

UNIVERSIDAD DE BARCELONA

Departamento de Economía y Organización de Empresas

TESIS DOCTORAL

**LA SOCIEDAD CAPITAL RIESGO COMO MEDIO DE
FINANCIACIÓN DE LA NUEVA EMPRESA**

Presentada por: **Ana M. LAUROBA PÉREZ**

Director: **Dr. Jaime GIL ALUJA**

BARCELONA, julio de 1998

B.U.B. Secció d'Econòmiques
Diagonal, 690, 08034 Barcelona
Tel. 402 19 66

La sociedad capital riesgo como medio de financiación de la nueva empresa

CRITERIO	IMPORTANCIA RELATIVA				
	1	2	3	4	5
1. Objetivos de su Entidad de Capital Riesgo:					
1.- Acceso a nuevas Tecnologías y Mercados					
2.- Posibilidad para producir o vender nuevos productos					
3.- Posibilidad de mejorar el proceso productivo					
4.- Posibilidad de adquisición de nuevas compañías					
5.- Rentabilidad de la Inversión					
6.- Adquisición de activos infravalorados					
7.- Diversificación de los activos en cartera					
8.- Otros...(especificar)					
2. Criterios de Inversión					
1.- Sobre la personalidad del Empresario					
Capacidad para mantener un esfuerzo sostenido					
Capacidad para evaluar y reaccionar correctamente ante el riesgo					
Ideas claras ante la discusión del proyecto					
Capacidad de atender a los detalles					
Capacidad para aceptar críticas					
Personalidad compatible con el director del proyecto de la Entidad de Capital Riesgo					
Otros...(especificar)					
2.- Sobre la Experiencia del empresario					
Profunda con los productos					
Profunda con los mercados					
Capacidad de liderazgo demostrada en el pasado					
Demostrable en proyectos con riesgo					
En la formación de equipos de dirección equilibrados					
Otros...(especificar)					
3.- Características del Producto					
Debe ser de propiedad o, al menos, que pueda ser protegido					
Se ha desarrollado un prototipo operativo del producto					
Goza de una aceptación demostrable por parte del mercado					
Resulta adecuado con la estrategia a largo plazo de la empresa					
Otros...(especificar)					
4.- Características del Mercado					
El mercado objetivo mantiene una tasa de crecimiento significativa					
El proyecto estimulará un mercado ya existente					
El proyecto creará un nuevo mercado					
La competencia será mínima durante los primeros tres años					
El proyecto se encuentra en un mercado o industria atractivos para mi empresa					
Otros...(especificar)					
5.- Consideraciones de tipo Financiero					
El proyecto generará ingresos mínimos					
La inversión puede ser fácilmente liquidable					
Mi empresa controlará al inversor durante el proyecto					
Mi empresa mantendrá una posición minoritaria durante el proyecto					
Las ventas potenciales del proyecto impulsarán el desarrollo posterior de la empresa					
La inversión no debería ser mayor al 10%-20% de los fondos de financiación					

IV.- RELACIÓN CON LAS EMPRESAS PARTICIPADAS

Porcentaje de horas dedicadas al seguimiento y asistencia a las empresas en cartera				%
Porcentaje de empresas en cartera con una asistencia mínima				%
	1	2	3	
Visitas al año				
Duración de las visitas en horas				
Conversaciones telefónicas al mes				
Duración de la conversación en minutos				

1: Empresa en cartera, en las que se es un inversor principal. 2: Idem., no es un inversor principal. 3: Inversión de última fase.

V.- ANÁLISIS DE UN PROYECTO

Respecto a un proyecto representativo de su cartera, por lo que respecta a la relación mantenida con la empresa participada, conteste a las cuestiones que se plantean a continuación:

Sector económico del proyecto escogido		
Fecha de inversión inicial		
Importe		
Fecha de las inversiones siguientes	Fecha	Importe
Ubicación del proyecto (zona geográfica)		
Distancia del proyecto	Kms.	
El proyecto se concibió como un producto (P) o servicio (S)		

Estado de desarrollo del mercado	
Introducción	
Crecimiento	
Madurez o declive	

<i>Desarrollo del proyecto</i>	1	2	3	4	5
Volumen de Ventas					
Participación en el mercado					
Beneficios Netos					
Ingresos sobre la inversión					

<i>Producto o servicio y mercado</i>	1	2	3	4	5
Beneficios obtenidos de las patentes					
Posibilidades de aislarse de la competencia					
Grado de innovación alcanzado por el producto o servicio					
Grado en que el P/S tuvo aceptación por el mercado					
Anticipación a la competencia en la entrada al mercado					
Nivel de competitividad al final del segundo año					
Conocimiento del producto o servicio					
Conocimiento del mercado del producto o servicio					
Nivel de experiencia dentro del mercado del P/S					
Nivel de experiencia previa en tareas directivas					
Capacidad para mantener un esfuerzo sostenido					

1: Muy por debajo de las expectativas;

2: Por debajo de las expectativas

3: Según las expectativas;

4: Por encima de las expectativas

5: Muy por encima de las expectativas

La sociedad capital riesgo como medio de financiación de la nueva empresa

Sector Económico en el que se encuadra el proyecto	1. Para las siguientes actividades que ocurrieron durante el proyecto por favor indique el grado de participación que su empresa mantuvo en cada una de las actividades							3. Por favor indique durante qué fase ocurrió, en su caso, la participación			
	Ninguna que se de la empresa	Mucho menor que la de la empresa	Menos que la de la empresa	Igual que la de la empresa	Más que la de la empresa	Mucho mayor que la de la empresa	Total la empresa participó	1. Inversión Semilla	2. Puesta en Marcha	3. Espas de crecimiento	4. Otras etapas
Búsqueda de candidatos para el equipo directivo											
Entrevista y selección del equipo directivo											
Negociación de las condiciones del contrato con los candidatos											
Articulación con el grupo inversor											
Desarrollo de un grupo profesional de apoyo											
Obtención de fuentes alternativas de financiación ajena											
Obtención de fuentes alternativas de financiación propia											
Formulación del plan estratégico empresarial											
Desarrollo de los productos o servicios actuales											
Desarrollo de las técnicas de producción o servicio											
Selección de vendedores o equipo											
Elaboración de los planes de marketing											
Probar o evaluar planes de marketing											
Solicitud de clientes o distribuidores											
Supervisión de la evolución financiera											
Supervisión de la evolución operativa											
Expertos de confianza para el equipo del empresario											
Motivación del personal											
Cambios en el equipo directivo											
Gestión de crisis y problemas											
... Otros (Explicar)											

VI.- RIESGOS DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS

Considere aquellas compañías con las que usted se ha relacionado que hayan tenido serios problemas en la consecución de sus objetivos, lo suficientemente serios como para poner en peligro su existencia como una empresa independiente o llevar los proyectos al fracaso. Para un máximo de tres de estas empresas identifique cuáles de los factores que se muestran en la relación de la página siguiente fueron los mayores responsables de estas dificultades. Para ello, asigne a cada uno de los factores relacionados un orden de importancia situado entre el 1 y el 5, (de manera que el número 1 correspondería a un factor de “escasa o nula importancia” mientras que el número 5 indicaría “una gran importancia” para este factor) para cada una de las empresas seleccionadas.

Indique, igualmente, a qué etapa de desarrollo pertenecía cada uno de los proyectos marcando en el siguiente cuadro con una “X” en la casilla correspondiente.

<i>Proyectos</i>	<i>FASE DE DESARROLLO DE LOS PROYECTOS</i>					
	<i>Semilla</i>	<i>Arranque</i>	<i>Expansión</i>	<i>Reemplazamiento</i>	<i>LBO/MB</i>	<i>Reorientación</i>
Numero 1						
Número 2						
Número 3						

<i>Factores responsables</i>	<i>Proyecto</i>		
	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
<i>De tipo económico</i>			
Excesivos costes financieros / control financiero inadecuado			
Imposibilidad de conseguir un margen de beneficios adecuado			
El coste de producción no resulta competitivo			
Inexistencia de fondos financieros para acometer las siguientes fases			
Los volúmenes de ventas se encuentran por debajo del umbral de rentabilidad			
Otros(Describir)			
<i>Relativos a la gestión</i>			
Inadecuado equipo directivo para mantener el desarrollo del proyecto.			
Incapacidad del empresario para gestionar los sistemas			
Pérdida de directivos clave para el desarrollo del proyecto			
El empresario no puede gestionar el crecimiento del proyecto			
No es posible conjuntar un equipo directivo con garantías			
Otros(Describir)			
<i>De mercado</i>			
Anticipación de la competencia en el desarrollo del proyecto			
Estrategia de marketing equivocada o distribución inadecuada			
Aparición de competidores imprevistos			
Obsolescencia tecnológica de los productos o procesos			
El mercado o el ciclo económico entran en recesión			
El mercado potencial no era tan grande como se había previsto			
Imposibilidad de mantener o incrementar la participación en el mercado			
La cuota de participación o el tamaño del mercado no resultan viables			
Dificultades en la venta de la participación			
Otros(Describir)			
<i>De tipo productivo</i>			
El proyecto deviene obsoleto por cambios en el mercado o en las tecnologías			
Imposibilidad de producir un prototipo operativo			
Retrasos imprevistos en el desarrollo de los productos			
Fracasos tecnológicos en la producción de los prototipos			
Otros(Describir)			
<i>Otros factores no relacionados... (Describir)</i>			

CAPÍTULO 7. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN.

7.1. Distribución de la muestra.

7.2. Resultados del muestreo.

7.2.1. Información general.

7.2.2. Composición de las carteras.

7.2.3. Criterios de inversión.

7.2.4. Relación con las empresas participadas.

7.2.5. Riesgos de las inversiones.

7.3. Aplicación de la Teoría de Afinidades en el análisis del riesgo.

7.3.1. Diferenciación en cuanto a criterios de inversión.

7.3.2. Diferenciación en cuanto al control del riesgo.

En el presente capítulo vamos a exponer los resultados principales que se desprenden de las entrevistas realizadas, una vez llevado a cabo el análisis del contenido y la tabulación de los datos obtenidos. Esta interpretación no pretende ser exhaustiva, sino que nos vamos a centrar en lo que respecta a la validación o refutación de las hipótesis planteadas en el capítulo precedente.

7.1. DISTRIBUCIÓN DE LA MUESTRA

La muestra obtenida en las entrevistas realizadas se considera representativa de la población objeto teniendo en cuenta los datos que se muestran en la Figura 7.1.

De los cuarenta y tres cuestionarios remitidos a los miembros de la ASCRI, se han obtenido respuesta de un total de veintiséis, lo que representa más de un 60 por ciento del total de entidades, si bien ocho de ellas no han podido ser tenidas en cuenta para la elaboración del estudio aquí planteado.

Las razones aducidas por parte de estas ECR para excusar la cumplimentación del cuestionario obedecen, principalmente, a la voluntad de abandonar la actividad de capital riesgo expresada por un 9,3 por ciento de las compañías; y en el convencimiento de que la labor desarrollada por sus empresas no coincide ni con los objetivos ni con la metodología empleada por una ECR, lo que sucede en un 7 por ciento del total.

Distribución de la muestra

	Valor	%
Total encuestas remitidas	43	100,0
Respuestas recibidas	26	60,5
Utilizables	18	41,9
No utilizables	8	18,6
Detalle de las respuestas no utilizables :		
Abandono de la actividad	4	9,3
Reorientación de la actividad	1	2,3
No se consideran capital riesgo	3	7,0

Figura 7.1. Distribución de la muestra.

Esto deja, finalmente, en 18 la cantidad de respuestas utilizables que se incluyen en la muestra y que corresponden a casi un 42 por ciento del censo total de las empresas del sector existente a finales de 1996.

Bajo el punto de vista del valor de las inversiones en cartera, las empresas de la muestra representan casi un 80 por ciento del volumen total de los recursos a finales del mismo ejercicio, lo que se considera suficientemente representativo de la población objeto.

Por lo que respecta a la distribución por tipo de entidad, se han recibido 7 encuestas de entidades públicas sobre un total de 19, lo que viene a representar un 39 por ciento, y 11 encuestas sobre un total de 24

en cuanto se refiere a las entidades privadas, lo que supone un 46 por ciento de esta categoría.

La distribución de la muestra en función del valor de las inversiones incluidas en las carteras supone, asimismo, un mayor porcentaje de las entidades de tipo privado, 80 %, con respecto a las públicas, 20 %, ya que las primeras son ampliamente dominantes, también en este apartado, dentro del colectivo.

Distribución de la muestra por tipo de entidad

	Población		Muestra		% de la Muestra
	Valor	%	Valor	%	
Número de entidades	43	100,0	18	100,0	41,9
Públicas	19	44,2	7	38,9	36,8
Privadas	24	55,8	11	61,1	45,8
Valor de la Cartera en Millones de pesetas	111.621	100,0	87.975	100,0	78,8
Públicas	34.712	31,1	17.748	20,2	51,1
Privadas	76.909	68,9	70.228	79,8	91,3

Figura 7.2. Distribución de la muestra por tipo de entidad.

7.2. RESULTADOS DEL MUESTREO

7.2.1. Información general

En este apartado hay que destacar que la experiencia de las empresas del sector no es demasiado amplia, ya que la media se sitúa en los 12 años, con una sensible diferencia en favor de las entidades de tipo público, 15 años, con relación a las privadas en que únicamente es de 10 años.

Por lo que respecta a la cantidad de inversiones gestionadas por profesional, observamos una media de 8 para el nivel de director y de 4 para el de analista, pero también aquí las diferencias por tipo de entidad resultan muy acusadas, obteniendo unos valores muy superiores para las de tipo público.

Sin embargo, donde no existe diferencias es en el período de mantenimiento de una inversión en la cartera de la compañía, que es de 6 años con independencia de la naturaleza de la ECR.

Información general ECR

Información general	Total	Públicas	Privadas
1 Tipo de entidad			
1.1 Pública	7	7	0
1.2 Privada	11	0	11
2 Experiencia en años	12	15	10
3 Capital gestionado (Millones)	167.249	33.516	133.733
4 Profesionales			
4.1 Directores	52	15	37
4.2 Analistas	42	26	16
5 Inversiones por profesional			
5.1 Directores	8	10	6
5.2 Analistas	4	5	3
6 Período medio de Inversión	6	6	6

Figura 7.3. Información general ECR.

7.2.2. Composición de las carteras

A continuación analizaremos la información obtenida por lo que respecta a la composición de las carteras de las ECR bajo dos ópticas diferentes: la de su distribución por sectores productivos y por fase de desarrollo de los proyectos.

Distribución por sectores productivos

Del análisis de los datos de la muestra se desprende que, por lo que respecta a la cantidad de los proyectos en las carteras de las ECR, existen algunos sectores que tienden a concentrar el total de las inversiones²³⁹. Así, los sectores 3 - Productos o servicios industriales; 6 - Energía y recursos naturales; 5 - Agricultura, ganadería y pesca; 15 - Otros servicios; y 4 - Productos de consumo, totalizan casi el 62 % de los proyectos totales.

Composición de las carteras : Distribución porcentual de la cantidad de inversiones por sector productivo

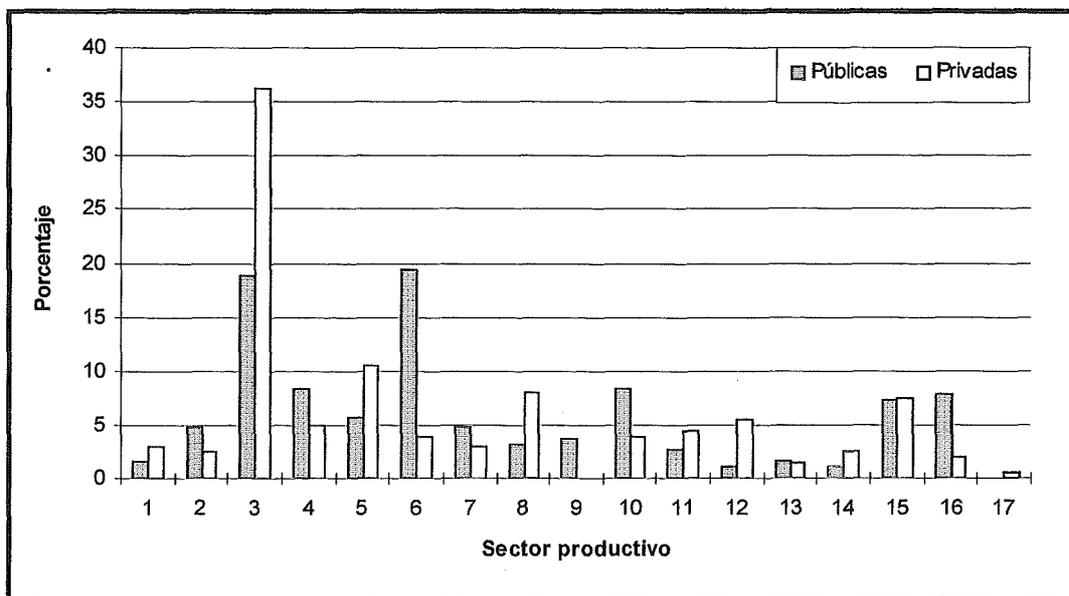


Figura 7.4. Composición de las carteras - cantidad de inversiones por sector.

²³⁹ Infra anexo cap. 7.I. Composición de las carteras.

Por tipo de entidad, la tendencia a la concentración resulta todavía más acusada, ya que se observa, por parte de las entidades públicas, una bipolarización en dos sectores: 3 - Productos o servicios industriales y 6 - Energía y recursos naturales, que absorben, cada uno de ellos un porcentaje cercano al 20 % de las inversiones totales.

Las ECR privadas concentran un porcentaje superior al 36 % de los proyectos en únicamente un sector: 3 - Productos o servicios industriales.

La situación se mantiene si el análisis se realiza en función del importe total que se encuentra invertido en las carteras de las ECR²⁴⁰, ya que, en este caso, los sectores 3 - Productos o servicios industriales y 5 - Agricultura, ganadería y pesca, aumentan su participación hasta el 32,5 y 12 % respectivamente, mientras que el resto de los sectores ve declinar su contribución relativa al valor total de la cartera.

²⁴⁰ Infra anexo cap. 7.I. Composición de las carteras (continuación).

Composición de las carteras : Distribución porcentual del valor de las inversiones por sector productivo

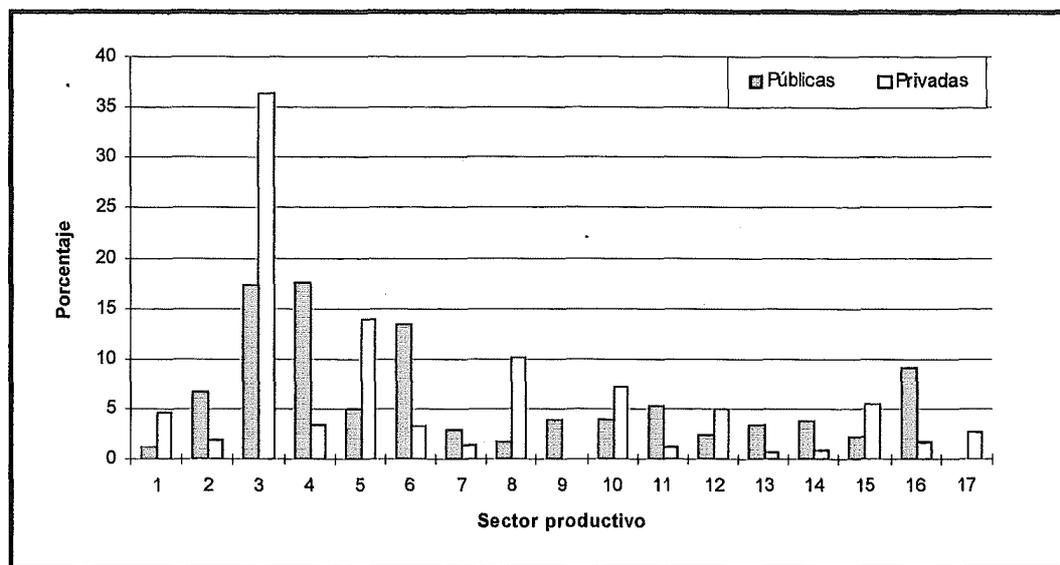


Figura 7.5. Composición de las carteras - valor de las inversiones por sector.

Por lo que respecta a la inversión media unitaria por proyecto, los resultados de la muestra indican un valor de 224 millones de pesetas, aunque con una distribución sectorial poco homogénea que va desde los 99 millones en 9- Asistencia Sanitaria y medicina, hasta los 1.950 millones en 17- Transporte, si bien este caso se trata de un único proyecto por lo que hemos decidido no tenerlo en cuenta en la Figura 7.5. por los efectos distorsionadores que pudiera producir en el análisis global.

Composición de las carteras : Importe medio de la inversión por proyecto y sector productivo

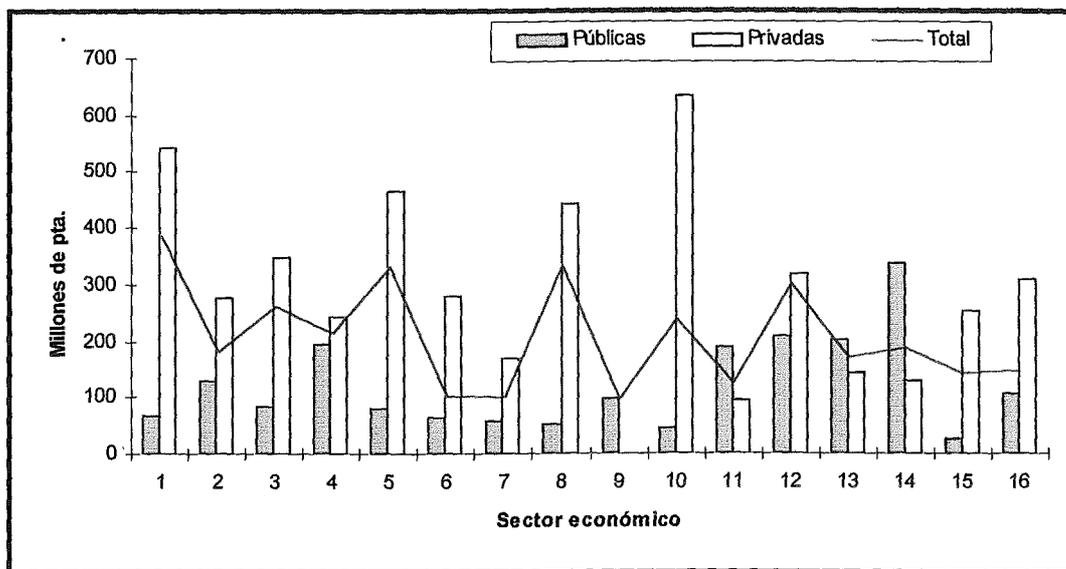


Figura 7.6. Composición de las carteras: importe medio por proyecto y sector.

En este apartado se pone de manifiesto una primera diferencia fundamental entre las entidades de tipo público y las privadas, ya que en las primeras, la inversión media por proyecto se sitúa en los 93 millones de pesetas, mientras que para las segundas la cifra se eleva hasta casi 350 millones, lo cual resulta consistente con el diferencial puesto de manifiesto anteriormente por cuanto respecta al valor de las respectivas carteras.

No obstante lo anterior, existen tres sectores para los que la inversión por proyecto resulta superior para las empresas públicas, como son el 11- Comunicaciones; 13- Automatismos industriales y robótica; y 14 - Servicios financieros.

Distribución por fase de desarrollo

Bajo el punto de vista de la fase de desarrollo en la que se encuentran las inversiones incluidas en las carteras de las ECR, el análisis de la muestra pone de manifiesto una concentración en las fases de expansión y de semilla, en la cantidad de proyectos como del importe de las inversiones realizadas²⁴¹.

Por lo que respecta a la cantidad de los proyectos, las dos fases mencionadas acaparan un porcentaje muy elevado, superior al 82 %, de los recursos totales incluidos en el conjunto de la totalidad de las carteras.

La división por tipo de entidad pone de manifiesto que esta concentración es todavía superior en el caso de las de tipo público, cuyo valor se acerca al 90 %, que en el de las privadas, cuyo valor supera escasamente el 75 %.

Es de destacar a este respecto que las ECR de tipo público mantienen, de la misma manera, una concentración superior a las privadas en proyectos de expansión, los cuales suponen más del 58 % de su cartera, mientras que, por otra parte, parece que no se ocupan de inversiones de las últimas fases de desarrollo tales como reemplazamiento, LBO/MBO y reorientación.

Composición de las carteras : Distribución porcentual de la cantidad de inversiones por fase de desarrollo de los proyectos

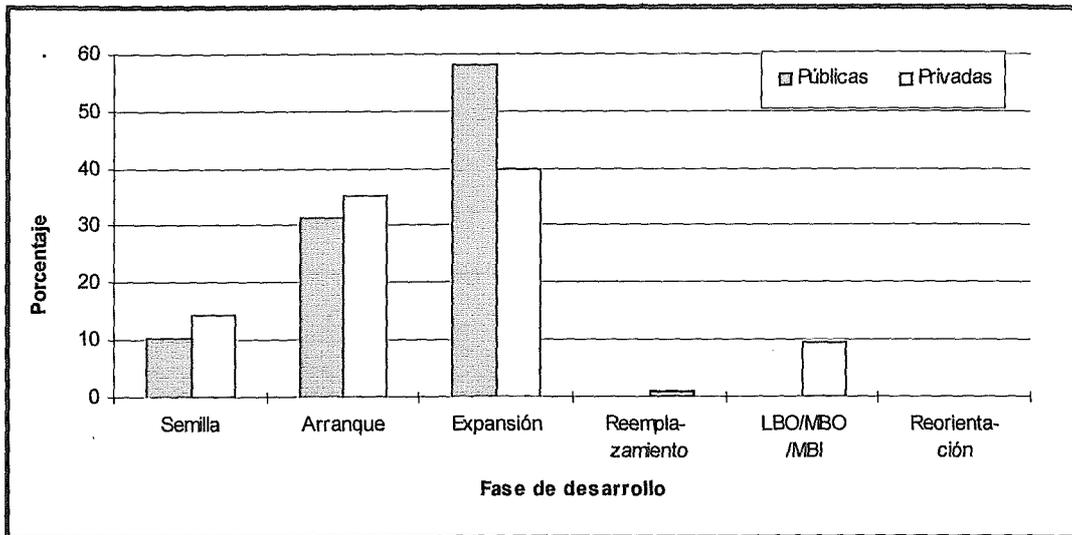


Figura 7.7. Composición de las carteras: Distribución porcentual de la cantidad por fase de desarrollo.

En cuanto al importe de la inversión incluida en las carteras de las ECR clasificada por fase de desarrollo, observamos que la concentración se hace todavía más evidente, puesto que los proyectos incluidos en la fase de expansión representa más del 60 % de las inversiones totales realizadas por el sector²⁴².

La concentración es todavía mayor entre las empresas de tipo público, para las que el porcentaje supera el 70 %, mientras que para las de tipo privado supone un 57 %.

²⁴¹ Infra anexo cap. 7.1. Composición de las carteras.

²⁴² Infra anexo cap. 7.1. Composición de las carteras (continuación).

En este apartado hay que subrayar otra gran diferencia puesta de manifiesto por lo que respecta a las políticas inversoras seguidas por las distintas entidades, y que se manifiesta en el tratamiento otorgado a las inversiones de las primeras y últimas etapas de desarrollo.

Mientras que las entidades de tipo público destinan un porcentaje superior al 10 % de su inversión a proyectos de la fase semilla, las de tipo privado a penas superan el 1 %. Por el contrario, estas entidades mantienen más de un 15 % de sus recursos en inversiones de última fase, especialmente LBO/MBO, mientras que las públicas no se plantean la posibilidad de entrada en este tipo de proyectos.

Composición de las carteras : Distribución porcentual del valor de las inversiones por fase de desarrollo

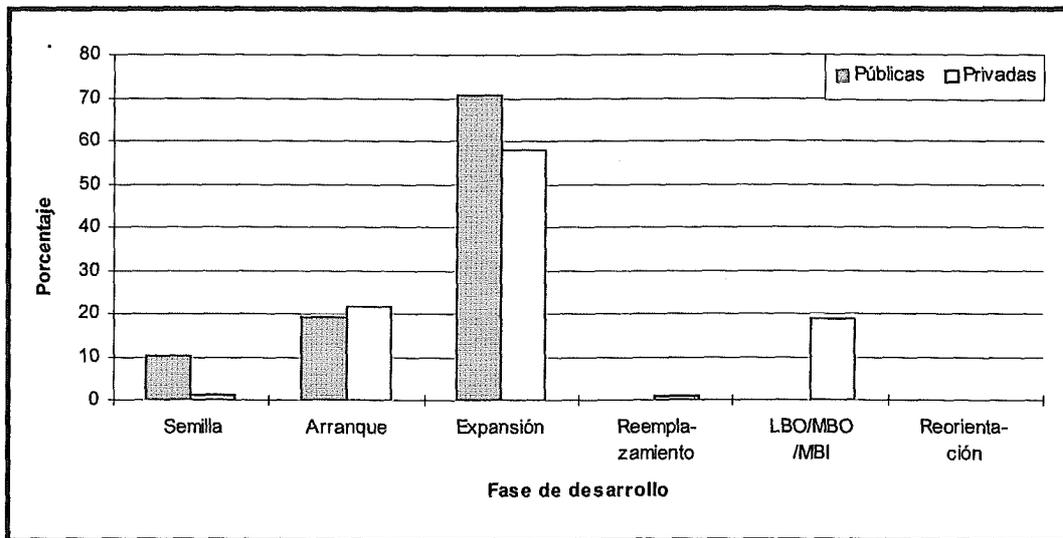


Figura 7.8. Composición de las carteras: Distribución porcentual del valor por fase de desarrollo.

Los motivos que explican estas diferentes políticas de inversión pueden encontrarse en el análisis de los importes medios de inversión de los proyectos en función de la fase de desarrollo a la que pertenecen.

Composición de las carteras : Importe medio de la inversión por proyecto y fase de desarrollo

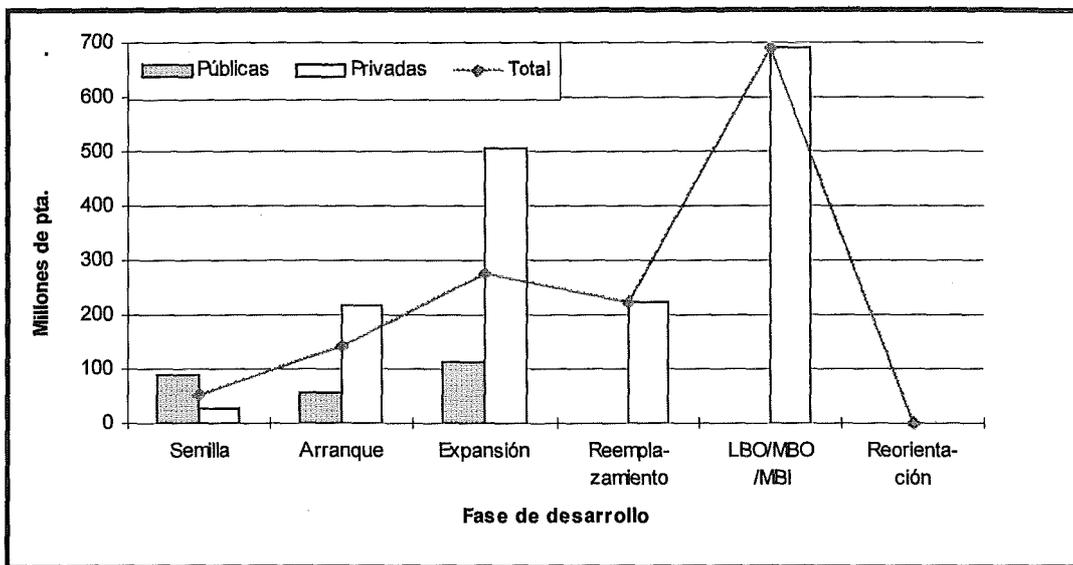


Figura 7.9. Composición de las carteras: Importe medio por proyecto y fase de desarrollo.

Bajo esta óptica se ponen de manifiesto grandes diferencias entre los dos tipos de entidades, ya que si bien para las ECR de tipo público los proyectos que requieren mayores volúmenes de inversión se encuentran ubicados en la fase de expansión y absorben, como media, 113 millones de pesetas, los proyectos de las fases de LBO/MBO de las ECR privadas requieren, como media, unos desembolsos cercanos a los 700 millones de pesetas por inversión.

Con la única excepción de los proyectos de la fase de semilla, el análisis muestra que las inversiones acometidas por las entidades de tipo privado requieren mayores desembolsos de capital que las que forman las carteras de las ECR de tipo público. Esta característica mantiene la coherencia con el enorme diferencial de recursos existente para ambos tipos de entidades.

7.2.3. Criterios de inversión

El análisis de los criterios de inversión de las ECR lo hemos dividido en dos partes: los objetivos de la entidad entendidos como política empresarial que influirá de forma general en la selección de los proyectos; y los requisitos más importantes que deberán cumplir las inversiones particulares para resultar aceptables y pasar a formar parte de la cartera.

Objetivos de la ECR²⁴³

El análisis de los estadísticos obtenidos para este apartado muestra que únicamente a rentabilidad de la inversión arroja unos valores medios por encima de 4, o, lo que es lo mismo, es considerado como el objetivo más importante para las ECR.

²⁴³ Infra anexo cap. 7.II. Criterios de inversión.

La adquisición de nuevas compañías y de activos infravalorados son considerados, contrariamente, los objetivos menos importantes para las entidades; mientras que el resto de factores carecen, en general, de una importancia significativa.

Hay que destacar igualmente que, a nivel de grupo, los factores de tipo económico y los de diversificación de riesgo mantienen unos valores más dispersos, ya que ofrecen una desviación standar mayor, en todos los casos, que los factores de tipo técnico.

Por lo que respecta al análisis por tipo de entidad, no existen diferencias significativas dignas de mención excepto por el hecho de que las de tipo público mantienen valores ligeramente superiores en todos los factores de tipo técnico.

Criterios de inversión²⁴⁴

Del análisis de los resultados obtenidos se desprende que el grupo de factores más importantes ante la selección de un proyecto se corresponden con los que hacen referencia al empresario. Así, la experiencia del empresario, de forma genérica, mantiene una media superior a 4, destacando la que se refiere a los mercados (4,47); pero también la personalidad del empresario se considera importante ya que si bien como grupo no llega a 4, algunas características superan este valor ampliamente, como es el caso de las ideas claras sobre el proyecto

²⁴⁴ Infra anexo cap. 7.II. Criterios de inversión (continuación).

(4,53), evaluar y reaccionar ante el riesgo (4,47), o su capacidad para mantener un esfuerzo sostenido (4,0).

Por lo que respecta al producto, lo más importante es su aceptación demostrable por el mercado (4,06) y con respecto al mercado que mantenga una tasa de crecimiento significativa (4,24). Mencionar que, no hay ninguna consideración de tipo financiero que pueda resultar especialmente determinante a la hora de seleccionar una inversión, aunque la más importante es que la inversión sea fácilmente liquidable (3,94).

Tanto las características del producto como las consideraciones de tipo financiero mantienen los valores de desviación standar más elevados, lo que nos indica que existe una cantidad significativa de ECR para las cuales pueden resultar factores a tener en consideración. Entre los criterios de selección que se encuentran en esta situación podemos destacar que el producto sea de propiedad o protegible; que las características del producto resulten adecuadas a la estrategia a largo plazo de la empresa; que disponga de buenas expectativas de venta a largo plazo; y que el tamaño de la inversión se encuentre limitado.

En el análisis por tipo de entidad no apreciamos diferencias significativas en cuanto a los criterios de selección de los proyectos de inversión utilizados por las entidades de tipo privado con respecto a los que las de tipo público consideran como más importantes.

7.2.4. Relación con las empresas participadas

El estudio del tipo de relación y los servicios prestados a las empresas en cartera por parte de las ECR se basa en la valoración concedida a experiencias auténticas vividas por las propias entidades. Es por este motivo que resulta imprescindible establecer, en primer lugar, si podemos catalogar la experiencia como normal en el sentido de que si la inversión se ha desarrollado según había sido planeada, o, por el contrario, aparecieron circunstancias no previstas que obligaron a la adopción de una serie de medidas y la prestación de servicios extraordinarios por parte de la ECR.

En este sentido, los valores obtenidos para los estadísticos de las muestras indican que, en términos generales, los proyectos de la cartera analizados se ha comportado ligeramente por encima de las previsiones iniciales, mostrando unos valores para la media ligeramente superiores a 3 y unas desviaciones standar suficientemente bajas como para generalizar esta apreciación a la totalidad de la muestra²⁴⁵.

Una vez establecido que los servicios y la dedicación corresponden a unos criterios de normalidad por cuanto respecta al desarrollo de los proyectos, procedemos a analizar en qué han consistido las actividades y servicios realmente suministrados a las empresas en cartera por parte de las ECR.

²⁴⁵ Infra anexo cap. 7.III. Servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera.

En primer lugar, analizaremos la información de la muestra por lo que respecta a los valores medios obtenidos para la participación de la ECR en cada una de las actividades llevadas a cabo por la empresa en cartera. Así obtenemos que únicamente los valores de participación de la ECR son iguales o superiores a las empresas en cartera para cierto grupo de servicios de tipo financiero.

Servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera : Valores medios del grado de participación (ECR Públicas)

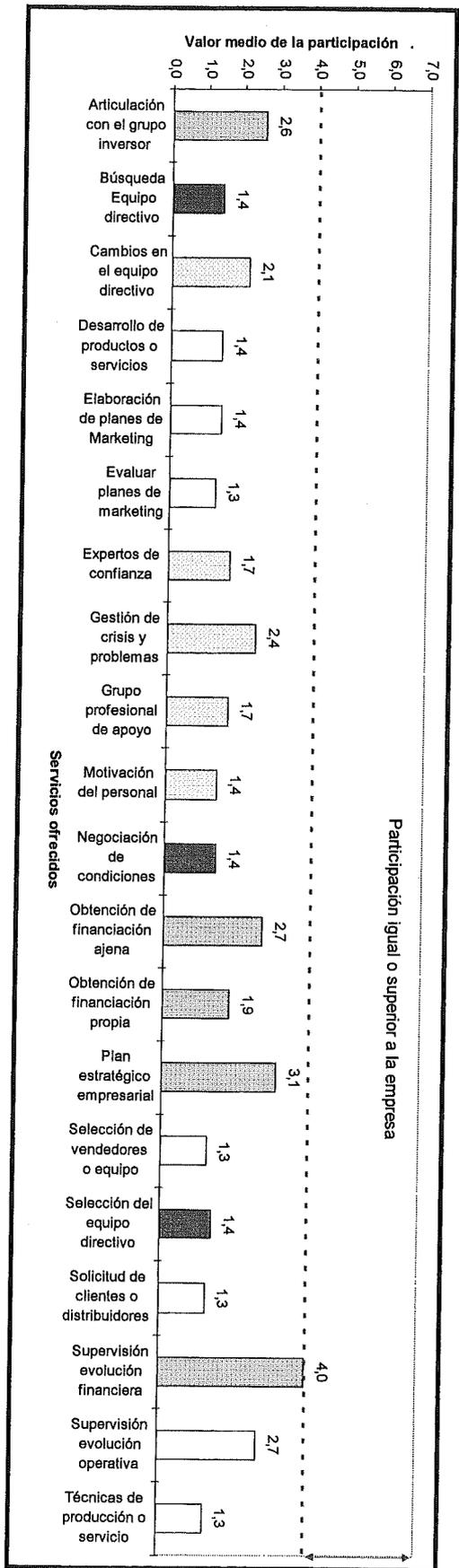


Figura 7.11. Servicios ofrecidos por las ECR Públicas. Valores medios del grado de participación.

Servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera : Valores medios del grado de participación (Total ECR)

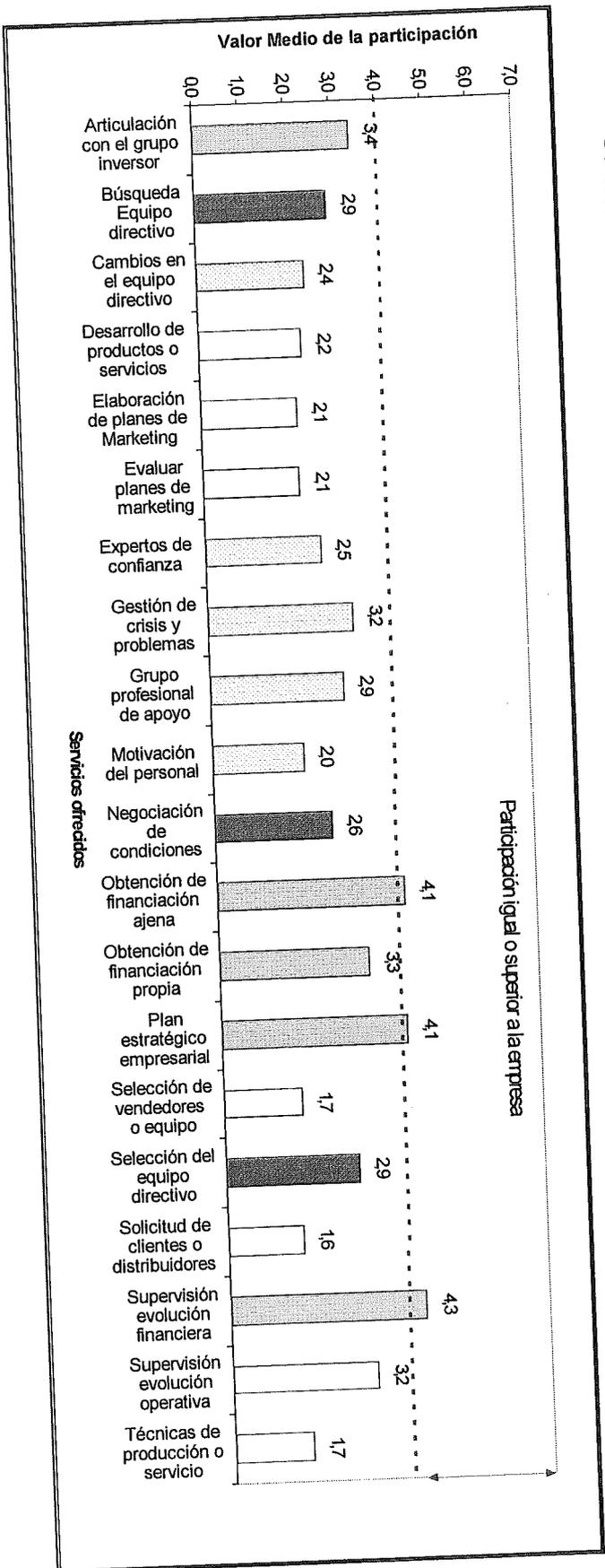


Figura 7.10. Servicios ofrecidos por las ECR: valores medios del grado de participación.

La sociedad capital riesgo como medio de financiación de la nueva empresa

Servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera : Valores medios del grado de participación (ECR Privadas)

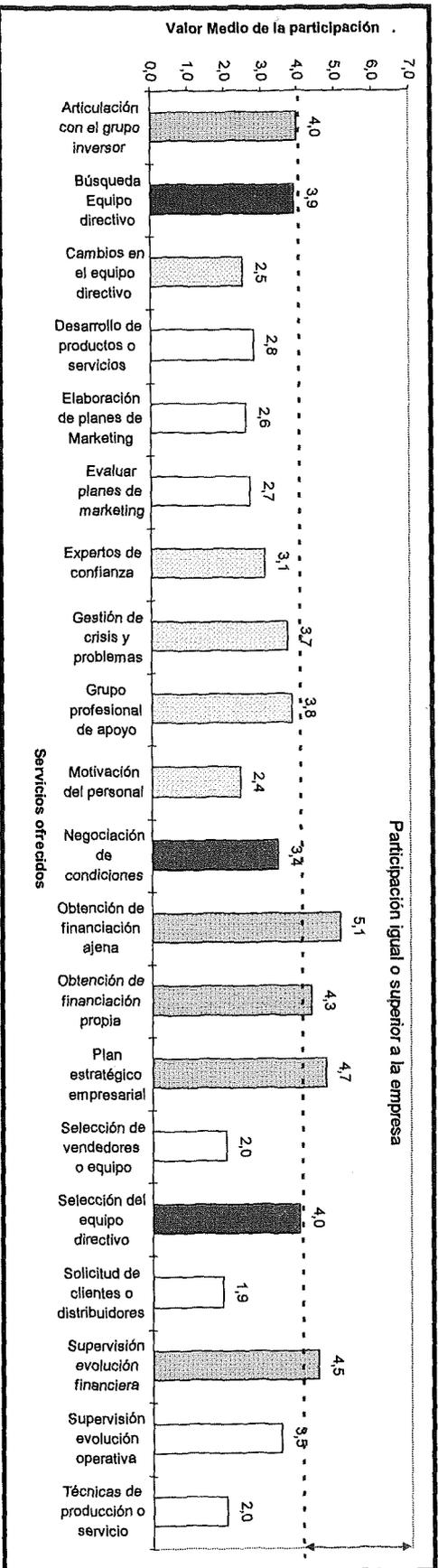


Figura 7.12. Servicios ofrecidos por las ECR Privadas. Valores medios del grado de participación.

De esta manera tenemos que la supervisión de la evolución financiera (4,3), la obtención de financiación ajena (4,1) y la elaboración del plan estratégico empresarial (4,1) son las únicas actividades para las que, en general, la participación de la ECR es igual o superior que la de la propia empresa de la cartera. Y, sin embargo, los valores obtenidos muestran que nos encontramos mucho más próximos a una participación igual que no superior a la de la empresa participada.

Por lo que respecta a la diferenciación por tipo de entidad, vemos que, en este apartado obtenemos un nuevo rasgo diferencial entre las entidades de tipo privado y las públicas²⁴⁶.

Por lo que respecta a las ECR públicas, la ausencia de participación en las actividades se muestra de una manera mucho más clara, ya que únicamente la supervisión de la actividad financiera (4,0) se aproxima a los valores de participación significativa.

Por el contrario, en las entidades de tipo privado observamos que, además de la totalidad de actividades de tipo financiero, como son la obtención de financiación ajena (5,1); la elaboración del plan estratégico empresarial (4,7); supervisión de la evolución financiero (4,5); obtención de financiación propia (4,3); y articulación con el grupo inversor (4,0), también aparecen algunas actividades de gestión como la búsqueda y selección del equipo directivo.

²⁴⁶ Infra anexo cap. 7.III. Servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera (continuación).

Si bien las medidas de dispersión de los datos muestra unos valores relativamente elevados en un intervalo comprendido entre 0,77 y 1,90, los valores de la media son tan bajos que, en realidad indican la existencia de dispersión entre unos niveles de participación escasa.

En segundo lugar vamos a seleccionar aquellas observaciones con unos valores iguales o superiores a cuatro, o, lo que es lo mismo, aquellos servicios para los que las ECR manifiestan haber tenido una participación como mínimo igual a la de la empresa en cartera. Con esta operación nos encontraremos en disposición de analizar los servicios prestados por aquellas entidades que realmente manifiestan ejercer estas actividades, y, por consiguiente, determinar cuáles son las más extendidas²⁴⁷.

Designaremos por A el porcentaje de ECR que manifiestan utilizar la actividad concreta con respecto al total de ECR de la muestra, de tal manera que su participación es, cuando menos, igual a la de la empresa en cartera.

Designaremos por B el complementario de A, esto es, el porcentaje de ECR que no utiliza la actividad concreta con una participación cuando menos igual a la empresa en cartera.

Designaremos por C el porcentaje de ECR que prestan el servicio concreto, con una participación igual o superior a la empresa en cartera,

²⁴⁷ Infra anexo cap. 7.IV. Servicios relevantes ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera.

con respecto a la totalidad de servicios prestados en las mismas condiciones y pertenecientes al mismo grupo de actividad.

Finalmente, designaremos por D el porcentaje de ECR que prestan el servicio concreto, con una participación igual o superior a la empresa en cartera, con respecto a la totalidad de servicios prestados en las mismas condiciones.

Puede observarse que más de la mitad de las empresas desarrollan actividades de las incluidas en el grupo de financieras, con un grado de participación elevado, entre las que cabe destacar la supervisión de la actividad financiera (A=70,6) y articulación con el grupo inversor (A=64,7).

El segundo gran grupo es el formado por las actividades que podemos denominar genéricamente de gestión, y que son utilizadas por un porcentaje situado en torno al 40 por ciento de las empresas de la muestra. Así, tenemos la búsqueda del equipo directivo y la negociación de las condiciones (A=41,2); la constitución de un grupo profesional de apoyo (A=41,2); y la búsqueda del equipo directivo (A=35,3).

Por último aparecen aquellas actividades que podríamos encuadrar dentro de los grupos de relación y operativas y que vienen siendo utilizadas por un porcentaje de empresas sensiblemente más reducido.

El análisis por tipo de entidad pone de manifiesto, por otra parte, una cantidad muy inferior de ECR de tipo público que participa, de una

manera significativa, en las distintas actividades , con respecto a las entidades de tipo privado que sí se involucran en la gestión de las empresas que conforman su cartera de inversiones. Sin embargo, existe una total coincidencia por lo que respecta a los grupos de actividades que predominan y que son, como ya se ha apuntado, las de tipo financiero.

Pasando al capítulo de los servicios ofrecidos por las ECR, a continuación examinaremos cuáles son los más comúnmente suministrados, en la medida que sea ésta una práctica utilizada por estas entidades, y bajo la condición que su participación resulte significativa con respecto a la de la empresa de la cartera.

Para llevar a cabo este análisis tomaremos los valores del parámetro D obtenidos del tratamiento de la información muestral según se ha explicado en los párrafos precedentes, para agruparlos, en una primera fase, por tipo de servicio.

De esta manera podemos observar que, a nivel del conjunto de las entidades, los servicios de tipo financiero suponen casi la mitad (47 %) de la totalidad de las actividades desarrolladas de una manera significativa por parte de las ECR, seguidas a una considerable distancia por las actividades de relación (22 %), las de gestión (18 %) y las que hemos denominado como de tipo operativo (13 %) que, a tenor de los resultados obtenidos, son las que se encuentran menos predispuestas a llevar a cabo.

Servicios ofrecidos por las ECR: Resumen por grupo de servicio (Total ECR)

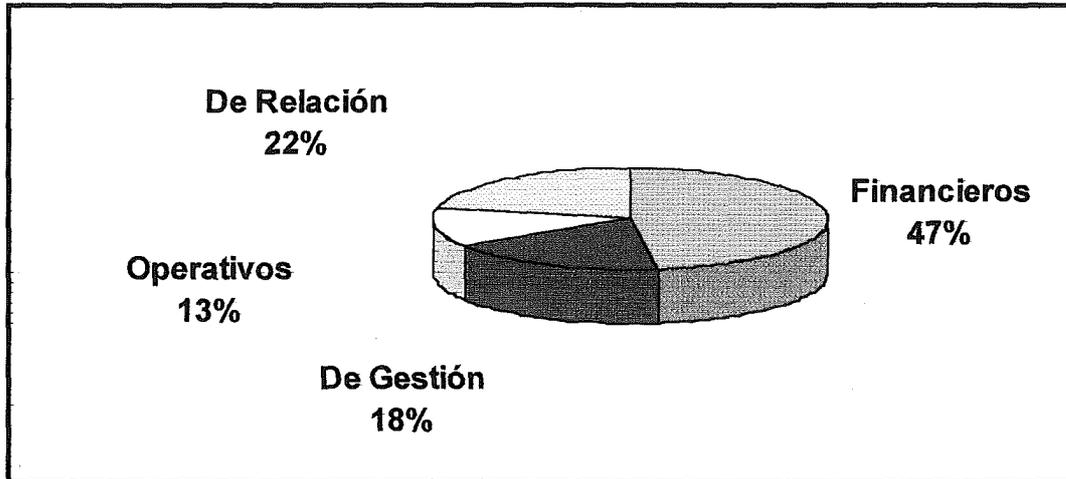


Figura 7.13. Servicios ofrecidos por las ECR.

El análisis por tipo de entidad pone de manifiesto algunas diferencias, en cuanto a la política aplicada por ambas, que se corresponden más con divergencias de tipo cuantitativo que cualitativo.

A este respecto puede apreciarse que, en el caso de las ECR de tipo público, el porcentaje de las actividades que podríamos catalogar como financieras aumenta de forma espectacular (63 %), en detrimento de todos los restantes grupos de servicios, pero de manera especial de los de tipo operativo (5 %), que prácticamente dejan de existir.

Las ECR de tipo privado, por su parte, si bien mantienen una clara mayoría de servicios de tipo financiero (44 %), también suministran de una forma significativa servicios de relación (22 %) y de gestión (19 %).

Servicios ofrecidos por las ECR: Resumen por grupo de servicio (ECR Públicas)

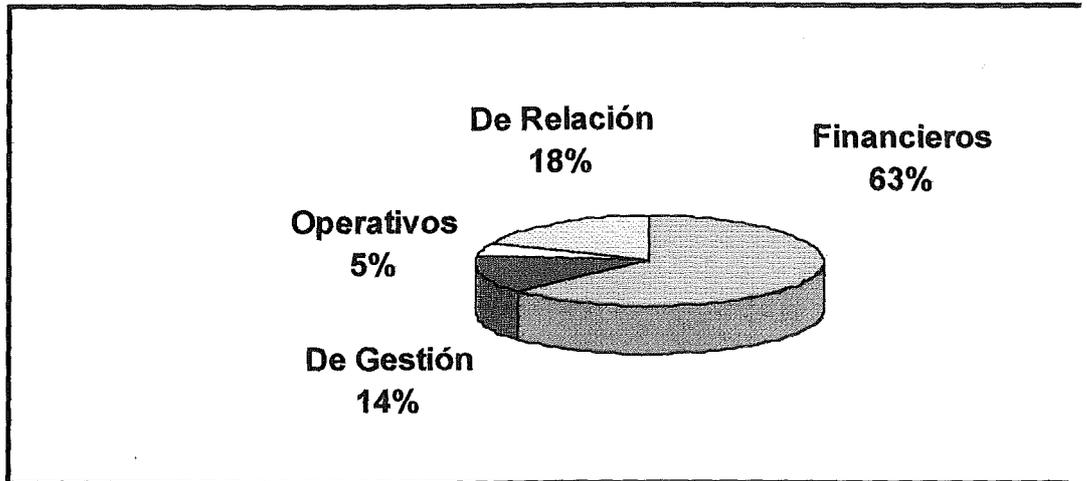


Figura 7.14. Servicios ofrecidos por las ECR Públicas.

Servicios ofrecidos por las ECR: Resumen por grupo de servicio (ECR Privadas)

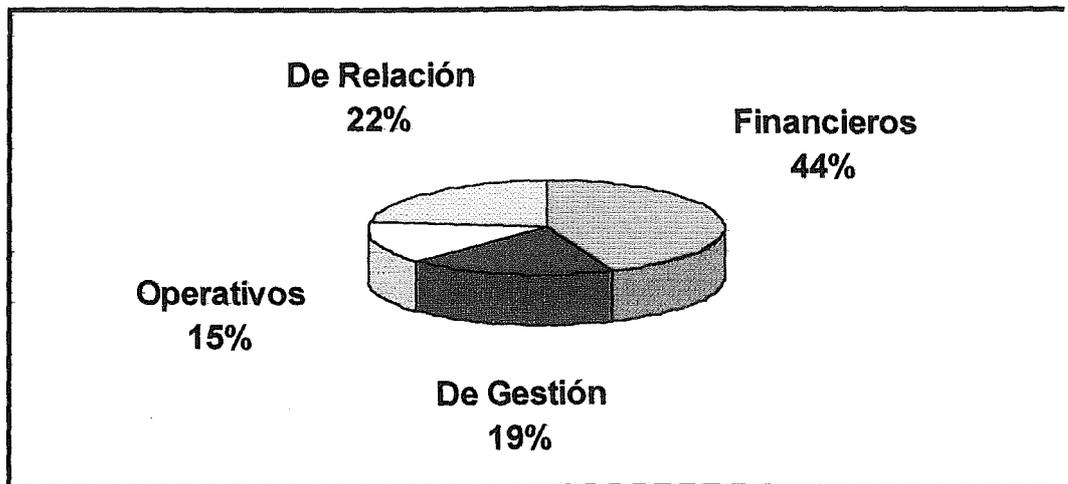


Figura 7.15. Servicios ofrecidos por las ECR Privadas.

Podemos profundizar un poco más analizando los servicios concretos que las ECR manifiestan suministrar a los proyectos de inversión que configuran su cartera.

De esta manera constatamos que la totalidad de los servicios de tipo financiero se encuentran por encima de cualquiera otro de las categorías restantes. Si bien existe una gran homogeneidad entre todos ellos, la supervisión de la evolución financiera (10,8 %) y la articulación con el grupo inversor (9,9 %) destacan ligeramente sobre el resto.

A continuación encontramos tres servicios como los más frecuentemente prestados, dos de ellos pertenecientes al grupo de gestión: selección del equipo directivo (6,3 %); y negociación de las condiciones del equipo (6,3 %); y el restante encuadrado dentro del grupo de relación: actuar como un grupo profesional de apoyo al empresario (6,3 %).

Por el contrario, la relación de actividades con un menor índice de prestación corresponden, en su totalidad, a las de tipo operativo, así, la elaboración de técnicas de producción (0 %), selección de equipos de ventas(0,9 %), selección de clientes o distribuidores (0,9 %), desarrollo de productos o servicios (1,8 %) y elaboración de planes de marketing (1,8 %) conforman el conjunto de las actividades con que las ECR se encuentran menos involucradas.

La sociedad capital riesgo como medio de financiación de la nueva empresa

Servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera : Porcentaje sobre el total de servicios significativos suministrados (Total ECR)

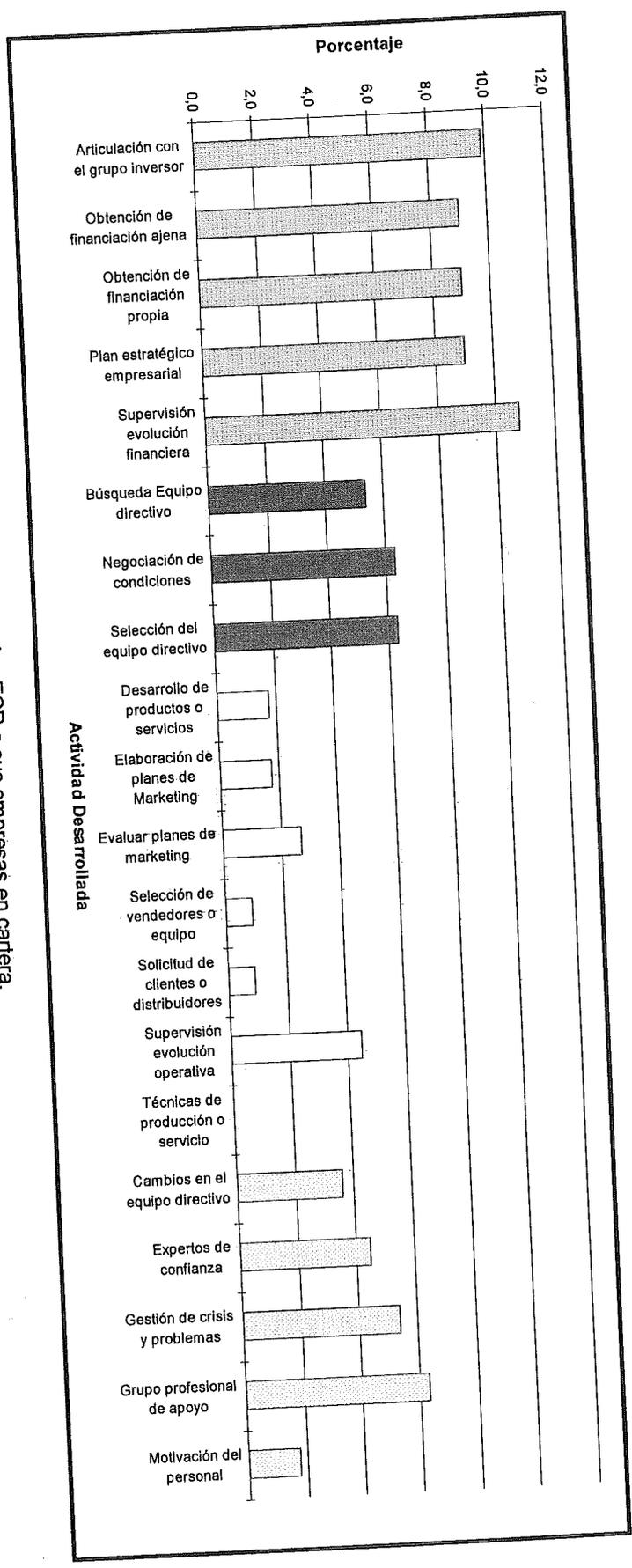


Figura 7.16. Porcentaje sobre el total de servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera.

El análisis por tipo de entidad nos muestra que las ECR de tipo público mantienen como característica más destacable la concentración de más del 45 % de las prestaciones de servicios en únicamente tres actividades de tipo financiero: supervisión de la evolución financiera (18,2 %); elaboración del plan estratégico empresarial (13,6 %); y articulación con el grupo inversor (13,6 %). La obtención de financiación (18,2 %), ya sea en forma de financiación propia o por medio de recursos ajenos conforman las siguientes actividades más desarrolladas.

El resto de servicios se encuentran ya a mucha distancia de los anteriores, siendo la supervisión de la evolución operativa (4,5 %) el único del grupo de actividades operativas que se presta con una cierta relevancia.

Servicios ofrecidos por las ECR a sus empresas en cartera : Porcentaje sobre el total de servicios significativos suministrados (ECR Privadas)

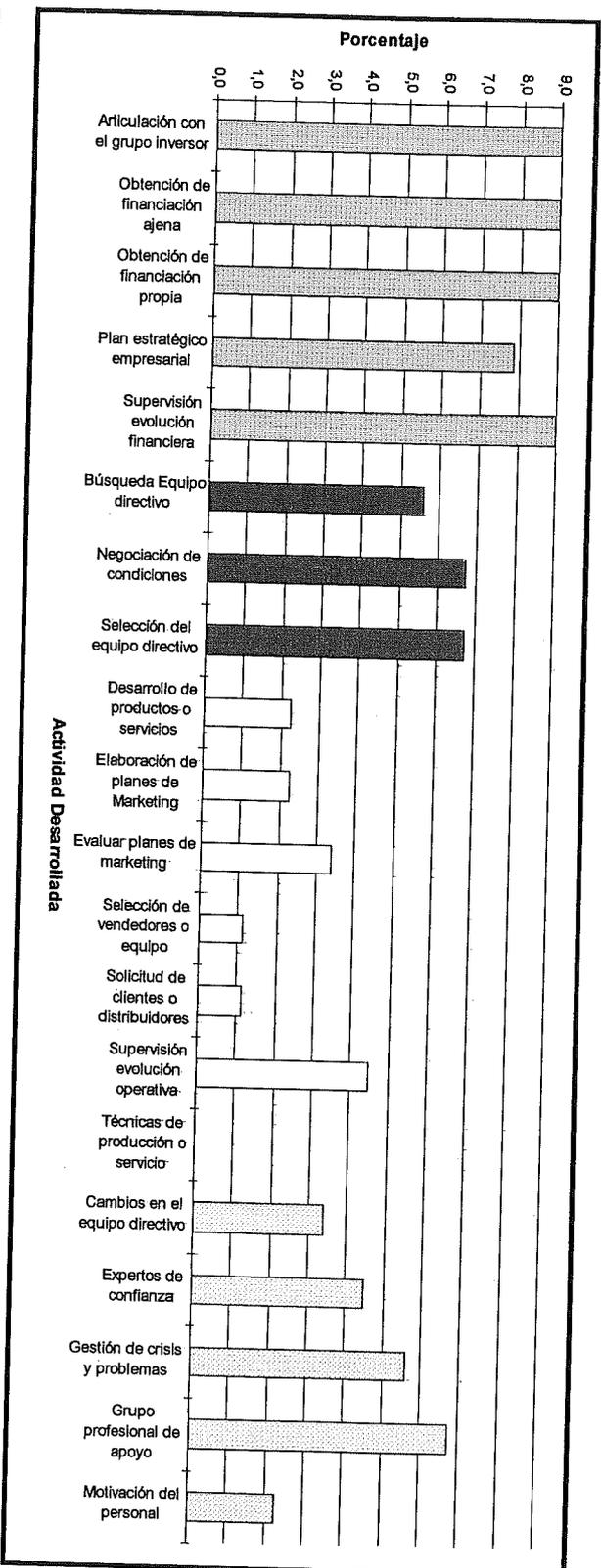


Figura 7.18. Porcentaje sobre el total de servicios ofrecidos por las ECR Privadas a sus empresas en cartera.