente en función del PIB, en relación al crecimiento de otros indicadores de innovación.

Así lo refleja la Comisión Europea en su informe *Innovation Scoreboard* de 2014 (Hollanders y Es-Sadki, 2014), en el que la inversión en *venture capital* en la Unión Europea fue el segundo factor que creció anualmente en menor medida entre 2006 y 2013, superando tan solo a los gastos de innovación no relacionados con la I+D. De hecho, no solo no creció, sino que la inversión en *venture capital* se vio disminuida en un casi tres puntos porcentuales de media anual durante dicho periodo (véase Gráfico 6).

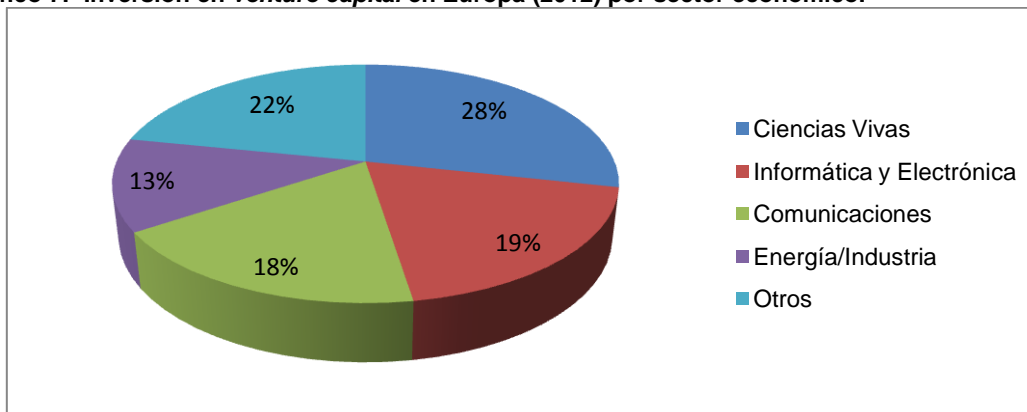
Gráfico 6.- Crecimiento interanual de diferentes indicadores de innovación en la Unión Europea (2006-2013).



Fuente: Hollanders y Es-Sadki (2014).

En términos más concretos, resulta de gran interés, por ejemplo, conocer en qué sectores invierten más frecuentemente los inversores de *venture capital*. En el Gráfico 8 se observa cómo actualmente no existe un sector claramente dominante como es el caso de la informática en Estados Unidos. Las ciencias vivas, con un 28 %, es el que más proporción de la inversión total representa. La informática y las comunicaciones también cuentan con gran importancia, pero en menor medida que en Estados Unidos.

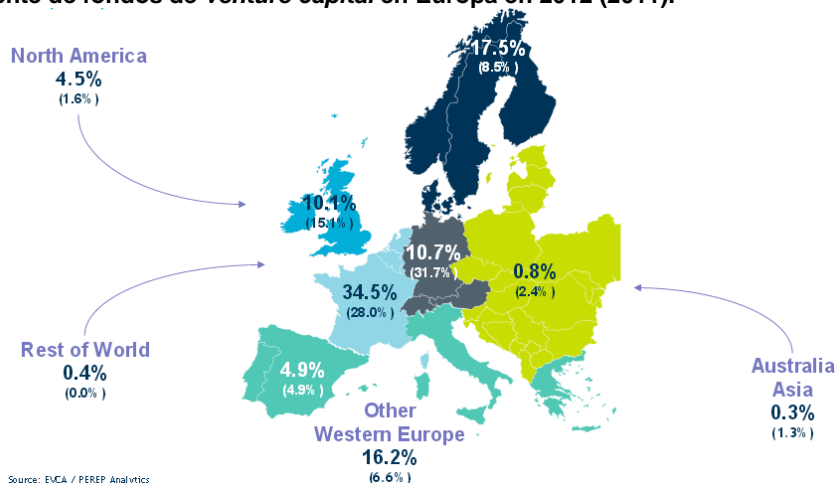
Gráfico 7.- Inversión en *venture capital* en Europa (2012) por sector económico.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la OECD (2013).

Finalmente, es relevante conocer de dónde provienen los fondos de *venture capital* presentes en Europa. En la Figura 3 se puede observar cómo la inmensa mayoría de los fondos provienen de la propia zona europea, siendo Francia y los países de Benelux (Bélgica, Países Bajos y Luxemburgo) la principal fuente con cerca del 35 % de los fondos. Los países nórdicos, por su parte, también juegan un papel importante, copando el 17,50 % del total. En menor medida ya, se encuentran Reino Unido e Irlanda con un 10,10 % y los países de habla germana con un 10,70 %, habiendo perdido estos últimos un importante peso relativo con respecto al año 2011. En cuanto a los fondos internacionales, tan solo Norteamérica supone una fuente importante (4,50 %). Destacar, además, el peso que han perdido los fondos

Figura 3.- Fuente de fondos de *venture capital* en Europa en 2012 (2011).



Fuente: EVCA (2012).

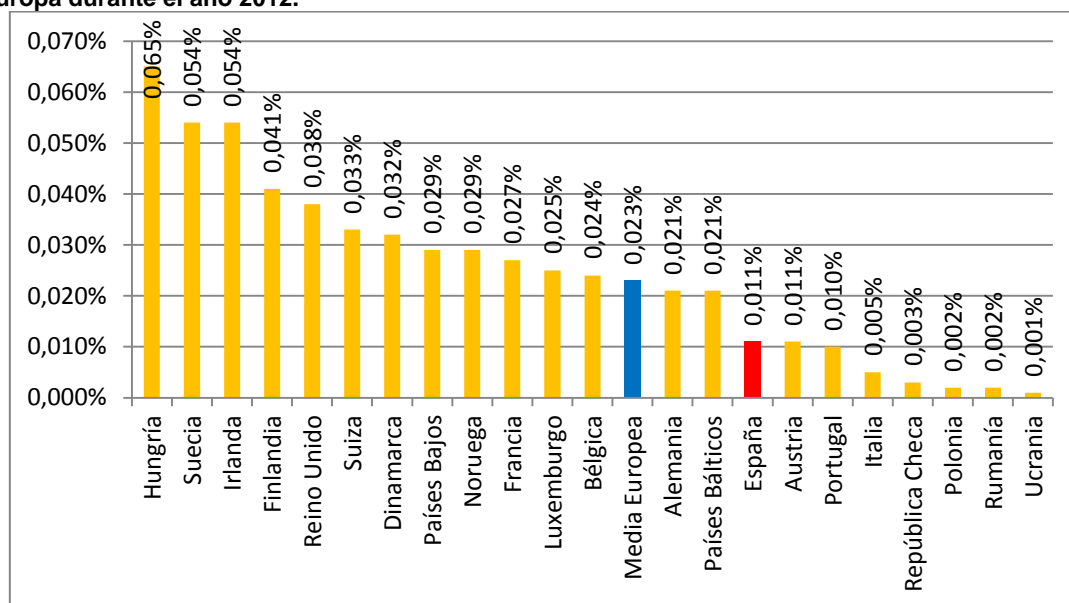
6.3.- Situación en España.

Aunque actualmente la financiación vía capital riesgo parece estar adquiriendo un papel más importante en la financiación de las empresas de reciente creación, lo cierto es que en nuestro país se trata aún de un sector muy poco desarrollado. En cierta medida, factores

como el escaso potencial innovador de España (Hollanders y Es-Sadki, 2014) o la fuerte bancarización de nuestra economía (Ayuso, 2013) podrían condicionar esta situación.

Pero la realidad, es que en España el venture capital ni siquiera está tan extendido como en la mayoría de países europeos. Así lo refleja el informe más reciente de la EVCA (2013), en el que se muestra cómo la inversión española en *venture capital* con respecto al Producto Interior Bruto (PIB) no llega a alcanzar la mitad del promedio europeo, lo que viene a decir que España no es un país muy desarrollado en este sentido (véase Gráfico 9).

Gráfico 8.- Volumen de inversión en *venture capital* en función del PIB en diferentes países de Europa durante el año 2012.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la EVCA (2012).

Dejando de lado el contexto europeo, nos basaremos principalmente en los últimos informes anuales disponibles de ASCRI (2013) y de *El Venture Capital en España* (2013) para ilustrar algunos de los datos más significativos de la figura del venture capital en España en los últimos tiempos. Como premisa inicial, a diferencia de los citados informes, no incluiremos como fondos de *venture capital*, los aportados por *Business Angels* y los préstamos participativos, ya que anteriormente los hemos considerado como fuentes de financiación complementarias, aunque en la realidad compartan ciertas características.

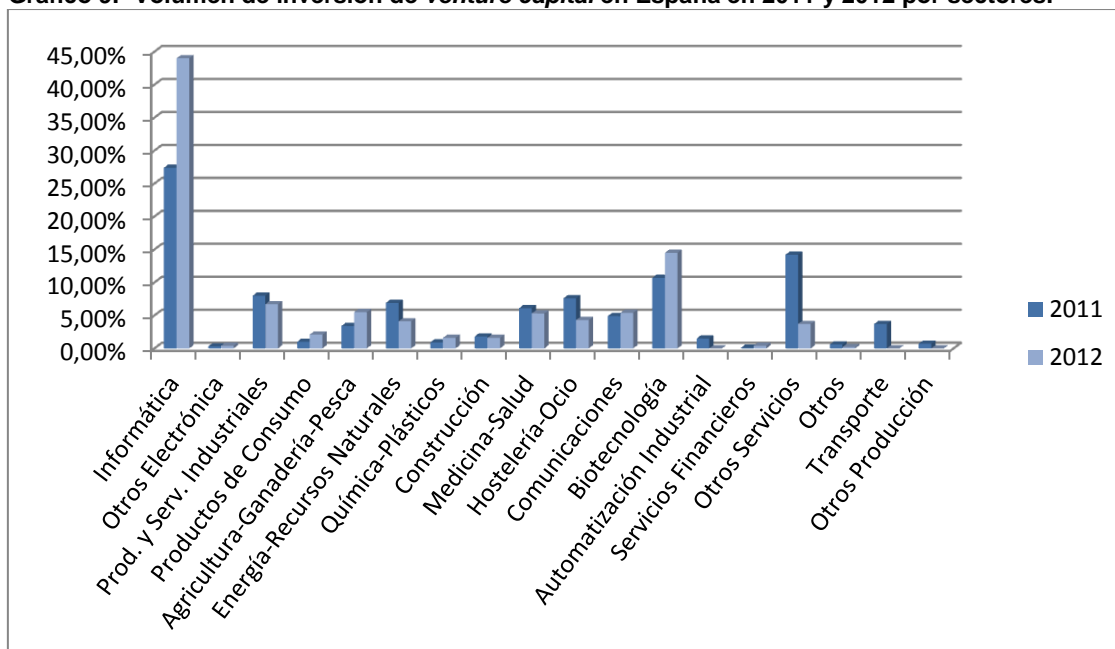
Para comenzar, conviene indicar que la actividad de *venture capital* en España en 2012 la conformaron un total de 93 entidades de capital riesgo, 78 de ellas nacionales, por solo 15 extranjeras. No obstante, tan solo hubo 58 sociedades que invirtieron durante ese año (53 nacionales y 5 internacionales).

De entre todas ellas, se puede destacar el papel de Caixa Capital y de BBooster-Sinensis Seed Capital, con un total de 44 y 21 operaciones respectivamente (*El Venture Capital en España*, 2012) de las 348 que se llevaron a cabo en 2012.

En cuanto al tamaño de inversión, destacar como algo más del 40 % se encuentra en el rango entre el millón y los cinco millones de euros, una cifra inferior a la de 2011, que llegaba a representar en torno a la mitad de la inversión total. No obstante, el importe medio por operación se sitúa en 456.000 euros.

Por otro lado, sectorialmente hablando, es de destacar la importancia del *venture capital* en el sector de la informática, al haber alcanzado una cifra histórica de setenta millones de euros invertidos en el mismo en el año 2012 (ASCRI, 2013), representando un 44 % de la inversión total de en España durante ese año, un aumento considerable con respecto al año 2011, cuya cifra se halla en el 27,40 %. Destacado por encima de los demás sectores también se encuentra el biotecnológico, aunque en menor medida que el informático (14,50 %). En los demás sectores, por su parte, no es que haya habido diferencias significativas de un año a otro; si acaso destacar la no inversión en el sector de transportes, experimentando una caída del 3,70 % con respecto al año anterior. En el Gráfico 10 se muestra la distribución sectorial de la inversión en *venture capital* en los años 2011 y 2012.

Gráfico 9.- Volumen de inversión de *venture capital* en España en 2011 y 2012 por sectores.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI (2013).

Las empresas de base tecnológica (EBTs) representan la gran mayoría de la actividad inversora de *venture capital* en España. En concreto, hasta un 86 % del volumen total invertido en 305 operaciones efectuadas en 2012 (ASCRI, 2013) ha acentuado la tendencia que existe, desde 2009, a invertir mayoritariamente en las empresas de contenido tecnológico.

Con respecto a la distribución geográfica, el informe de ASCRI (2013) nos muestra cómo Madrid y Cataluña van muy por delante del resto, copando entre ambas cerca de la mitad de la inversión total en 2012.

Finalmente, en lo que a actividad desinversora se refiere, ésta ha experimentado un aumento con respecto a 2011, no en el número de operaciones, sino en cuanto al volumen total (186,6 millones en 2012 frente a los 136,6 millones en 2011). El tiempo medio de permanencia, se queda así en torno a los cinco años y medio. El mecanismo principal de desinversión fue, por su parte, la venta a terceros.

7.- Estudio empírico: obtención de datos y metodología.

Una vez estudiados los aspectos teóricos básicos del *venture capital* como instrumento de financiación, vamos a proceder a la realización de un estudio empírico, a nivel nacional, para complementar los resultados del análisis teórico realizado en epígrafes anteriores. Para ello, nos apoyaremos en la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) de la entidad belga *Bureau van Dijk*.

El objetivo fundamental consistirá en conocer la información financiera más relevante de las empresas españolas participadas actualmente por *venture capital* que hayan sido creadas en los últimos diez años y comparar los resultados obtenidos con otra muestra aleatoria de empresas de similares características, pero no participadas, para comprobar si la utilización del capital riesgo está relacionado positivamente con aspectos vinculados al perfil económico-financiero de estas empresas.

En todo análisis económico-financiero, resulta de gran interés conocer, no solo los datos del último año disponible, sino también poder compararlos con los datos de años anteriores para verificar la existencia de tendencias evolutivas. Por ello, analizaremos, para cada ratio o área a estudiar, los resultados obtenidos en los cinco últimos periodos disponibles, es decir, de 2008 a 2012.

Dicho análisis lo estructuraremos en tres bloques bien diferenciados: solvencia, liquidez y rentabilidad, las cuales constituyen las áreas básicas del análisis económico-financiero de una empresa. Así mismo, estudiaremos otros aspectos de gran interés como la distribución de masas patrimoniales y el valor y la naturaleza del fondo de maniobra. En el Cuadro 4 se define de forma concisa cada uno de los ratios que se utilizarán en este estudio empírico, así como la expresión matemática para su obtención:

Cuadro 4.- Definición de los ratios a utilizar en el presente estudio empírico.

Ratio	Definición	Expresión
Solvencia a largo plazo	Indica la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas en su vencimiento.	$\frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Exigible}}$
Solvencia a corto plazo	Indica la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo en su vencimiento.	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Liquidez general	Indica la capacidad de la empresa para hacer frente a deudas a corto plazo mediante bienes y derechos que se van a convertir rápidamente en tesorería.	$\frac{\text{Activo Corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Rentabilidad económica	Indica el beneficio que es capaz de generar la sociedad por cada cierta cantidad invertida.	$\frac{\text{Beneficio Económico}}{\text{Activo Total}}$
Rentabilidad financiera	Indica cuánto ganan los accionistas en función de la inversión que hayan llevado a cabo.	$\frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Recursos Propios}}$

Fuente: Elaboración propia.

Para cada una de las variables, así mismo, se utilizarán los estadísticos más significativos que recojan la información más relevante de la muestra a analizar. Nos basaremos pues en la media y la mediana como medidas de posición y en la desviación típica como medida de dispersión, además de considerar los valores mínimo y máximo de cada ejercicio. También tendremos en cuenta el número de empresas disponible en cada año de estudio, factor que puede resultar bastante significativo.

Todo este procedimiento se llevará a cabo de la misma forma para el análisis de la muestra de control para poder comparar los resultados obtenidos.

Para la obtención de la muestra principal, la del segmento de empresas financiadas por *venture capital* en España de nueva creación, llevaremos a cabo un procedimiento de búsqueda a través de la aplicación de tres criterios: uno, la localización; dos, la fecha de constitución; y tres, las vinculaciones financieras.

1. **Localización:** Utilizaremos este filtro a nivel nacional, seleccionando la casilla de España al ser ésta el área geográfica de estudio.
2. **Fecha de constitución:** El estudio contendrá a las empresas que han sido constituidas dentro de los últimos diez años, por lo que el rango temporal abarcará desde el 1 de enero de 2004 hasta el 31 de diciembre de 2013, ambos inclusive.
3. **Vinculaciones financieras:** Dentro de este criterio, seleccionaremos el grupo de *Empresas participadas por un accionista* y a su vez, seleccionaremos la opción *Características del accionista*. En la selección correspondiente a *de un tipo de dato*, seleccionaremos la opción de *Capital riesgo (Venture capital)*, que es la fuente de

financiación objeto de este trabajo. No especificaremos más datos ni en cuanto a participaciones específicas ni al tamaño ni en cuanto a la región o país de procedencia.

La aplicación de los criterios de búsqueda seleccionados se resume en el Cuadro 4:

Cuadro 5.- Criterios de búsqueda seleccionados para el desarrollo del estudio empírico (base SABI).

Criterio	Subcriterio	Selección
Localización	Región/País	España
Fecha de constitución	-	A partir y después de: 01/01/2004 Hasta e incluyendo: 31/12/2013
Vinculaciones financieras	Empresas participadas por un accionista / Características de los accionistas	Capital riesgo (Venture capital)

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, para la obtención de la muestra de control, aplicaremos los mismos criterios de *Localización* y *Fecha de constitución* de la muestra principal, introduciendo en la variable *Último número de empleados*⁵ como valor máximo y valor mínimo el valor medio de la muestra principal y utilizando el operador booleano “y no” para excluir las empresas financiadas por *venture capital* en el criterio de *Vinculaciones financieras*.

8.- Resultados obtenidos.

Aplicando los criterios establecidos en el Cuadro 4, a fecha de 22 de abril de 2014, obtenemos una muestra de 60 empresas financiadas por *venture capital*. Antes de proceder al desarrollo del análisis del perfil financiero de las mismas, se muestran en el Cuadro 5 algunos datos de interés general sobre las mismas, tales como la fecha de constitución, la comunidad autónoma de la sede principal, el último año disponible del que se disponen datos y el número de empleados en el último año disponible.

En cuanto a la muestra de control o de referencia, a fecha de 12 de mayo de 2014, el tamaño de ésta asciende a un total de 242 empresas. Todas ellas cuentan con un número de empleados en el último ejercicio disponible de 32, que es el valor promedio de dicha variable en la muestra principal.

⁵ Utilizaremos esta variable para reducir el tamaño de la muestra de control a un número de empresas con el que se pueda llevar a cabo un análisis económico-financiero. Se trata de una característica que puede ser de gran utilidad a la hora de comparar el perfil financiero de estas empresas, ya que el tamaño de las mismas es un factor importante a tener en cuenta para poder establecer comparaciones más adecuadas.

Cuadro 5.- Características principales de la muestra de empresas seleccionadas.

#	Denominación	Constitución	Comunidad Autónoma	Último año disponible	Empleados
1	AKAMON ENTERTAINMENT MILLENNIUM SL.	27/06/2011	Cataluña	2012	18
2	APPSZOOM TECHNOLOGIES SL.	06/10/2010	Cataluña	2010	3
3	AQUAMOBILE SL	17/02/2006	Madrid	2011	6
4	ARABAYONA SOLAR SL	02/07/2007	Madrid	2009	n.d.
5	ATLANTICA DE CONSULTORIA EMPRESARIAL SL	14/01/2008	Asturias	2012	2
6	AZIBANO SL	08/03/2006	Comunidad Valenciana	2010	n.d.
7	BIICODE INNOVATION SL.	16/03/2012	Madrid	2012	n.d.
8	CASIOPEA ESM2M SL.	07/07/2008	Madrid	2012	1
9	CENTRAL HOSTEL POINT SL	22/06/2004	Cataluña	2011	24
10	CHICISIMO SOCIEDAD LIMITADA	15/07/2010	País Vasco	2012	1
11	CORSARIA MALLORQUINA SL	28/09/2005	Baleares	2012	1
12	DADA COMPANY EDUTAINMENT SOCIEDAD LIMITADA.	12/04/2011	País Vasco	2012	3
13	EDIAGNOSTIC CLINICA VIRTUAL DE ESPECIALIDADES MEDICAS SL	08/10/2008	Cataluña	2010	2
14	EL ARMARIO DE LA TELE SL	15/06/2009	Madrid	2012	27
15	EQUITY POINT HOLDING EMPRESARIAL SL	18/11/2004	Cataluña	2012	20
16	FARSENS SL	04/09/2008	País Vasco	2012	6
17	FORTE HORMIGONES TECNOLOGICOS SL	14/03/2005	Comunidad Valenciana	2010	184
18	FOTOWATIO SL	31/01/2007	Madrid	2012	n.d.
19	FROM THE BENCH SL	07/02/2008	Comunidad Valenciana	2012	35
20	GENASYS HOLDING SL	29/06/2004	Madrid	2012	1
21	GESTINPROINMO ALFA SL	20/04/2005	Cataluña	2007	n.d.
22	GIGAS HOSTING SL	21/01/2011	Madrid	2012	16
23	GILLMEI INVESTMENTS SL	20/12/2005	Baleares	2012	n.d.
24	GLOBAL SCOPES SPAIN SL	06/09/2006	Madrid	2012	1
25	GRAPHENEA SA	09/04/2010	País Vasco	2012	6
26	GREENERGY RENOVABLES SL	02/07/2007	Madrid	2012	13
27	GROUPALIA COMPRA COLECTIVA SL	08/03/2010	Cataluña	2012	180
28	GRUPO GARNICA PLYWOOD SA	11/09/2006	La Rioja	2012	39
29	GRUPO TECNIPUBLICACIONES SL	09/07/2004	Madrid	2011	101
30	HEALTHCOMMUNITY SL.	08/09/2011	Madrid	2012	15
31	IERP MOTOBUYKERS SL	01/09/2010	Cataluña	2012	11
32	INICIATIVES EMPRESARIALS AERONAUTIQUES SA	23/01/2009	Cataluña	2011	n.d.

33	INVERSIONES TURISTICAS DEL ORIENTE SL	18/01/2006	Asturias	2012	n.d.
34	KIMIA SOLUTIONS S.L.	20/07/2006	Madrid	2012	36
35	LEFRIK INTERNET RETAIL SL.	02/04/2012	Madrid	2012	2
36	LEITARIEGOS CAPITAL, SICAV, SA	25/07/2007	Madrid	2012	n.d.
37	MARP RENOVABLES SL	02/07/2007	Madrid	2011	n.d.
38	MAS MOVIL TELECOM 3.0, SA	16/03/2006	Madrid	2012	39
39	MAXI MOBILITY SPAIN SL.	05/08/2011	Madrid	2011	1
40	MOAL CONSULTING SL	11/07/2006	Madrid	2010	n.d.
41	MOGICA RENOVABLES SL	02/07/2007	Madrid	2009	n.d.
42	NEKSOS SOFTWARE & TECHNOLOGY SL.	18/07/2012	Cataluña	2012	1
43	NEW BROADBAND NETWORK SOLUTIONS SL	19/12/2005	Madrid	2012	40
44	NOVA VENTUS CONSULTING SL.	19/06/2009	Cataluña	2012	21
45	NUBALIA CLOUD COMPUTING SL.	03/05/2011	Cataluña	2012	9
46	NUBELO SOLUTIONS SL.	16/11/2011	Cataluña	2012	5
47	NUEVO PEDERNOSO 1001 SL	26/06/2008	Madrid	2012	n.d.
48	OFFERUM SL	15/03/2010	Cataluña	2012	79
49	PRINCE CAPITAL PARTNERS SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE REGIMEN SIMPLIFICADO SA	18/02/2008	Asturias	2012	n.d.
50	PRIVALIA VENTA DIRECTA SA	20/01/2006	Cataluña	2012	351
51	PROTECCION ON-LINE SL.	10/09/2010	Madrid	2012	9
52	PROYECTOS ROSZAK IBERICA SL	22/06/2006	Madrid	2012	n.d.
53	QUSTODIO TECHNOLOGIES SL.	20/06/2012	Cataluña	2012	2
54	REPRESENTACIONES LEITARIEGOS CORPORATIVO SL	11/07/2006	Madrid	2010	n.d.
55	RESERVAS DE RESTAURANTES SL	11/02/2009	Cataluña	2012	30
56	SALIR Y OCIO SL	03/09/2007	Cataluña	2012	14
57	SERRANO 112 SL	08/02/2005	Madrid	2006	n.d.
58	TICKETEA SL	10/07/2009	Madrid	2012	13
59	TORSA CAPITAL SOCIEDAD GESTORA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO SA	24/04/2006	Asturias	2012	2
60	TRANSPORTES AUTONOMOS POR CARRETERA SL	13/07/2005	Madrid	2010	1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

9.- Análisis económico-financiero.

Una vez conocida la muestra principal y las características más relevantes de estas empresas, podemos proceder al análisis del perfil financiero de las mismas, que es el objeto principal de este estudio empírico. Por otro lado, compararemos los resultados obtenidos con los de la muestra de control seleccionada, para así poder sacar conclusiones al respecto.

9.1.- Análisis de la distribución de masas patrimoniales y del fondo de maniobra.

En este primer apartado, analizamos cómo ha ido evolucionando, por un lado, la distribución de las principales masas patrimoniales del Balance de Situación (activo no corriente, activo corriente, patrimonio neto, pasivo no corriente y pasivo corriente) y, por otro lado, el valor y el signo del fondo de maniobra o de rotación.

En la Tabla 2 se muestra la evolución del valor medio de las principales masas patrimoniales de las empresas participadas por *venture capital*. La cifra de Activo y Pasivo Total viene expresada en miles de euros, mientras que el Inmovilizado, el Activo Circulante, los Fondos Propios y el Pasivo Exigible (Fijo y Líquido) aparecen en términos porcentuales, ya que interesa más conocer el peso relativo de los mismos. También se muestra el número de empresas disponibles en cada ejercicio.

Tabla 2.- Análisis de las masas patrimoniales y del fondo de maniobra (miles de euros) de la muestra principal.

	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Número de empresas</i>	26	39	44	44	43
Activo Total	20.205,38	18.448,67	17.852,11	15.462,66	15.704,84
Inmovilizado	75,17%	76,81%	71,85%	76,93%	79,75%
Activo Circulante	24,83%	23,19%	28,15%	23,07%	20,25%
Pasivo y Patrimonio Neto Total	20.205,38	18.448,67	17.852,11	15.462,66	15.704,84
Fondos Propios	46,61%	44,10%	33,93%	43,66%	47,58%
Pasivo Fijo	30,50%	27,10%	38,76%	24,58%	27,85%
Pasivo Líquido	22,89%	28,80%	27,32%	31,76%	24,57%
Fondo de Maniobra	+392,23	- 1.035,38	+148,07	- 1.344,30	- 678,44

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

El primer aspecto que llama la atención es la constante disminución de la cifra de activo total medio que ha ido experimentado la muestra de empresas, habiendo sufrido un drástico descenso de más de cuatro millones de euros en los últimos cinco años. Respecto a los pesos relativos, destacar la predominancia de las inversiones a largo plazo, abarcando en todo momento en torno a las tres cuartas partes del activo total.

En la estructura de financiación, los capitales permanentes (Fondos Propios y Pasivo Fijo o a largo plazo) han representado una proporción similar a la del Activo No Corriente, si bien es cierto que en los años 2009 y 2011 tuvieron un peso significativamente menor,

generando así un valor negativo bastante alto en el fondo de maniobra. Es de destacar también el elevado peso con el que cuenta el patrimonio neto, copando cerca de la mitad del total de la estructura de financiación en la mayoría de los ejercicios, un efecto atribuible a la presencia del capital riesgo, el cual pasa a formar parte de los fondos propios en lugar de convertirse en un pasivo exigible.

Por su parte, el fondo de rotación, no presenta a priori muy buenas cifras. En tres de los ejercicios analizados (2009, 2011, 2012) su signo es negativo; en los otros dos ejercicios (2009 y 2011), tiene signo positivo, pero en menor proporción que cuando es negativo. Su signo, no obstante, no puede servir como referencia exclusiva para reflejar la estructura patrimonial, ya que también habría que tener en cuenta otros factores como los períodos de almacenamiento, cobro y pago de las empresas analizadas.

Por otro lado, tomando como referencia la muestra de control (véase Tabla 3), se observa con claridad una cifra de activo total medio muy por debajo en todos los años del de las empresas participadas por *venture capital*, lo que da cabida a pensar que el capital riesgo, tal y como hemos estudiado anteriormente, contribuye en gran medida al crecimiento de las empresas. En este segmento de empresas, así mismo, el peso de los fondos propios es significativamente menor, aumentando así el endeudamiento de las mismas.

El fondo de rotación (véase Tabla 3), por otro lado, también presenta durante varios ejercicios un valor negativo, aunque en mayor proporción que en las empresas de la muestra principal (véase Tabla 2), al contar estas últimas con una cifra de activo total netamente superior. En cualquier caso, no se pueden emitir juicios al respecto debido a las limitaciones del presente análisis.

Tabla 3.- Análisis de las masas patrimoniales y del fondo de maniobra (miles de euros) de la muestra de control.

	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Número de empresas</i>	129	142	158	160	151
Activo Total	5.520,06	6.371,35	6.628,01	6.955,52	8.329,33
Inmovilizado	68,10%	69,76%	63,51%	65,85%	64,97%
Activo Circulante	31,90%	30,23%	36,49%	34,15%	35,03%
Pasivo y Patrimonio Neto Total	5.520,06	6.371,35	6.628,01	6.955,52	8.329,33
Fondos Propios	34,91%	39,53%	34,66%	33,50%	31,77%
Pasivo Fijo	21,85%	34,04%	42,13%	25,91%	22,57%
Pasivo Líquido	43,24%	26,43%	23,21%	40,58%	45,66%
Fondo de Maniobra	-625,89	+241,80	+879,79	-447,89	-885,81

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

9.2.- Análisis de la solvencia.

El análisis de la solvencia o riesgo de la empresa puede ser realizado mediante diferentes ratios pero, en este caso, nos apoyaremos en tan solo dos de ellos: el ratio de solvencia total y el ratio del circulante.

Por un lado, como se puede observar en la Tabla 4, el ratio de solvencia total no presenta una tendencia clara en ninguno de los estadísticos utilizados. En este sentido, teniendo en cuenta la mediana, el año 2008, y teniendo en cuenta la media, el año 2010 se presentan como los mejores años de este segmento de empresas. Por otro lado, con respecto a la solvencia a corto plazo (véase Tabla 5) se han experimentado grandes variaciones a lo largo del periodo analizado, si bien es cierto que la tendencia general es creciente y que en todo momento el nivel de solvencia ha sido superior al del año 2008.

Tabla 4.- Ratio de solvencia total o a largo plazo de la muestra principal (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	26	39	44	43	43	39
Mediana	47,03	44,11	46,17	38,58	45,18	44,21
Desviación típica	33,48	35,97	36,23	33,31	44,75	36,75
Media	40,52	41,62	46,38	41,20	41,75	42,29
Mínimo	- 43,19	- 41,89	- 53,08	- 51,29	- 144,64	-66,82
Máximo	99,21	100,00	99,92	99,92	99,87	99,78

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Tabla 5.- Ratio de circulante o de solvencia a corto plazo de la muestra principal (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	25	37	43	43	43	38
Mediana	0,76	1,24	2,21	1,56	1,60	1,47
Desviación típica	3,92	94,41	27,99	30,77	77,25	46,87
Media	2,05	19,86	10,02	9,21	22,04	12,64
Mínimo	0,03	0,02	0,00	0,01	0,00	0,01
Máximo	20,01	581,85	139,43	153,33	480,99	275,12

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Así mismo, analizando la muestra de control (véase las Tablas 6 y 7), la tendencia general es que, tanto a largo como a corto plazo, las empresas financiadas por *venture capital* resultan ser más solventes teniendo en cuenta los diferentes estadísticos utilizados, algo razonable si tenemos en cuenta que las inversiones del capital riesgo pasan a formar parte del accionariado de la empresa, aumentando así el valor de sus recursos propios y disminuyendo a su vez la proporción del pasivo exigible.

Tabla 6.- Ratio de solvencia total o a largo plazo de la muestra de control (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	129	142	158	159	150	148
Mediana	12,98	15,06	17,33	17,06	18,89	16,26
Desviación típica	37,47	32,75	34,11	39,68	46,33	38,07
Media	16,89	18,94	19,90	20,45	18,77	18,99
Mínimo	- 188,85	- 97,87	- 143,89	- 337,66	- 383,58	-230,37
Máximo	99,04	100,00	100,00	100,00	96,72	99,15

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Tabla 7.- Ratio de circulante o de solvencia a corto plazo de la muestra de control (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	129	141	157	159	151	147
Mediana	1,03	1,07	1,15	1,12	1,09	1,09
Desviación típica	9,53	2,02	22,80	2,29	2,23	7,77
Media	2,36	1,56	3,33	1,60	1,61	2,09
Mínimo	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,01
Máximo	103,64	17,73	287,62	25,85	21,59	91,29

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

9.3.- Análisis de la liquidez.

La liquidez viene a explicar la capacidad que tienen los activos para convertirse en efectivo. Para el análisis de este área, utilizaremos como indicador el ratio de liquidez general o prueba ácida, que se calcula de forma similar al ratio de circulante, pero excluyendo los inventarios (existencias) del activo corriente.

Como se puede observar en las Tablas 8 y 9, en lo que a liquidez se refiere, la situación de las empresas financiadas por *venture capital* (Tabla 8) es bastante más óptima que en las empresas de la muestra de control (Tabla 9) a partir del año 2009. En el año anterior, en 2008, por el contrario, las empresas no financiadas por *venture capital* (Tabla 8) contaban con un mayor nivel de liquidez.

En cualquier caso, se han obtenido unos resultados muy similares a los del ratio de circulante (véase Tablas 5 y 7), lo que indica que el volumen de existencias de ambas muestras no es muy significativo y que apenas influye a la hora de compararlas. En la misma línea que en el apartado anterior, se puede observar cómo las empresas financiadas por capital riesgo presentan un mayor grado de solvencia y de liquidez al contar con una menor proporción de pasivo exigible en su estructura financiera que en las empresas no participadas.

Tabla 8.- Ratio de liquidez general (prueba ácida) de la muestra principal (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	25	37	43	46	46	39
Mediana	0,76	1,20	2,21	1,44	1,62	1,45
Desviación típica	3,93	94,42	27,99	29,82	74,84	46,20
Media	2,01	19,80	9,96	8,67	20,81	12,25
Mínimo	0,02	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01
Máximo	20,01	581,85	139,43	153,33	480,99	275,12

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Tabla 9.- Ratio de liquidez general (prueba ácida) de la muestra de control (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	129	141	157	159	151	147
Mediana	0,94	0,96	0,99	0,94	0,89	0,94
Desviación típica	9,56	2,02	22,81	1,96	1,94	7,66
Media	2,17	1,36	3,09	1,31	1,33	1,85
Mínimo	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
Máximo	103,64	17,73	287,62	21,27	16,53	89,36

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

9.4.- Análisis de la rentabilidad.

La rentabilidad puede ser enfocada de dos formas diferentes: económica, que mide la capacidad de la empresa para generar recursos, y financiera, que hace referencia al rendimiento obtenido por los capitales propios. Para su estudio, nos apoyaremos, pues, respectivamente en los ratios de rentabilidad económica (ROA) y rentabilidad financiera (ROE), explicados con anterioridad en mayor detalle (véase Cuadro 4).

Observando las tablas 10 y 11, se puede deducir que la situación del segmento de empresas estudiado en lo que a rentabilidad se refiere, es bastante adversa, tanto económica como financieramente hablando. La rentabilidad económica, ateniéndonos a la media aritmética, se mantiene negativa en todo momento, y viene disminuyendo constantemente desde 2009. La rentabilidad financiera, por su parte, en la que existe una gran variabilidad entre las empresas, también presenta números rojos, a excepción del año 2009, coincidiendo a su vez con el periodo menos adverso en la rentabilidad económica.

Tabla 10.- Rentabilidad económica de la muestra principal (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	26	39	44	43	43	39
Mediana	- 2,76	- 1,28	- 7,65	- 2,77	- 5,81	- 4,05
Desviación típica	35,38	22,50	25,74	39,14	53,93	35,34
Media	- 16,43	- 9,07	- 9,16	- 13,27	- 20,21	- 13,63
Mínimo	- 142,22	-76,11	- 93,44	- 162,87	- 326,62	- 160,25
Máximo	39,87	30,58	62,67	72,42	40,57	49,22

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Tabla 11.- Rentabilidad financiera de la muestra principal (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	26	37	42	43	43	38
Mediana	- 8,33	- 2,79	- 6,90	- 4,14	- 7,32	- 5,90
Desviación típica	88,34	172,55	151,71	122,92	78,33	122,77
Media	- 21,73	12,28	- 23,13	- 21,61	- 20,55	- 14,95
Mínimo	- 334,78	- 460,73	- 554,92	- 406,07	- 286,65	- 408,63
Máximo	112,35	579,19	445,72	267,90	225,82	326,20

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Comparando los resultados obtenidos con los de la muestra de control que hemos especificado, los resultados evidencian, que la situación de las empresas financiadas por *venture capital* en lo que a rentabilidad se refiere, es bastante peor que en la muestra aleatoria que hemos utilizado para controlar. Tanto la rentabilidad económica como la rentabilidad financiera de esta muestra de control, a lo largo del periodo de tiempo analizado, presentan unas cifras bastante buenas, positivas en casi todo momento, aunque sin mostrar una clara tendencia creciente en ninguno de los estadísticos de posición (véase Tablas 12 y 13).

Tabla 12.- Rentabilidad económica de la muestra de control (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	125	139	155	158	150	145
Mediana	0,95	0,96	1,88	1,53	1,95	1,45
Desviación típica	29,91	22,90	21,72	24,05	23,97	24,51
Media	3,54	0,29	3,31	0,22	- 0,33	1,41
Mínimo	- 221,80	- 124,30	- 122,92	- 227,44	- 143,44	- 167,98
Máximo	76,86	71,11	86,17	43,35	66,56	68,81

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Tabla 13.- Rentabilidad financiera de la muestra de control (%).

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<i>Número de empresas</i>	125	139	155	158	150	145
Mediana	23,35	20,29	13,91	16,89	17,89	18,47
Desviación típica	128,28	93,25	108,50	129,36	132,15	118,31
Media	38,31	33,54	19,92	25,13	37,65	30,91
Mínimo	- 614,69	- 393,22	- 495,39	- 791,50	- 781,60	- 615,28
Máximo	834,58	608,68	572,52	963,16	681,21	732,03

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos a lo largo de este análisis económico-financiero, el segmento de empresas analizado, compuesto por las empresas participadas por *venture capital* en España creadas en los últimos diez años, presenta, por un lado, una situación favorable desde el punto de vista de la solvencia y liquidez (en los ratios analizados); pero, por otro lado, una situación bastante adversa teniendo en cuenta la rentabilidad en sus diferentes modalidades (económica y financiera).

Los resultados de los ratios de circulante y liquidez, por su parte, no varían en gran medida, por lo que el volumen de inventarios o existencias de la muestra de empresas no debería de ser muy significativo. Pero, en cualquier caso, los números son bastante buenos comparándolos con empresas de similares características (muestra de control).

Por el contrario, en la muestra de control que hemos analizado, los valores obtenidos (véase tablas 11 y 12) evidencian que este grupo de empresas han sido bastante más rentables en los últimos años desde un punto de vista tanto económico como financiero. Este resultado puede hallar su explicación en el hecho de que varias de las empresas participadas por *venture capital* hayan podido experimentar un flujo de caja negativo durante los primeros años de vida de las mismas, un periodo también conocido como “valle de la muerte”.

Para finalizar con este estudio empírico, se presenta en la Tabla 14 un resumen de los resultados obtenidos en los diferentes ratios de ambas muestras: la de las empresas participadas por *venture capital* y la de las empresas no participadas por esta fuente. Se utiliza, para ello, el valor promedio del periodo de tiempo analizado de los ratios de solvencia, liquidez y rentabilidad, utilizando la media como estadístico comparativo.

Tabla 14.- Comparación de resultados entre la muestra principal y la muestra de control.

	Empresas financiadas por <i>venture capital</i>	Empresas no financiadas por <i>venture capital</i>
Solvencia a largo plazo	42,29 %	18,99 %
Solvencia a corto plazo	12,64 %	2,09 %
Liquidez general	12,25 %	1,85 %
Rentabilidad Económica	- 13,63 %	1,41 %
Rentabilidad Financiera	- 14,95 %	30,91 %

Fuente: Elaboración propia.

No obstante hay que tener presente que los resultados obtenidos en esta investigación no pueden considerarse del todo significativos. Por un lado, se trata de un estudio bastante simple y limitado por razones de tiempo, espacio y naturaleza del trabajo. Por otro lado, no se han tenido en cuenta aspectos bastante relevantes como los periodos medios de cobro y pago, fundamentales para el análisis de la estructura patrimonial de cualquier empresa. Así mismo, los altos valores obtenidos en la desviación típica de algunos ratios también pueden influir en cierta medida en los valores de los estadísticos de posición. Por último, las empresas creadas recientemente, en los últimos dos o tres años, condicionan en cierta medida los resultados obtenidos, ya que lo normal es que éstas necesiten de un mayor periodo de tiempo para poder empezar a generar beneficios, tal y como estudiamos con anterioridad en los fundamentos del proceso emprendedor.

10.- Conclusiones.

A continuación se exponen las principales conclusiones obtenidas en este trabajo:

1.- Las fuentes tradicionales de financiación, fundamentalmente de naturaleza bancaria, no se ajustan al perfil o naturaleza de los proyectos emprendedores. Las asimetrías de información ocasionadas por las diferencias informacionales existentes entre la entidad bancaria y el emprendedor, manifestándose en forma de riesgo moral o de selección adversa; el elevado nivel de riesgo percibido; o la ausencia de una trayectoria pasada (*track record*), entre otros, hacen del crédito bancario una opción inalcanzable en muchas ocasiones para las empresas de nueva creación.

2.- En tales circunstancias, el *venture capital* o capital riesgo en fases tempranas emerge como una alternativa adecuada para la financiación de estos proyectos. Sin embargo, a pesar de ajustarse en gran medida a las peculiaridades y necesidades financieras de un cierto segmento de las empresas de nueva creación, no es una actividad financiera que se encuentre muy desarrollada en líneas generales a nivel continental (Europa) y nacional (España), especialmente si se compara con su gran impacto en su país de origen, Estados Unidos. Además, la evolución de los últimos años evidencia que cada vez existe más tendencia a invertir en fases más avanzadas del negocio que en las fases iniciales del mismo, haciendo

que el *private equity* o capital expansión haya ido cobrando cada vez más relevancia que el *venture capital*.

3.- La crisis financiera actual también ha repercutido en gran medida en este sentido. La inversión, tanto en el volumen total como en el número de operaciones acordadas, se ha visto disminuida de manera generalizada en los últimos años. Esta caída, unida a la mayor dificultad actual para acceder al crédito bancario, ha dificultado aun más, si cabe, la creación y el crecimiento de nuevas empresas.

4.- El *venture capital* contribuye positivamente en muchos aspectos al desarrollo de las empresas participadas. Desde un punto de vista financiero, la muestra seleccionada de empresas españolas financiadas por *venture capital* muestra unos niveles de solvencia y liquidez bastante buenos, mejores en términos generales que de empresas de similar tamaño que no cuentan con dicha participación en su accionariado. Sin embargo, no sucede lo mismo desde un enfoque de la rentabilidad, debido fundamentalmente al flujo de caja negativo experimentado durante los primeros años de actividad de estas empresas.

Se trata, así mismo, de una alternativa de financiación muy interesante. El volumen medio por operación en España se situaba en el año 2012 en 456.000 euros, una cifra muy superior a la de otras fuentes de financiación propias de las etapas iniciales de las empresas de nueva creación como las 3 Fs (*Family, Fools and Friends*) o el *crowdfunding*. Así pues, el *venture capital* se presenta como un elemento esencial para contribuir al desarrollo secuencial de estas empresas, proporcionando la financiación adicional necesaria que les permita crecer y asentarse de acuerdo a sus objetivos y líneas estratégicas.

Por otro lado el capital riesgo suele estar asociado a efectos positivos en otros ámbitos de la empresa como el crecimiento, la innovación y la productividad gracias a la generación de valor añadido tras haberse acometido la inversión en la compañía.

5.- No obstante, para acceder a la financiación vía *venture capital*, se requiere generalmente contar con unas condiciones financieras muy exigentes, con altos niveles de rentabilidad y de crecimiento esperados, por lo que está reservado para proyectos de negocio basados en modelos escalables y con fuerte potencial de crecimiento y expansión en el medio plazo.

En este sentido, la gran mayoría de las empresas financiadas por *venture capital*, presentan un alto potencial innovador y un gran contenido tecnológico, fundamentalmente en proyectos pertenecientes a los sectores de las TICs y la biotecnología. De hecho, ambos sectores concentran el mayor volumen de financiación obtenido vía *venture capital* en los últimos años tanto en España como Estados Unidos.

6.- En España, no obstante, el *venture capital* ha sido una actividad financiera muy poco desarrollada, incluso por debajo de la media europea y, según los expertos, harán falta más de diez años para poder situarse entre los países más avanzados. Nuestra economía actualmente ni presenta un alto grado de desarrollo tecnológico ni es de los países más avanzados en materia de innovación, dificultando así en gran medida el desarrollo del capital riesgo. La escasa demanda actual de proyectos de negocio innovadores hace, pues, que la oferta de capital riesgo se bastante limitada, ya que siempre tiende a darse una situación de equilibrio entre ambas.

Ante esta situación, es de destacar el papel que puede desempeñar el *venture capital* como elemento favorecedor en la recuperación de la crisis económica en España, apoyando un cambio de modelo económico hacia sectores de actividad de mayor contenido tecnológico e innovador.

7.- En definitiva, el *venture capital* emerge hoy en día como una fuente de financiación de gran interés para las empresas de nueva creación, fundamentalmente de base tecnológica, pero cuyo impacto en la actualidad no es el que debería si se tiene en cuenta la gran variedad de ventajas y efectos atribuibles asociados a esta modalidad de financiación.

Referencias Bibliográficas

- Alemany, M.L. (2004): *Impacto de las inversiones de capital riesgo en España: Un análisis empírico regional*. Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid, España.
- ASCRI (2006): *El nuevo régimen jurídico del Capital-Riesgo en España*. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, Madrid.
- ASCRI (2012): *Informe de Impacto del Capital Riesgo 2012*. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, Madrid.
- ASCRI (2013): *Informe de actividad Capital riesgo en España 2012*. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, Madrid.
- Ayuso, J. (2013): *Un análisis de la situación del crédito en España*. Dirección General del Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid.
- Bain & Company e Instituto Internacional de Finanzas (2013): *Restoring financing and growth to Europe's SMEs*. www.bain.com, obtenido el 6 de marzo de 2014.
- Belleflame, P.; Lambert, T. y Schweinbacher, A. (2013): "Crowdfunding: tapping the right crowd". *Journal of Business Venturing*.
- Boletín de Emprendimiento y generación de empleo. Tercera Encuesta de Microempredimiento 2013* (2014). Unidad de Estudios, Ministerio de Economía.
- Carree, M. A., y Thurik, A.R. (2003): The impact of entrepreneurship on economic growth. En *Handbook of entrepreneurship research*. pp. 557-594. Springer New York
- Crecente, F.J. (2009): *Análisis de la financiación de la actividad emprendedora*. Tesis Doctoral, Universidad de Alcalá, Madrid.
- Croce, A., Martí, J. y Murtinu, S. (2013): "The impact of venture capital on productivity growth of European entrepreneurial firms: Screening or value added effect?" En *Journal of Business Venturing*, vol. 28, pp. 489-510.
- Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2014): *Retrato de las PYME 2014*. Ministerio de Industria, Energía y Turismo, España.
- El Venture Capital en España 2012* (2013): www.webcapitalriesgo.com, obtenido el 5 de marzo de 2014.
- España (1996): Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento de liberalización de la actividad económica, *Boletín Oficial del Estado*, 8 de junio de 1996, núm. 139, pp. 18977-18988. Disponible en: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1996-13002
- España (2005): Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. *Boletín Oficial del Estado*, 25 de noviembre de 2005, núm. 282, pp. 38718-38736. Disponible en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2005-19412
- EVCA (2007): *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. European Private Equity & Venture Capital Association, Bruselas.
- EVCA (2013): *Yearbook 2012*, European Private Equity & Venture Capital Association. Bruselas.

- García-Vaquero, V. (2013): *Esquema de apoyo financiero a las pymes en España*. Dirección General del Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid.
- Gómez, L.G. (2008): "Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral". *Actualidad Empresarial*, nº 170 - Primera Quincena de Noviembre 2008.
- Gorshkov, E. (2011): *Crowdfunding: a concept beyond finance*. Universidad de Ámsterdam, Ámsterdam.
- Hernández, R., Coduras, A., Vaillant, Y., Batista, R.M., Sosa, S., Mira, I. y Martínez, J. (2013): *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM España 2012*. Centro Internacional Santander Emprendimiento (CISE), Santander.
- Hernández, R., Peña, I., Guerrero, M., González, J.L., Ruíz, J., Cabello, C., Medina, R., Hoyos, J., y Gutiérrez, F. (2014): *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM España 2013*. Centro Internacional Santander Emprendimiento (CISE), Santander.
- Heukamp, F., Liechenstein, H. y Wakeling, N. (2006): "Do business angels alter the risk-equation in early stage investments? Business angels as seen by venture capitalists in the German speaking countries". Working Paper.
- Hollanders, H. y Es-Sadki, N. (2014): *Innovation Union Scoreboard 2014*. Dirección General de Empresa e Industria, Comisión Europea, Bruselas.
- Hoyos, J. y Saiz, M. (2010): "Financiación del proceso emprendedor: particularidades en las iniciativas de base innovadora." *Global Financial Business Networks and Information Management Systems*, Academia Europea de Dirección y Economía de la Empresa, 1ª edición.
- INE (2014): *Encuesta de Población Activa (EPA). Cuarto trimestre de 2013*. Instituto Nacional de Estadística, Madrid.
- Isaksson, A. (2006): *Studies on the venture capital process*. Tesis Doctoral, Universidad de Umea, Umea.
- Martínez, P. y García, J.G. (2011): *Business Angels: Capital inteligente para empresas innovadoras*. Pocket Innova, Madrid.
- Metrick, A. y Yasuda, A. (2011): *Venture Capital & the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, 2ª edición, Nueva Jersey.
- Nueno, P. (2009): *Emprendiendo hacia el 2020*. Deusto Ediciones, Barcelona.
- NVCA (2013): *National Venture Capital Association Yearbook 2013*, National Venture Capital Association, Virginia.
- OCDE (2013): *Entrepreneurship at a Glance 2013*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- OCDE (2014): *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2013*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- Ortín, P., Salas, V., Trujillo, M.V. y Vendrell, F. (2008): *El spin-off universitario en España como modelo de creación de empresas intensivas en tecnología*. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Madrid.
- Peña, I., Alrumaithi, E., González, J.L., Guerrero, M., Arando, S., González, N., Blanco, A., Hoyos, J., Saiz, M. y Urbano, D. (2013): *Global Entrepreneurship Monitor. Comunidad Autónoma del País Vasco. Informe Ejecutivo 2012*. Eusko Ikaskuntza, San Sebastián.

Private Company (2011): *Knowledge Bank*, www.privco.com, obtenido el 17 de marzo de 2014.

Rus, A.A. (2010): *Los préstamos participativos*, *Cont4b3*, no. 33, pp. 18-19.

Soldevilla, E. (1995): "Metodología de investigación de la Economía de la Empresa". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 1, nº 1, pp. 13-63.

Stiglitz, J.E. y Weiss, A. (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *The American Economic Review*, vol. 71, nº 3, pp. 393-410.

Urbano, D. y Toledano, N. (2008): *Invitación al emprendimiento: una aproximación a la creación de empresas*. UOC, Barcelona.

Vermeulen, B. (2004): *Alternatives to Venture Capital Funding*, www.veritek.com, obtenido el 28 de marzo de 2014.