



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TESIS DOCTORAL

Título
<i>Venture Capital</i> y su valor añadido a los emprendedores: modelo de análisis
Autor/es
Luis Alberto Ruano Marrón
Director/es
Rubén Fernández Ortiz, Luisa Alemany Gil y José Eduardo Rodríguez Osés
Facultad
Facultad de Ciencias Empresariales
Titulación
Departamento
Economía y Empresa
Curso Académico



***Venture Capital* y su valor añadido a los emprendedores: modelo de análisis,**
tesis doctoral de Luis Alberto Ruano Marrón, dirigida por Rubén Fernández Ortiz, Luisa
Alemany Gil y José Eduardo Rodríguez Osés (publicada por la Universidad de La Rioja), se
difunde bajo una Licencia Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-
SinObraDerivada 3.0 Unported.

Permisos que vayan más allá de lo cubierto por esta licencia pueden solicitarse a los
titulares del copyright.



**UNIVERSIDAD
DE LA RIOJA**

Departamento de Economía y Empresa

Venture Capital y su valor
añadido a los emprendedores:
modelo de análisis

Tesis Doctoral

Julio 2018

Presentada por: Luis Alberto Ruano Marrón

Dirigida: Rubén Fernández Ortiz

Luisa Alemany Gil

Eduardo Rodríguez Osés

Índice

Resumen	11
Abstract.....	12
Agradecimientos	13
1. Introducción.	15
1.1. Objetivos y fortalezas de la investigación.	15
1.2. Relevancia del tema y motivación.	18
2. Revisión de la literatura	25
2.1. Concepto y ámbito de actuación del emprendedor.....	25
2.1.1. Definiendo el término “emprendedor”.....	25
2.1.2. Actitud emprendedora.....	31
2.1.3. Importancia de los emprendedores para la sociedad y la economía de un país.	35
2.1.4. Políticas públicas que impulsen el emprendimiento.....	37
2.1.5. Situación del emprendimiento en España.....	39
2.1.6. Concepto de “ <i>startup</i> ” y sus factores de éxito.....	42
2.2. Definición de capital riesgo y <i>venture capital</i>	48
2.2.1. Fuentes de financiación.	48
2.2.2. Financiación alternativa.	51
2.2.3. Evolución histórica de la industria del capital riesgo.	54
2.2.4. El capital riesgo.....	57
2.2.5. Definición de <i>Venture Capital</i>	65
2.2.6. Importancia del capital riesgo para la sociedad y la economía de un país.....	72
2.2.7. Iniciativas para el impulso del capital riesgo.....	74
2.2.8. Relevancia del sector del capital riesgo.....	78
2.2.9. Financiación vía <i>Venture Capital</i> frente a la financiación bancaria.....	85
2.3. Funcionamiento del <i>Venture Capital</i>	90
2.3.1. Agentes que intervienen en el proceso.....	90
2.3.2. Fases del proceso financiador.....	92
2.3.3. Asimetría de información entre los agentes implicados.	103
2.3.3.1. Manifestaciones de asimetría durante el proceso inversor.	118
2.3.3.2. Herramientas para atenuar la asimetría de información.	125
2.3.3.2.1. Selección de los proyectos.	127

2.3.3.2.2.	Derechos de control.	128
2.3.3.2.3.	Monitorización y seguimiento.	129
2.3.3.2.4.	Sindicación (Coinversión).	133
2.3.3.2.5.	Aportación de la financiación de manera secuencial.	141
2.3.3.2.6.	Valoración dinámica de la empresa y/o deuda convertible.	145
2.3.3.2.7.	La sustitución del emprendedor y/o su equipo gestor.	145
2.3.3.2.8.	Desinversión parcial.	147
2.3.3.2.9.	Prestigio (reputación).	147
2.4.	Valor aportado (<i>Smart Money</i> - Dinero inteligente).	150
2.4.1.	Evidencias del mejor desempeño de las empresas participadas por un <i>Venture Capital</i>	152
2.4.2.	¿Cuándo aporta valor el <i>Venture Capital</i> ?.....	161
2.4.3.	¿Cómo aporta valor el <i>Venture Capital</i> ?.....	169
2.4.4.	Condicionantes a la aportación de valor por parte de los <i>Venture Capital</i>	180
2.4.4.1.	Aspectos relacionados con el <i>Venture Capital</i>	181
2.4.4.2.	Aspectos relacionados con la empresa.	194
2.4.4.3.	Tamaño de la cartera de participadas del <i>Venture Capital</i>	198
2.4.5.	Proceso de aprendizaje del emprendedor y su equipo gestor.	203
2.4.6.	El proceso de búsqueda de financiación inteligente.	204
2.5.	Tipos de aportación de valor y planteamiento de las hipótesis de la investigación.	216
2.5.1.	Contactos.	221
2.5.2.	Asesoramiento (consejos).	224
2.5.3.	Incentivos.	227
2.5.4.	Relación (entre el “CEO-emprendedor” y la sociedad de inversión).	230
2.5.5.	Prestigio (reputación).	232
3.	Metodología y análisis empírico.	236
3.1.	Diseño de la investigación.	236
3.1.1.	Ámbito de la investigación.	237
3.1.1.1.	Ámbito geográfico.	237
3.1.1.2.	Tipo de operaciones.	237
3.1.1.3.	Destinatarios de la encuesta.	237
3.1.1.4.	Ámbito temporal.	239
3.1.1.5.	Confidencialidad.	241
3.1.2.	Definición de la población.	241
3.1.3.	Proceso de creación de la base de datos: cuestionario y variables.	243
3.2.	Análisis descriptivo de la población y de la muestra.	248

3.2.1.	Aspectos vinculados con la empresa.	248
3.2.1.1.	Ubicación.....	249
3.2.1.2.	Antigüedad.	250
3.2.1.3.	Sector de actividad.	252
3.2.1.4.	Fase de desarrollo.....	254
3.2.1.5.	Tamaño del consejo de administración.....	256
3.2.1.6.	Número de inversores del tipo <i>Venture Capital</i> en el accionariado.....	258
3.2.1.7.	Desempeño.	259
3.2.2.	Aspectos vinculados con el CEO-emprendedor.	264
3.2.2.1.	Género.	264
3.2.2.2.	Edad.	265
3.2.2.3.	Formación académica.	267
3.2.2.4.	Experiencia previa profesional y emprendedora.	269
3.2.3.	Aspectos vinculados con la sociedad de inversión.	272
3.2.3.1.	Origen de los fondos gestionados.....	272
3.2.3.2.	Foco sectorial de la inversión.	274
3.2.3.3.	Ubicación de la empresa en relación a la sociedad de inversión.	275
3.2.3.4.	Antigüedad.	277
3.2.3.5.	Volumen de los fondos gestionados.	279
3.2.3.6.	Rol de inversor líder.....	280
3.2.4.	Aspectos vinculados con el profesional de la sociedad de inversión.....	281
3.2.4.1.	Edad.	281
3.2.4.2.	Experiencia profesional previa.	282
3.2.4.3.	Experiencia dentro del sector del <i>Venture Capital</i>	284
3.2.4.4.	Tamaño de la cartera de participadas.	285
3.2.5.	Frecuencia de interacción entre el CEO-emprendedor y la sociedad de inversión.	286
3.3.	Variables.....	288
3.3.1.	Variable dependiente.....	289
3.3.2.	Variables independientes.....	294
3.4.	Metodología.....	303
4.	Resultados.....	309
4.1.	Evaluación del modelo de medida.....	309
4.2.	Evaluación del modelo estructural.....	312
5.	Discusión, aportaciones, limitaciones y futuras líneas de investigación.	316
5.1.	Discusión sobre los resultados.	316

5.2. Aportaciones	319
5.3. Limitaciones y futuras investigaciones.....	325
6. Conclusiones.....	328
Anexo I: Glosario.....	333
Anexo II: Cuestionario enviado a los “CEO-emprendedores”.....	334
Anexo III: Cuestionario enviado a los “Profesionales del <i>Venture Capital</i> ”.....	340
Bibliografía	346

Índice de Figuras

Figura 1: Esquema del desarrollo de la investigación.	23
Figura 2: Evolución del emprendimiento en España.....	40
Figura 3: Evolución para España de la TEA y del porcentaje de la población que ha invertido en negocios de terceros.....	40
Figura 4: Evolución de la TEA desglosada en España.....	42
Figura 5: Fuentes de financiación.	51
Figura 6: Diferenciación entre <i>private equity</i> y <i>venture capital</i>	59
Figura 7: Clasificación del capital riesgo en función del origen de los fondos.....	61
Figura 8: Esquema de las relaciones entre el emprendedor y el <i>Venture Capital</i>	69
Figura 9: Cifras de la industria del capital riesgo en Europa.....	79
Figura 10: Fondos captados en Europa en función de su origen.....	79
Figura 11: Volumen de inversión en porcentaje del PIB en Europa.....	80
Figura 12: Porcentaje en función del PIB de la inversión del capital riesgo por países.....	80
Figura 13: Porcentaje en función del PIB de la inversión del <i>Venture Capital</i> por países.	81
Figura 14: Clasificación de los importes invertidos por el capital riesgo en Europa.....	81
Figura 15: Clasificación del número de operaciones realizadas por el capital riesgo en Europa.....	82
Figura 16: Evolución global de las inversiones del <i>Venture Capital</i>	83
Figura 17: Evolución en EE.UU. de las inversiones del <i>Venture Capital</i>	83
Figura 18: Evolución en Europa de las inversiones del <i>Venture Capital</i>	84
Figura 19: Evolución en España de las inversiones de <i>Venture Capital</i> (importes).	84
Figura 20: Evolución en España de las inversiones de <i>Venture Capital</i> (número de operaciones).	85
Figura 21: Porcentaje de financiación bancaria en las empresas.	85
Figura 22: Clasificación de la relevancia de las fuentes de financiación para las pymes españolas.	86
Figura 23: Relación entre la financiación bancaria con respecto a la obtenida en mercados de capitales.....	87
Figura 24: Actores intervinientes en el proceso de financiación.	92
Figura 25: Esquema del funcionamiento de los <i>Venture Capital</i>	93
Figura 26: Escenarios de asimetría de información entre los tres principales agentes.....	105
Figura 27: Herramientas del <i>Venture Capital</i> para mitigar la asimetría de información.	126
Figura 28: Principales razones del <i>Venture Capital</i> para syndicar.....	135
Figura 29: Aportación de valor potencial por el <i>Venture Capital</i> en función de cuándo tenga lugar.	171
Figura 30: Esquema de la ventaja competitiva de los <i>Venture Capital</i>	193
Figura 31: Factores clave a tener en cuenta por el emprendedor para seleccionar un <i>Venture Capital</i>	211
Figura 32: Modelo de investigación que recoge las hipótesis planteadas.....	289

Índice de Cuadros

Cuadro 1: Principales cualidades que describen a un emprendedor	33
Cuadro 2: Factores de éxito de las empresas de nueva creación.....	44
Cuadro 3: Principales diferencias entre los <i>Venture Capital</i> y los <i>Corporate Venture Capital</i>	62
Cuadro 4: Conceptos clave para definir <i>Venture Capital</i>	71
Cuadro 5: Principales diferencias de la financiación del <i>Venture Capital</i> respecto a la bancaria.....	88
Cuadro 6: Herramientas del <i>Venture Capital</i> para mitigar la asimetría de información.....	149
Cuadro 7: Estudios que muestran un mejor desempeño de las empresas financiadas por un <i>Venture Capital</i>	154
Cuadro 8: Autores que han abordado la aportación de valor.	217
Cuadro 9: Estructura de los cuestionarios enviados a los CEO-emprendedores y a los Profesionales de los <i>Venture Capital</i>	244
Cuadro 10: Clasificaciones de los sectores de actividad de las empresas.	253
Cuadro 11: Variables observadas relacionadas con "Contactos" por autores.	296
Cuadro 12: Variables observadas relacionadas con "Asesoramiento" por autores.....	297
Cuadro 13: Variables observadas relacionadas con "Incentivos" por autores.	299
Cuadro 14: Variables observadas relacionadas con "Relación" por autores.....	299
Cuadro 15: Variables observadas relacionadas con "Prestigio" por autores.	302

Índice de Tablas

Tabla 1: Descripción de la población y de las respuestas al cuestionario.	248
Tabla 2: Clasificación de las empresas en función de la ubicación de su sede social.	250
Tabla 3: Clasificación de las empresas en función de su edad.	252
Tabla 4: Clasificación de las empresas en función de si tienen menos o más de 6 años.	252
Tabla 5: Clasificación de las empresas en función de su actividad principal.	254
Tabla 6: Clasificación de las empresas en función de si pertenecen al sector de desarrollo de software o comercio electrónico u otros sectores	254
Tabla 7: Clasificación de las empresas en función de su estado de desarrollo.	256
Tabla 8: Clasificación de las empresas en función de si han tenido ventas o no.	256
Tabla 9: Clasificación de las empresas en función del tamaño de su consejo de administración.	257
Tabla 10: Clasificación de las empresas según el tamaño de su consejo de administración.	258
Tabla 11: Clasificación de las empresas en función del número de <i>Venture Capital</i> en su accionariado.	259
Tabla 12: Clasificación de las empresas en función de si cuentan con uno o 2 <i>Venture Capital</i> o con más de 2.	259
Tabla 13: Evolución de las 5 variables de desempeño de la empresa.	264
Tabla 14: Clasificación de los “CEO- emprendedor” en función de su género.	265
Tabla 15: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su rango de edad según GEM.	266
Tabla 16: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de si tienen menos de 44 o 45 o más años.	267
Tabla 17: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su nivel formativo.	268
Tabla 18: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de si han cursado o no estudios de postgrado.	269
Tabla 19: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su nivel de experiencia profesional previa.	271
Tabla 20: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su experiencia emprendedora.	272
Tabla 21: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de si tienen o no experiencia emprendedora previa.	272
Tabla 22: Clasificación de las sociedades de inversión en función del origen de los recursos gestionados.	274
Tabla 23: Clasificación de las sociedades de inversión en función de si son o no públicas.	274
Tabla 24: Clasificación de las sociedades de inversión en función del foco de sus inversiones.	275
Tabla 25: Clasificación de las operaciones de financiación realizadas en 2015 en función de si la sede social de la empresa se encuentra o no en la misma Comunidad Autónoma que la oficina principal del <i>Venture Capital</i>	277
Tabla 26: Clasificación de las Sociedades de inversión en función de su antigüedad en el mercado.	278
Tabla 27: Clasificación de las sociedades de inversión en función de los recursos gestionados en millones de euros.	279

Tabla 28: Clasificación de las operaciones en función de si <i>Venture Capital</i> actuaba como “inversor líder”.....	281
Tabla 29: Clasificación de los “Profesionales de los VC” en función de su edad.	282
Tabla 30: Edad de los “Profesionales del VC”.	282
Tabla 31: Clasificación de los “Profesionales del VC” en función de su experiencia profesional previa.....	283
Tabla 32: Clasificación de los “Profesionales del VC” en función de su experiencia previa en el sector.	284
Tabla 33: Clasificación de los “Profesionales del VC” en función del tamaño de su <i>portfolio</i>	285
Tabla 34: Clasificación de las frecuencias media de interacción.....	287
Tabla 35: Clasificación de la interacción en función de si la frecuencia media es menor de 1 vez al mes o una vez al mes o superior.	288
Tabla 36: Resultados de la evaluación del modelo de medida.	310
Tabla 37: Resultados de la evaluación de la validez convergente y discriminante.	312
Tabla 38: Resultados de la evaluación del modelo estructural.....	313

Resumen

La presente investigación pertenece al campo de las finanzas para emprendedores (*“entrepreneurial finance”*) un área emergente dentro de las finanzas corporativas que se encuentra en la encrucijada de éstas con el emprendimiento. Ambas cuestiones tienen una importancia y relevancia creciente tanto en el ámbito académico como en el socio económico. Una de las características diferenciales de los inversores de capital riesgo es la posibilidad de aportar, junto con el dinero, servicios de valor añadido. Así, hemos desarrollado un modelo estadístico que permite evaluar qué clase de valor añadido por parte del capital riesgo en primeras fases de las empresas de nueva creación (*“venture capital”*) tiene más repercusión sobre el desempeño de la empresa financiada.

Para ello, se ha realizado un estudio empírico en el ecosistema español, recabando información tanto del proveedor de la financiación (el inversor de capital riesgo) y de sus servicios de valor añadido como del receptor de los mismos (el emprendedor y su empresa).

Como no existe una base de datos apropiada fue necesario crear una base de datos propia. Para ello se identificaron las operaciones de financiación realizadas en el periodo de estudio. A continuación, a partir de la revisión bibliográfica realizada, se diseñó, validó y administró un cuestionario que fue enviado a ambos agentes para recabar los dos puntos de vista. Una de las fortalezas del estudio es la representatividad de los datos y haber conseguido un porcentaje de respuestas del 74% sobre los 288 cuestionarios enviados, lo que valida la idoneidad significación del diseño de la investigación. Para testar las hipótesis se ha empleado la metodología de ecuaciones estructurales PLS. Se definieron cinco variables independientes correspondientes a los cinco tipos de valor añadido (contactos, asesoramiento, incentivos, relaciones interpersonales y reputación), la variable dependiente (valor añadido) y las escalas de medición de las 21 variables observadas (ítems) que las caracterizaban.

Finalmente se consiguió validar el modelo de medida y el modelo estructural. Además, los resultados obtenidos muestran como por este orden el “asesoramiento”, los “contactos” y los incentivos” tienen una influencia positiva y significativa en el desempeño de la empresa; mientras que las hipótesis relativas al tipo de valor “relaciones” y “reputación” no fueron validadas. En las conclusiones obtenidas se han podido extraer aportaciones para el ámbito académico y recomendaciones para los emprendedores, los financiadores y las administraciones públicas.

Abstract.

The present research belongs to the field of entrepreneurial finance, an emergent area within the corporative finances that is in the crossroads of these with the entrepreneurship. Both issues have a growing importance and relevance, in the academic field and also in the social and economic ecosystem. One of the distinguishing features of venture capital investors is the possibility of contributing, along with money, with value added services. Thus, we have developed a statistical model that allows evaluating what kind of added value by venture capital to startups has more impact on the performance of the financed company.

In order to do this, an empirical study has been carried out in the Spanish ecosystem, gathering information from both the financing provider (the venture capitalist) and its value-added services and the recipient (the entrepreneur and his company).

As there is no appropriate database, it was necessary to create our own database. To this end, the financing operations carried out during the study period were identified. Then, from the literature review carried out, a questionnaire was designed, validated and administered, which was sent to both agents to obtain the two points of view. One of the strengths of the study is the representativeness of the data and having achieved a percentage of responses as high as 74% on the 288 questionnaires sent, which validates the suitability of the design of the research. To test the hypotheses, the PLS structural equation methodology was used. Five independent variables were defined corresponding to the five types of added value (contacts, advise, incentives, interpersonal relationships and reputation), the dependent variable (added value) and the scales of measurement of the 21 variables observed (items) that characterized them.

Finally, the measurement model and the structural model were validated. In addition, the results obtained show how, in this order, "advice", "contacts" and incentives" have a positive and significant influence on the performance of the company; while the hypotheses regarding the type of value "relations" and "reputation" were not validated. In the conclusions obtained, it has been possible to extract contributions for the academic field and recommendations for entrepreneurs, funders and public administrations.

Agradecimientos

Son muchas las personas que han hecho posible la realización de este trabajo de investigación. Realizar una relación exhaustiva de las innumerables personas y organizaciones que de una u otra manera me han apoyado a lo largo de todos estos años desde que inicié el camino de alcanzar mi doctorado resultaría una ardua y laboriosa tarea y seguro nos dejaríamos a alguno de ellos.

En primer lugar, quiero manifestar mi más sincero agradecimiento a mis tres directores de esta tesis doctoral, Rubén Fernández Ortiz, Luisa Alemany Gil y Eduardo Rodríguez Osés. Sin duda, sin su paciencia, esfuerzo y dedicación el resultado de este trabajo no hubiera sido posible.

Pero sin duda, me siento profundamente afortunado por la comprensión que ha mostrado mi familia. Especialmente mi mujer Cristina, quién siempre ha sabido entender los momentos en los que me tenía que encerrar para trabajar y continuar avanzando paso a paso con el objetivo de coronar la cima. Ha sabido comprender y aguantar mis ausencias, durante estos años en los que hemos visto nacer a nuestras dos hijas, Cayetana y Paula. Tampoco me quiero olvidar de mis padres y hermano. He pasado por momentos duros, de soledad, incluso de desesperación; teniendo que aplicar toda mi fuerza de voluntad para no abandonar el camino emprendido y seguir esforzándome para estar concentrado en el trabajo de sacar adelante esta tesis. Tengo que reconocer que mi afición por la montaña me ha forjado en mi carácter la tenacidad necesaria para este fin.

Por supuesto agradecer también a todos aquellos miembros del ecosistema emprendedor (inversores, emprendedores, instituciones, corporaciones, fundaciones, etc.) con los que he compartido muchísimas horas intercambiando opiniones acerca de que enfoque de la investigación podría resultar más enriquecedor e interesante. También he podido comentar mis avances con otros investigadores y académicos, así como con miembros del equipo GEM España, quienes siempre me han aportado interesantes puntos de vista.

Finalmente, debo tener una especial dedicatoria de agradecimiento a todos los profesionales del mundo del capital riesgo español y los emprendedores que tan amablemente contestaron los cuestionarios que les enviamos. Su alto compromiso me ha permitido tener un muy elevado índice de respuestas, una gran representatividad y una información que considero interesantísima y uno de los activos más importantes de esta investigación.

Capítulo I: Introducción

1. Introducción.

1.1. Objetivos y fortalezas de la investigación.

Una de las cuestiones más importantes que debe resolver un emprendedor es conseguir la financiación necesaria para poner en marcha su empresa y hacerla crecer y consolidarse a través de la ejecución del plan de negocio. Una de las herramientas que surgen con más fuerza para proporcionar financiación a estas iniciativas es el *Venture Capital*¹.

En este trabajo describiremos en profundidad las principales características y la forma de funcionamiento de este tipo de financiación alternativa a la bancaria. No obstante, en una primera aproximación identificaremos a los *Venture Capital* como aquellas sociedades que profesionalmente gestionan dinero de inversores y que están especializadas en financiar empresas de reciente creación, principalmente en sectores tecnológicos bajo un entorno de asimetría de información. Fundamentalmente, el dinero se canalizará a través de una participación en el capital de la empresa, por lo esta sociedad de inversión se convertirá en socio del emprendedor.

El objetivo de la presente tesis doctoral es avanzar en el campo de conocimiento del valor añadido que puede aportar el financiador del tipo *Venture Capital* a la empresa que financia. Estos servicios de valor añadido los facilitará con el objetivo de mejorar el desempeño de la empresa y, por tanto incrementar el valor de la sociedad financiada y su potencial rentabilidad.

Así, hemos creado un modelo que permita evaluar qué clase de valor añadido del *Venture Capital* tiene más repercusión sobre el desempeño de la empresa que financian. Para ello pretendemos aportar evidencia empírica sobre esta cuestión que posibilite, a través de la evaluación de nuestras hipótesis planteadas, afirmar cuál de ellos tiene mayor repercusión.

Mucho del trabajo realizado no está presentado en esta tesis, pero si se ha utilizado para ayudarnos a entender cómo desarrollar mejor el acercamiento a los principales objetivos de este trabajo.

Para la elaboración de esta investigación hemos recurrido tanto a fuentes primarias como a secundarias. Hemos leído y revisado artículos en revistas y todo tipo de publicaciones, libros, blogs escritos por los diversos agentes de esta industria (inversores, emprendedores, etc.); así como estudios académicos publicados por diversas universidades e investigadores. También hemos extraído datos de publicaciones, de las *webs* corporativas de los inversores y empresas, de perfiles de LinkedIn y otras redes sociales u observaciones de campo. Además, para reforzar el conocimiento del objeto de esta investigación hemos asistido y participado activamente en múltiples foros del sector en los que se ha podido interactuar con inversores, emprendedores, instituciones, corporaciones empresariales, etc.

La gran mayoría de los estudios tanto cualitativos como cuantitativos a los que hemos tenido acceso están casi exclusivamente escritos en inglés y tienden a focalizarse en el mercado americano. Solo

¹ En este documento también nos podremos referir al *Venture Capital* con la abreviatura VC.

algunos trabajos analizan el sector de otras de zonas geográficas y muy pocos están centrados en el ecosistema español. En definitiva, los análisis empíricos están dominados por datos de los Estados Unidos. Aquí cabría plantearse si los resultados obtenidos a partir de datos de operaciones americanas serían extrapolables al resto de mercados.

Es cierto que los inversores y los emprendedores de los Estados Unidos y de España desarrollan su actividad siguiendo pautas similares. Sin embargo, para encuadrar la situación del sector en España sí queremos indicar algunas peculiaridades que condicionan los ecosistemas de ambos países entorno al emprendimiento y la inversión.

Una de ellas sería el tamaño del mercado al que inicialmente tienen acceso las empresas que surgen en Estados Unidos frente a las españolas, donde claramente el mercado interno americano es significativamente superior al nacional. Cuando un inversor de los Estados Unidos realiza una inversión en una empresa americana esta tiene por delante un mercado único de 310 millones de personas dentro del mismo país.

Sin embargo, el inversor que financia una empresa ubicada en España se encuentra en una clara desventaja en cuanto a sus posibilidades de escalabilidad en función de las facilidades que le ofrece el tamaño de mercado para crecer. En España el mercado es infinitamente más pequeño. Incluso en función de determinados sectores cada comunidad autónoma establece su propia legislación por lo que de facto el mercado nacional se fractura en 17 mercados de menor tamaño. Además, cuando la empresa mira a Europa para crecer se encuentra con que cada país es un mercado distinto, con idioma y costumbres diferentes que debe ser abordado con una estrategia específica adaptada al mercado de cada país. A priori estas circunstancias exigirán emplear un mayor volumen de recursos y supondrá un uso menos eficiente de los mismos para tratar de alcanzar unos objetivos similares de crecimiento frente al escenario con el que se encuentran sus empresas comparables americanas.

Otra cuestión sería en cuanto a la experiencia y madurez del sector inversor. En Estados Unidos cuentan con una mayor tradición y la financiación profesional de las iniciativas emprendedoras arrancó en la primera mitad del siglo XX. Sin embargo, el inicio de esta actividad en España es mucho más reciente. Además, la economía estadounidense está menos bancarizada, tienen un mercado de capitales más desarrollado, existe un mayor número de inversores, con mayor experiencia en todo el proceso inversor incluida la desinversión; y con mayor disponibilidad de recursos; incluso el porcentaje de recursos en función del PIB es muy superior. Esto condiciona el tipo de relación existente entre el financiador y el emprendedor.

Así, en los Estados Unidos a lo largo de la amplia historia de este sector se han ejecutado muchísimas operaciones de inversión y de desinversión muy bien documentadas. Esta información se ha ido almacenando en diversas bases de datos². Esta amplia muestra y serie histórica permite realizar estudios de investigación empíricos sustentados en datos consistentes obteniendo conclusiones representativas.

² Por ejemplo, la *Securities Data Corporation (SDC) Venture Xpert Database (VE)* y *US Tax records* y *Census Bureau Surveys* que proveen datos de todo el sector; o la *Thomson Venture Economics* que ha desarrollado una plataforma propia para el estudio de la actividad del *private equity* desde hace más de 20 años, tiene más de 50 investigadores a nivel global capturando datos diarios de este tipo de actividad.

En España es un sector con un menor número de operaciones y más opaco donde no hay mucha información con respecto a las operaciones de financiación. Si tienden a publicarse parcialmente aquellas operaciones que resultan ser exitosas para los distintos agentes implicados, pero es muy poco frecuente que se hagan públicos los datos cuando la inversión resulta ser un fracaso. Existen problemas tanto por la falta de datos como por la calidad de los mismos. Incluso cuando existen bases de datos, su calidad no siempre es la mejor al enviar información incompleta y / o insuficiente, ya que su reporte es voluntario.

En definitiva, podríamos haber realizado un análisis para el mercado americano utilizando las bases de datos existentes y buscar conclusiones apoyados sus en datos empíricos. Sin embargo, nos ha parecido más interesante tratar de aportar información sobre un mercado como el español en el que hay un largo camino por recorrer. Aquí es donde este trabajo aporta valor y resulta original. De hecho, otros autores comentan en sus estudios que futuras investigaciones deberían llevarse a cabo en otros países más allá del mercado de los Estados Unidos.

Otra fortaleza de nuestra investigación es la metodología empleada. Podríamos haber optado por realizar un análisis de investigación cualitativo con técnicas como el método del caso o paneles Delphi. Las investigaciones cualitativas se plantean definiendo los observadores cualificados y competentes que pudieran informar con precisión, objetividad y claridad acerca de sus propias observaciones e incluso de la experiencia de los demás. Por ejemplo, el método del caso se basa en el razonamiento inductivo, en el que las generalizaciones surgen a partir de un examen minucioso de los datos. Además, facilita la comprensión, confirmación o ampliación de los conocimientos del lector a partir de lo descrito en el “caso” estudiado.

Sin embargo, nosotros tuvimos claro que realizaríamos un estudio cuantitativo empleando la metodología PLS (*Partial Least Squares*) con aplicación en la modelización de una red “causal” de variables latentes. La utilización de esta potente herramienta estadística supone un hecho diferencial dentro de este campo de investigación, aunque es un método robusto, actual y muy usado y ampliamente aceptado en otras áreas de conocimiento.

Otra fortaleza es el diseño de la encuesta realizada. Por un lado, supone un hecho diferencial y que mejora otros estudios el haber recabado información de los dos agentes implicados, el proveedor de la financiación (*Venture Capital*) y el receptor de la misma (empresa-emprendedor). Pero además la gran representatividad de los datos obtenidos. Así, podemos establecer como en el año 2015 se contabilizaron entorno a 315 operaciones, de ellas en base los criterios delimitados en la investigación nuestra población quedó configurada por 144³. Así, enviamos un total de 288 cuestionarios de los que obtuvimos una tasa de respuestas del 74,3%. En los datos obtenidos están representadas las sociedades de inversión más importantes y las empresas más representativas de diversos sectores y en diversas ubicaciones geográficas.

Aunque hemos identificado algún trabajo que analiza los efectos de la aportación de valor en las empresas o cómo se identifican a sí mismos los gestores de los *Venture Capital* como potenciales aportadores de valor para otros mercados, no tenemos constancia de que exista un estudio que incluya la doble perspectiva para el caso del mercado español. Así, la principal aportación de este

³ Como explicaremos posteriormente hemos analizado operaciones del tipo *Venture Capital* realizadas en el año 2015 en España en empresas españolas por *Venture Capital* españoles.

trabajo es la creación y validación de un modelo gracias al estudio empírico con datos obtenidos del mercado español, así como los resultados obtenidos y las conclusiones inéditas.

Por tanto, el estudio empírico permitirá contrastar cual es la opinión real de los profesionales del ámbito de la inversión y de los emprendedores con respecto al “*Smart Money*” (dinero inteligente).

La contribución original es haber realizado un trabajo inédito en este campo de investigación, por lo que los resultados podrán aportar luz para contrastar los planteamientos cualitativos y las distintas opiniones existentes en el sector. Podrá servir para unir las expectativas de lo que los emprendedores esperan recibir realmente del inversor y, por otro lado, preparar a los profesionales de la inversión para que aporten aquello que los emprendedores están esperando recibir, en lo que ellos muestran más carencias o esperan ser complementados y reforzados.

Consideramos el objetivo de este estudio un tema de gran actualidad, en el que asuntos como la iniciativa y papel de los emprendedores, o el papel de la financiación de los proyectos y de las empresas españolas, se encuentran muy presentes en el debate económico. En un momento como el actual en el que está teniendo lugar una evolución hacia una economía en la que la participación bancaria va a tener un menor peso en la financiación, y la aportación procedente otros tipos de financiación tendrá una mayor importancia relativa.

1.2. Relevancia del tema y motivación.

En los últimos años se ha hecho patente a nivel global la necesidad de promover, difundir y apoyar el espíritu emprendedor, principalmente porque el emprendimiento es uno de los principales motores de la actividad económica. Si cabe, aún se ha puesto de manifiesto con mayor intensidad a raíz de la severa crisis que han sufrido muchas economías. Así, tanto los distintos agentes sociales como los poderes públicos, han impulsado múltiples iniciativas con el objetivo de estimular y apoyar este movimiento emprendedor.

Los emprendedores con su empuje generan un gran dinamismo en la sociedad. Son capaces de detectar oportunidades donde otros solo ven problemas y transformarlas en un negocio. La creación de empresas, que a su vez generarán puestos de trabajo⁴, tiene una gran repercusión en las personas de su entorno y además genera bien estar y riqueza en la sociedad en general, y en ocasiones estas iniciativas obtendrán una repercusión mundial⁵.

A través de sus empresas, los emprendedores son los responsables de poner al alcance de los consumidores innovaciones y tecnología que en ocasiones son capaces de cambiar los hábitos de sus usuarios. Pensemos en los programas de mensajería instantánea como WhatsApp que han

⁴ Según la Comisión Europea (2014) en Europa en 2013, el 99% de los negocios eran pequeñas y medianas empresas, que generaban el 58% del valor añadido producido en ese periodo y 2 de cada 3 empleados.

⁵ La existencia de personas con un perfil emprendedor y sus organizaciones son muy importantes para la economía de un país por su contribución al crecimiento económico y a la creación de empleo (Huyghebaert y O'Donohoe, 2007). Los autores González-Pernía et al. (2012) y González-Pernía y Peña-Legazkue (2015) en sus investigaciones realizadas en España encontraron evidencias entre la actividad emprendedora y el crecimiento económico en las comunidades autónomas.

revolucionado la forma de comunicarnos; o en el empuje y la transformación del vehículo eléctrico que se está impulsando desde Tesla, o la aparición de la economía colaborativa de la mano de empresas como Uber, Blablacar o Airbnb.

A lo largo de todo el planeta son ininidad los casos de iniciativas que quieren tomar como ejemplo el “caso de éxito” de Silicon Valley o el modelo israelí.

En función de la crisis económica de estos últimos años, el protagonismo de estos nuevos emprendedores es aún mayor, ya que nadie pone en duda que las nuevas empresas de reciente creación y la innovación llevada a cabo por los emprendedores impulsan el necesario crecimiento económico (De los Ríos et al., 2015).

No obstante, si queremos matizar que aún reconociéndoles su importantísima e irremplazable función, ni podemos ni debemos cargarles con toda la responsabilidad de que sean los revulsivos de la economía o de que sean los que acaben con la lacra del paro, ya que quizás en muchas ocasiones desde diversos estamentos públicos y cargos políticos se les ha querido utilizar en ese sentido.

De los Ríos et al. (2015) observan como Europa se enfrenta a nuevos retos como consecuencia del estancamiento en el crecimiento económico y de las difíciles condiciones sociales emparejadas al mismo, por lo que las autoridades luchan continuamente para impulsar la actividad económica en la zona.

En el caso español, con el problema tan preocupante de desempleo, cobra especial relevancia el fomento del espíritu emprendedor. Con su iniciativa, los emprendedores detectarán oportunidades generando empleo en nichos de actividad económica antes inexplorados. En España, la mayor parte del empleo lo crean las pequeñas empresas, así que sin duda todas las iniciativas empresariales generadas por el impulso del espíritu emprendedor contribuirán en esa tarea.

Ortiz (2018) explica como el emprendimiento como práctica económica y social ha despertado un gran interés en los últimos años. Su análisis ha inundado los foros económicos, educativos y políticos. Al calor de esta emergencia, en el ámbito académico se han creado cátedras universitarias en cuyo seno se observan y analizan las variables que determinan las tasas de emprendimiento, y se explotan los resultados de encuestas de amplia proyección geográfica, como el “*Global Entrepreneurship Monitor*” (GEM)⁶, y se realizan propuestas para incentivar el espíritu emprendedor entre los estudiantes y entre la población en general.

Incluso, la realidad socioeconómica se ha llenado de anglicismos con los que denominar distintas tipologías de emprendedor y de negocio (“*business angel*”, “*startup*”) o los entornos propicios para el emprendimiento se conocen como “ecosistema emprendedor” (Ortiz, 2018).

Son muchos los programas y ayudas a los emprendedores y a la creación de nuevas empresas que hemos podido conocer. Algunos mejor enfocados que otros, pero todos bien intencionados y desde

⁶ Es un observatorio internacional que inició su actividad en el año 1.999 de la mano de *London Business School* y el *Babson College*. Con carácter anual analiza el fenómeno emprendedor, publicando informes anuales de carácter global, nacional, regional y local gracias a los consorcios de equipos de investigación en los diferentes países que integran GEM. Se realiza a partir de encuestas realizadas a la población adulta y cuestionarios completados por expertos. En 2014 fueron entrevistados 206.000 individuos de 73 países que representan el 72,4% de la población y el 90% del PIB mundial y 3.936 expertos nacionales; mientras que en el estudio del año 2017 participaron 53 economías. Los distintos informes están accesibles en www.gemconsortium.org y www.gem-spain.com.

luego bienvenidos, ya que cualquier iniciativa llega para sumar y sin duda pone su granito de arena en la coctelera del ecosistema emprendedor.

En los últimos años en España, probablemente a raíz de la crisis financiera en general y de la española en particular el fenómeno emprendedor ha irrumpido con fuerza. Entre los principales catalizadores de este florecimiento situaríamos la firme apuesta de las principales escuelas de negocio (promoviendo foros, actividades, clubs de inversores o formación específica sobre la materia para inversores y emprendedores). Las grandes corporaciones empresariales nacionales y extranjeras (Iberdrola, Caixa, Telefónica, Repsol, Banco Sabadell, Google, Microsoft, IBM, etc.) también se han sumado al movimiento creando sus propias líneas de actuación con programas de financiación e inversión, concursos o programas de aceleración. Otro elemento destacado es la celebración de diversos tipos de foros organizados gracias a la iniciativa privada y pública tanto para la creación y consolidación de una red de contactos (*networking*) como para la búsqueda de financiación. Además, han proliferado viveros, espacios de *coworking*, aceleradoras, mentores, etc. gracias tanto a iniciativas públicas como privadas o mixtas.

Su importancia incluso tuvo repercusión en el ámbito legislativo. Así, se ha visto reflejada en el hecho de que el Gobierno español publicara el 27 de septiembre de 2013 la conocida Ley de los emprendedores; Ley 14/2013 de Apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Una de las cuestiones más importantes que debe resolver un emprendedor es la obtención de la financiación⁷. Tal es así que en muchas ocasiones se convierte en una cuestión binaria. Es decir, si consigue financiación la empresa sale adelante y, en caso contrario bien no podrá arrancar su actividad o en el peor de los casos se verá obligado a concluirla.

De hecho, el último informe publicado por GEM España recoge que el 70,6% de los expertos entrevistados manifiestan que la falta de financiación es el principal obstáculo para el desarrollo de la actividad emprendedora.

Según Rosenbusch et al. (2013) la adquisición de recursos financieros es uno de los retos claves a los que se enfrentan los emprendedores cuando arrancan y/o hacen crecer sus empresas.

Así, la mejora al acceso a la financiación es una de las reivindicaciones permanentes del emprendedor. Desde diversos estamentos públicos y privados, son muchas las iniciativas que tratan de responder a esta necesidad. En este sentido, han tenido una gran trascendencia las líneas de financiación dependientes del gobierno español como ENISA, CDTI, AXIS y más recientemente el programa Fond-ICO.

El gobierno español se comprometió ante las autoridades europeas a poner en marcha diversas medidas para contribuir a mejorar la financiación de las empresas y a disminuir su dependencia de las entidades financieras. Así, la puesta en marcha en el año 2013 del Fond-ICO ha supuesto un importantísimo elemento revitalizador de la industria del capital riesgo⁸ en España mejorando las

⁷ Las empresas de reciente creación y las iniciativas emprendedoras son las que tienen mayores problemas para obtener financiación tradicional, tanto bancaria como a través de los mercados de capitales, debido a su perfil de riesgo y a las asimetrías informativas inherentes al mercado, siendo el capital riesgo una buena alternativa (De los Ríos et al., 2015).

⁸ En este trabajo veremos como la industria del capital riesgo tiene dos tipos de actividad diferenciada la denominada *Private Equity* y la del tipo *Venture Capital*.

opciones de recabar financiación por las empresas en general y las iniciativas emprendedoras en particular.

Además debido a la falta de recursos, experiencia y capital, las nuevas empresas de los emprendedores requerirán de un gran número de contribuciones externas (Sapienza, 1992; Botazzi y Da Rin, 2002; Gans y Stern, 2003). Fisher et al. (2017) explican como para lanzar satisfactoriamente un nuevo negocio los emprendedores dependen de que se logren diversos tipos de recursos y del soporte que puedan conseguir de una amplia gama de actores externos.

En este estudio abordamos la financiación, desde una perspectiva diferente. De todas las posibles fuentes de financiación que van a estar al alcance de los emprendedores nos centramos en aquellas en las que el financiador, además del dinero va a tener capacidad para aportar un valor adicional, el “*Smart Money*”, también llamado en algunas investigaciones como “*Smart Capital*”.

Así, el *Venture Capital* se muestra como una solución al aportar financiación y otros servicios de valor añadidos (Gulías et al., 2015).

La elección de nuestro objeto de la investigación estuvo motivada por dos razones. Una de ellas es el interés académico que está despertando desde un punto de vista general la temática del emprendimiento, su financiación y el *Venture Capital* en particular. Estas cuestiones tienen un gran impacto en la economía y en la sociedad, además es un campo de investigación relativamente joven en la que queda un gran trabajo por realizar para ampliar esta área de conocimiento ya que como hemos podido comprobar en la revisión bibliográfica existe un vacío en la literatura en este tipo de temas. Por tanto, existe una importante motivación académica en profundizar en una cuestión que hasta ahora no ha sido suficientemente abordada.

Así por ejemplo, el *Venture Capital* ha pasado de ser una industria artesanal a ser una industria de servicios financieros establecida (Gompers y Lerner (2001); debido a esta visibilidad y a su impacto en la economía ha propiciado que sea un tema que ha despertado el interés de los investigadores (Zheng, 2011).

El segundo motivo tiene que ver con razones personales del doctorando. En primer lugar, y quizás el más importante se deba a una motivación de inquietud profesional. Desde hace más de 10 años el doctorando viene trabajando dentro del sector de la inversión en empresas destinada a financiar fundamentalmente sus planes de arranque y crecimiento (Capital Riesgo). Cuando estos emprendedores-empresarios vienen buscando financiación, en la práctica totalidad de los casos, se encuentra con que además de la financiación tienen otras importantes carencias. Es en esos momentos cuando observa la necesidad y la conveniencia de que esa financiación que ellos buscan pudiera venir acompañada de otro tipo de valor añadido. Esa aportación que acompañaría implícitamente al dinero ayudaría a alcanzar los objetivos empresariales buscados por el emprendedor.

Así, el doctorando cuando valora la opción de invertir en esas compañías, se plantea personal y profesionalmente que otras cosas podría aportar como inversor para complementar la financiación. Incluso, cuál sería la mejor relación con el emprendedor y las personas que componen su equipo para poder establecer un canal abierto en el que ese valor llegase de una forma ágil, fluida y en el momento en que la empresa realmente lo necesitara. Pero, también le asalta la duda de si los

emprendedores esperan realmente que el financiador les aporte ese valor complementario, si estarían dispuestos y capacitados para recibirlo y si finalmente lo llegarían a valorar.

En muchas ocasiones el doctorando ha compartido sus reflexiones con otros colegas del sector. Ellos suelen coincidir en reflexionar acerca de cuál sería la mejor forma y de qué manera podrían ayudar a cubrir las necesidades no financieras de los emprendedores y sus proyectos.

Además, tras la realización de su trabajo fin de máster⁹, el doctorando habló con diversos colegas acerca de cuál podría ser el enfoque de una investigación dentro de este campo que tuviese el máximo interés de la industria, dando como resultado el presente trabajo.

Desde el año 2016, el doctorando es el director del equipo de investigación que elabora el informe GEM Rioja, que forma parte del equipo nacional que recaba los datos que se vuelcan en el informe mundial. GEM (*Global Entrepreneurship Monitor*) tiene por misión principal el proporcionar datos a nivel mundial acerca de la medición de la tasa de actividad emprendedora en los distintos países, regiones o localidades participantes, además de mostrar sus principales características y su relación con el desarrollo de la economía.

La participación en el proceso de elaboración de estos informes le ha permitido acceder al ecosistema emprendedor desde una óptica diferente, pero a la vez complementaria a mi experiencia profesional.

También tuvo la oportunidad de participar en el informe titulado “Emprendimiento corporativo en España; Elefantes y gacelas bailan sin pisarse”, lo que vino a reforzar definitivamente la decisión de realizar esta tesis. Este trabajo pudo realizarse debido a que en la primavera de 2015, fue la única propuesta seleccionada en la convocatoria para proyectos de investigación lanzada por CISE¹⁰-GEM España. Gracias al apoyo recibido por CISE, se pudo desarrollar este proyecto en el que también participaron investigadores de la Universidad Autónoma de Madrid, de la Universidad de Deusto y de la consultora global NEORIS.

Su participación estuvo relacionada con las distintas formas de financiación y el valor añadido que pueden aportar las grandes corporaciones dentro de su estrategia de apoyo al emprendimiento. El haber formado parte del equipo de investigación seleccionado tiene una especial relevancia por la involucración que tienen tanto CISE como GEM en el ámbito del estudio del ecosistema emprendedor.

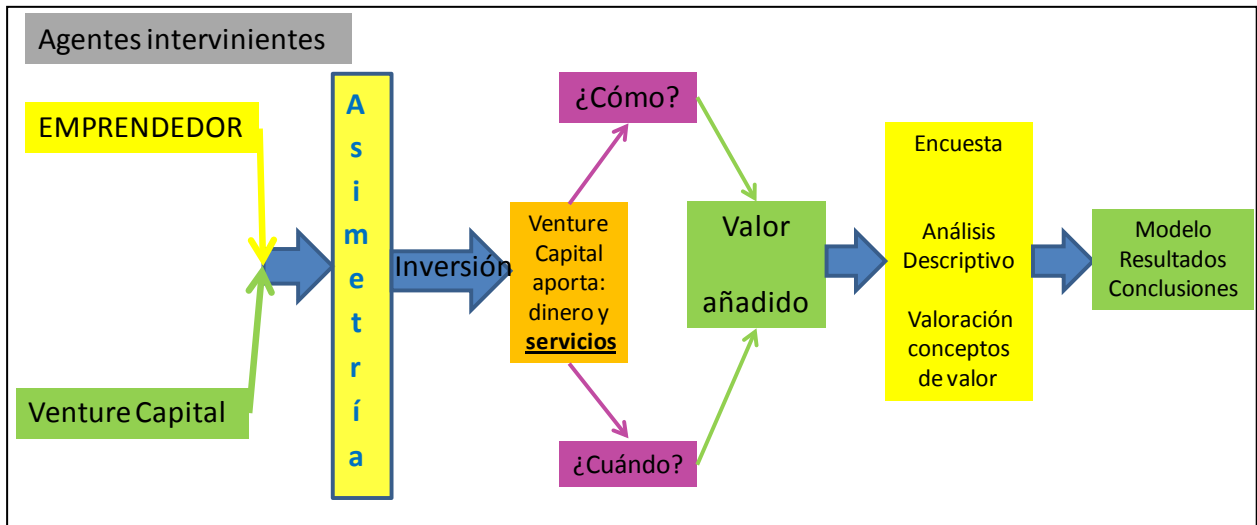
Más recientemente el doctorando ha participado como coautor en la redacción del libro titulado “Emprendimiento en el entorno digital” junto con el profesor del IE Business School Rogelio Velasco en la editorial Alfaomega Grupo Editor y colaborado en el libro “Beyond Silicon Valley” de Michael Golberg.

Para conseguir el objetivo de investigación señalado, esta tesis doctoral se estructura en 6 capítulos. La figura 1 nos ayudará a entender el desarrollo planteado en este texto.

⁹ “Smart Money en el Mercado financiero español” (Ruano y Rodríguez, 2013).

¹⁰ CISE es el Centro Internacional Santander Emprendimiento. Nace en el año 2012 impulsado por el Banco Santander, el Gobierno de Cantabria y la Universidad de Cantabria. Su vocación es convertirse en centro de referencia en el sistema universitario internacional en la investigación, transferencia de conocimiento y formación en emprendimiento.

Figura 1: Esquema del desarrollo de la investigación.



Fuente: Elaboración propia.

En el capítulo II abordaremos la revisión de la literatura. Comenzamos con las definiciones de los agentes económicos que intervienen en el proceso, complementándolo con una serie de datos acerca del tamaño del sector y su evolución en el tiempo, tanto del emprendedor que es el receptor de la financiación como del capital riesgo que es el proveedor de la misma. A continuación, desarrollaremos el funcionamiento del proceso financiador, describiendo los distintos agentes participantes y sus fases. Abordaremos la relación entre estos agentes, la asimetría de información y qué tipo de herramientas pueden existir para tratar de mitigar sus efectos y que además influirán en el proceso de aportación de valor.

Seguidamente también dentro del capítulo II, explicamos la potencial aportación de valor por el financiador a la empresa financiada. Se aportan referencias bibliográficas que justifican esta aportación de valor, analizándose en qué fase del proceso se puede aportar valor y en qué consiste el valor aportado. Además abordamos, el tema de la búsqueda de financiación inteligente que debe llevar a cabo el emprendedor. Concluimos el capítulo definiendo los distintos tipos de valor añadido que potencialmente puede aportar el financiador y definimos las hipótesis de nuestra investigación.

A continuación, en el capítulo III, presentamos el trabajo empírico realizado. Se describe el diseño de la investigación, la elaboración del cuestionario, la descripción de la población y la muestra, la metodología utilizada y las variables que caracterizan el modelo.

En el capítulo IV exponemos los resultados obtenidos. Después en el capítulo V la discusión de los resultados, las implicaciones, aportaciones, las limitaciones y una relación de posibles investigaciones futuras posteriores.

Concluimos con el capítulo VI en el que describimos las conclusiones finales de nuestro trabajo.

Capítulo II:

Revisión de la literatura

2. Revisión de la literatura.

Para que pueda florecer y establecerse una relación de financiación mediante aportación de dinero acompañado de un servicio de valor añadido son imprescindibles dos agentes. Éstos son el emprendedor y el financiador. Por tanto, dedicaremos este apartado a definir el “financiador” que potencialmente podrá proveer esta clase de “financiación” a un determinado tipo de “emprendedor”. Este “financiador” canalizará este tipo de aportación hacia la empresa fundada por el “emprendedor”.

En el lenguaje coloquial de este sector profesional de actividad a estas empresas se las denomina de forma generalizada como “*startups*” y al tipo de financiación aportado por los *Venture Capital* como “*Smart Money*” (dinero acompañado de valor añadido).

Es importante dejar claros estos conceptos, ya que ni todos los financiadores o inversores podrán aportar “*Smart Money*” ni todos los emprendedores ni sus proyectos serán susceptibles de recibir y utilizar de una manera eficiente este escaso recurso.

2.1. Concepto y ámbito de actuación del emprendedor.

Desde que ya hace prácticamente un siglo Schumpeter pusiera de manifiesto la gran influencia del emprendimiento en el desarrollo económico, el interés por este fenómeno no ha dejado de crecer (Ruiz et al., 2014). Especialmente ha cobrado un auge significativo en los últimos años, proliferando estudios de investigación y publicaciones de toda índole que han tratado de profundizar en esta cuestión (Ortiz, 2018).

2.1.1. Definiendo el término “emprendedor”.

Si hacemos el pequeño esfuerzo de buscar en el diccionario de la lengua española de la Real Academia Española la palabra “emprendedor” nos encontramos con la siguiente definición: “*adjetivo: Que emprende con resolución de acciones difíciles o azarosas*”.

Así, en el lenguaje coloquial habitualmente veníamos utilizando el término “emprendedor” en su acepción de adjetivo calificativo para definir y valorar la actitud de un determinado individuo frente a un hecho en concreto. De manera que cuando “fulanito” había afrontado una situación concreta de una manera valiente, proactiva y en cierta manera imaginativa, dando al problema una solución no esperada nos referíamos a él como que “fulanito es una persona emprendedora”.

En este último decenio, ha irrumpido con una gran fuerza el uso de la palabra “emprendedor” de manera transversal dentro de la sociedad española. Frecuentemente aparecen en los medios de comunicación los distintos agentes económicos y sociales haciendo referencia a la actividad emprendedora, usando además el término “emprendedor” como un sustantivo para referirse y denominar a un tipo de persona que realiza una determinada actividad “económica”. Este uso generalizado de la palabra “emprendedor” como sustantivo, a nuestro entender, está ocasionando que no esté siendo utilizada con precisión y rigor.

Quizás nos aventuraríamos a indicar que uno de los motivos de utilizar el término “emprendedor” podría ser el evitar usar la palabra “empresario”. En España, por motivos que no son objeto de este trabajo, la labor del empresario no está valorada en su correcta medida, circunstancia que sí acontece en otros países, por lo que la figura y el término “empresario” vienen rodeados de distintas acepciones negativas. Así, las personas, los medios de comunicación o incluso las Administraciones Públicas y los políticos al emplear la palabra “emprendedor”, parece que lo que pretenden es no poner en el mismo saco a “empresarios” y a “emprendedores”. Tratan de diferenciar unos “agentes económicos” de “otros” e incluso el “tipo de actividad” desarrollada por unos y otros.

Veciana (2005) aborda en su trabajo la difusa línea existente entre emprendimiento y empresa o entre emprendedor y empresario, incluso como se ha desplazado el uso de la palabra empresario en pro de la utilización del concepto emprendedor.

Dentro del sector es muy habitual emplear vocablos en inglés como “*startup*”, “*venture capital*”, “*business plan*”, “*networking*”, y otros muchos. Entre ellos, uno de los más utilizados es “*entrepreneur*”. Así, otro de los motivos del uso del término “emprendedor” podría deberse a la realización de una traducción literal del término “*Entrepreneur*”. Sin embargo, como veremos en las distintas definiciones extraídas de la revisión bibliográfica, el concepto “*Entrepreneur*” contiene implícitamente una acepción más amplia de las que parecen y pretenden otorgarse al concepto “emprendedor” por parte de las personas que lo están usando actualmente de forma generalizada e indiscriminadamente en España.

A continuación, expondremos una serie de definiciones aportadas por diversos autores o instituciones sobre este concepto. Así, según Al-Hassan Abbas (2008) el término “*Entrepreneur*” surge originalmente de la palabra francesa “*entreprendre*” que significa “comenzar-empezar”. Este se originó en la economía francesa entre los siglos XVII y XVIII. La primera definición del término pudo ser realizada por el economista francés Jean Baptiste Say. Éste definió el “*Entrepreneur*” como una persona que mueve recursos económicos desde un área de baja productividad y rendimiento hacia otra área de más alta productividad y rendimiento. El emprendedor primero identifica oportunidades de mercado y, después crea una solución o un invento para esas oportunidades. Entonces el emprendedor debe reunir el dinero, las personas y el equipamiento necesario para construir una aventura exitosa. Después de esto, él debe gestionar los recursos y los riesgos que vienen asociados a este nuevo negocio. Esta visión puede ser una idea innovadora, una oportunidad o simplemente una mejor manera de hacer algo. El resultado de este proceso es la creación de una nueva empresa, formada bajo condiciones de la existencia de riesgo y una considerable incertidumbre. Schumpeter (1934) realiza un especial énfasis en “la innovación de nuevos productos, nuevos métodos de producción, nuevos mercados y nuevas formas de organización. Añadiendo que la riqueza es creada cuando tal innovación se refleja y está asociada en nuevas demandas por parte de los consumidores”.

Según Ortiz (2018) la literatura sobre emprendimiento por un lado es abordado bajo el enfoque económico con la tesis schumpeteriana (Schumpeter, 1957) en la que el emprendedor es el motor del desarrollo económico e impulsor del progreso social a partir de la innovación constante. Además, tenemos el enfoque psicológico, analizando el emprendimiento a partir de las dimensiones de los rasgos personales y del comportamiento (McClelland, 1961). Un tercer enfoque sería el sociológico, en el que el fenómeno emprendedor es la manifestación del cambio social y de la interacción de las fuerzas económicas y sociales (Ortiz, 2018).

Según Baumol (1993) el emprendimiento es una acción que surge cuando los individuos actúan para producir nuevos productos, mejorar la calidad de productos ya existentes, adoptar métodos de producción más eficientes, abrir nuevos mercados para un producto o servicio ya disponible, o descubrir y dominar un nuevo abastecimiento de materias primas y/o alterar las estructuras competitivas de una industria o sector. Los emprendedores persiguen estos objetivos en sus propias cruzadas para adquirir riqueza, posicionamiento, poder y estas acciones tienen como consecuencia la creación de nuevas organizaciones (empresas) (Baumol, 1993).

Amit et al. (1993) definen al emprendedor como aquel individuo que innova, identifica y crea nuevas oportunidades de negocios, reuniendo y coordinando nuevas combinaciones de recursos para extraer los máximos beneficios de sus innovaciones dentro del entorno incierto al que se enfrenta, es decir, organiza los factores productivos para generar valor. Así, Amit et al. (1993) definen la habilidad del emprendedor como la necesaria para combinar nuevas formas de activos tangibles e intangibles, e implementarlos para satisfacer las necesidades de los clientes de una forma que no resulte fácil de imitar.

Para Venkaraman (1997) la actividad del emprendedor consiste en el descubrimiento, evaluación y explotación de bienes y servicios futuros. Gibb (1998) amplía la definición a aquellos que son creadores de empresas que desempeñan un papel destacado en el proceso innovador, porque actúan como un vehículo para el procesamiento de nuevas oportunidades, proporcionan un medio para el acercamiento a mercados fragmentados y, además, son la base para que surja una clase media que contribuya a la estabilidad económica y a la consecución de diversos objetivos para la política económica de un país.

El emprendimiento es un fenómeno que involucra la creación de oportunidades y, a los individuos que las descubren, las evalúan y las explotan (Shane y Venkataraman, 2000).

Shane (2003) indica que el emprendimiento se da cuando se une la iniciativa emprendedora individual con oportunidades de valor. Así, los individuos descubren y evalúan oportunidades creadas que pueden potencialmente generar mayor valor económico que los negocios existentes actualmente. Sin embargo, el espíritu emprendedor sólo se desarrolla cuando los individuos como consecuencia de esto dan un paso más y deciden explotar la oportunidad evaluada-valorada-detectada con financiación, con una organización y desarrollando una estrategia que lo convierta en un negocio rentable y sostenible en el tiempo. Según Gursel (2013), el espíritu emprendedor ya formaba parte del sistema económico mucho antes de que el propio término emergiera por sí mismo con la fuerza que lo ha hecho.

Para Bird (2008), un emprendedor es aquel que tiene aquellas habilidades cognitivas que le diferencian de otras personas y le permitirán poner juntas todas las piezas del puzle necesarias para comenzar un nuevo negocio. Mientras que para Harris (2011), un emprendedor es un talento

individual que se enfrenta ante las incertidumbres y la escasez con el objetivo de capturar retornos monetarios.

También dentro de la bibliografía publicada por autores españoles existen definiciones que comparten las ideas de autores internacionales reflejadas en los párrafos anteriores. Así, García (1994) define al emprendedor como aquella persona que tras identificar una oportunidad es capaz de explotar la idea y convertirla en un proyecto real, movilizandorecursos y capacidades, gestionar la iniciativa e interactuar con otros agentes en el entorno que enmarca su actividad. Villa (2008) lo define como aquel que, persiguiendo las oportunidades del mercado, le permite percibir oportunidades y combinar el conjunto de factores productivos “clásicos” de formas novedosas para lanzar nuevos productos, satisfacer necesidades y/o mejorar la eficiencia de los procesos productivos existentes, incrementando con ello el producto y la riqueza de las colectividades.

Fernández y Fernández-Jardón (2014) definen a los emprendedores como aquellos individuos capaces de crear nuevas oportunidades económicas a través del diseño de nuevos productos y/o mercados, nuevos métodos de producción, así como de nuevas formas organizativas o a través de modelos organizativos ya existentes para poner en práctica sus ideas introduciéndolas con éxito en el mercado.

En definitiva, podemos apreciar a través de las distintas referencias bibliográficas citadas anteriormente como las oportunidades de negocio son detectadas por las personas. Así, el capital humano aportado por el emprendedor es uno de los principales factores capaces de explicar el éxito de sus iniciativas en un entorno, en el que desarrollarán su actividad, que se mostrará cambiante, complejo y en el que reinará la incertidumbre.

Por tanto, personalmente entendemos al emprendedor como una experiencia vital. Es decir, una actitud en la que el emprendedor lo es a tiempo completo y convierte esta actividad en un proceso. Sus ideas e iniciativas evolucionarán a partir de interacciones entre mercados y entornos, facilitando o dificultando nuevas relaciones, donde en un momento determinado se llegan a transformar en bienes y servicios concretos, a través de la creación de una determinada organización.

Para Bygrave (1989), el proceso emprendedor es un proceso dinámico y con un carácter único, puesto que en ninguna otra industria o situación competitiva similar cabría esperar un idéntico resultado. Es, además, enormemente sensible y depende de multitud de variables que lo condicionan (recursos, estrategia, tamaño, mercado, clientes, competidores, etc.) (Bygrave, 1989).

GEM entiende el emprendimiento como un proceso que se inicia con la generación de una idea, continua con las acciones de su puesta en marcha, se lanza al mercado, entra en una fase de consolidación y pasa a la fase consolidada cuando sobrevive durante más de tres años y medio.

Al-Hassan Abbas (2008) incluye en su trabajo la definición aportada por el *National Collegiate Innovators and Innovators Alliance* (NCIIA). Éste, define el espíritu emprendedor como “el proceso de organizar y asumir el riesgo para un nuevo negocio-empresa”. Este proceso supone cinco pasos. Primero la decisión inicial de proceder, segundo reunir y ensamblar los recursos requeridos (información, financieros, profesionales-personas), tercero el lanzamiento del nuevo negocio, cuarto construir un negocio satisfactorio y quinto recoger las recompensas.

Rodríguez y Salas (2011) describen el proceso, como una primera fase en la que se identifica una oportunidad de negocio y se tiene una idea, una segunda fase en la que se decide explotar dicha idea y se crea el negocio y, una tercera fase en la que la organización (empresa) se consolida en el tiempo y en su entorno.

El proceso emprendedor se llevará a cabo en un entorno denominado ecosistema emprendedor. Spilling (1996) introdujo el concepto de ecosistema de emprendimiento como la complejidad y diversidad de actores, papeles y factores del entorno que interactúan para determinar el desarrollo del emprendimiento en una región o localidad.

Van de Ven (1993) explica que los ecosistemas de emprendimiento evolucionan a través de un conjunto de elementos interdependientes que interactúan para generar la creación de nuevas empresas, ya que la acumulación de diversos elementos financieros, comerciales e institucionales influirán en el emprendimiento.

Según Mason y Brown (2014) el “ecosistema emprendedor” es un grupo interconectado de personas emprendedoras, de financiadores, y de organizaciones promotoras asociadas a iniciativas emprendedoras y con una orientación de generar valor en el territorio.

Para identificar los elementos en el entorno que facilitarían el emprendimiento podríamos citar por ejemplo el estudio de Tyebjee y Bruno (1984). Estos autores enumeran como esenciales la existencia de trabajadores cualificados, emprendedores experimentados, acceso a la financiación, políticas públicas favorables, la disponibilidad de espacio físico, la existencia de servicios de soporte y unas condiciones de vida atractivas en la zona, la proximidad a universidades y el acceso a los proveedores, los clientes o esos nuevos mercados.

Por su parte Isenberg (2011) enumera hasta 50 intervinientes dentro del ecosistema agrupándolos en 6 categorías. Estas serían el soporte de infraestructuras e instituciones, los recursos humanos, la financiación, la cultura del emprendimiento, las políticas facilitadoras y un mercado receptivo a productos innovadores.

El concepto de emprendimiento es muy complejo ya que engloba diferentes realidades. De las distintas formas de emprendimiento, nos centraremos para este estudio en aquellas que persiguen la generación de actividades productivas¹¹ y que además persigan un “retorno económico”. Descartando por tanto el emprendimiento en el desarrollo de actividades improductivas¹² (Baumol, 1990) y el denominado “emprendimiento social”.

Gursel (2013) explica como en la medida en que la tecnología necesaria y las metodologías llegan a ser más accesibles cada día, las barreras de entrada para un emprendedor van decreciendo cada día.

Así, por ejemplo, en el entorno económico actual existen herramientas como la externalización de servicios mediante el “*out sourcing*” que contribuyen a facilitar las necesidades de los emprendedores

¹¹ Actividades productivas son aquellas que incrementan la producción económica mediante la generación de nuevos productos o servicios, reduciendo costes de procesos o de producción existentes, mejorando la calidad de productos existentes, mejorando el abastecimiento de materias primas y/o alterando la estructura de una industria o sector (Schumpeter, 1934)

¹² Actividades improductivas de emprendimiento son aquellas que generan beneficios a partir de un comportamiento de búsqueda de generación de rentas. Implican recibir pagos por actividades que no incrementan el número de transacciones de bienes o servicios (Baumol, 1993).

para emprender. Herramientas como el “*leasing*”, el “*renting*”, entre otras, permiten utilizar activos sin tener que adquirirlos en propiedad. Incluso disponiendo de opciones de pago por uso en lugar de realizar la inversión, como es el caso en elementos como pueden ser los servidores o los propios programas informáticos. Todas ellas hacen que se haya reducido significativamente las barreras de entrada y las necesidades de capital. No obstante, uno de los retos más importantes a los que se va a enfrentar el emprendedor para desarrollar su actividad es la obtención de financiación, que le permita la captación de talento diferencial y el acceso a los recursos necesarios.

Por ejemplo, Braly (2011) explica en su trabajo como para los fundadores de nuevas empresas en la industria de la tecnología médica, la habilidad de encontrar y asegurar capital es frecuentemente una de sus actividades más cruciales, especialmente en las fases tempranas. En este caso, lo atribuye a que muchas de estas nuevas empresas de este sector están basadas en ideas de investigadores o patentes que necesitan ser probadas y que requieren una inversión significativa hasta que llegan a convertirse en nuevos productos o terapias y pueden ser comercializadas en el mercado.

El emprendedor necesitará crear una estructura empresarial bajo los distintos formatos legales existentes hacia donde canalizar sus recursos. Para ello, necesitará cumplir los requisitos formales pertinentes requeridos por la legislación vigente, pasando por el notario, el registro mercantil, la Agencia Tributaria, la Tesorería General de la Seguridad Social, etc. Marcaría ese momento como el punto de inflexión en el cual el emprendedor se convierte en empresario. Tras constituirse en empresa, ya podrá recibir financiación y comenzar a interactuar con los distintos agentes necesarios para desarrollar y consolidar su negocio, iniciándose los flujos económicos con clientes y proveedores (cobros y pagos) y comenzando las obligaciones del emprendedor como empresario. Desde nuestro punto de vista la financiación profesional del tipo “*smart money*” conceptualmente podríamos decir que no financia “ideas” sino “empresas” y no financia “emprendedores” sino “empresarios”.

En definitiva, en esta investigación emplearemos el término “*emprendedor*”¹³ como aquella persona que identifica una oportunidad en el mercado y para ello movilizará distintos tipos de recursos para tratar de obtener un beneficio económico a partir de la oportunidad detectada.

Para alcanzarlo iniciará un proceso que pasará por las fases de definición de la idea, análisis de su viabilidad, creación de la empresa y búsqueda de la financiación adecuada para la obtención de los recursos identificados como necesarios para poner en marcha su idea y cubrir el hueco de mercado identificado, satisfacer a esos clientes y obtener un beneficio económico por ello. Para referirnos al objeto de su actividad en este documento lo haremos como “*empresa*”, “*proyecto*”¹⁴ o incluso “*empresa de reciente creación-startup*”.

¹³ También utilizaremos como sinónimos los términos promotor o fundador.

¹⁴ Con proyecto nos referimos a una actividad que comienza desde una idea hasta ser llevada al mercado, la cual puede darse dentro de una empresa ya existente como una nueva línea de actividad o negocio, o bien en una nueva empresa creada “ad-hoc” para la ejecución de la idea.

2.1.2. **Actitud emprendedora.**

Debido a los riesgos y sacrificios que implica, no todas las personas estarán preparadas y dispuestas a convertirse en emprendedores. Para Cressy (2006), comenzar una “empresa” es un esfuerzo normalmente arriesgado y poco rentable en el que más de la mitad de los nuevos negocios fracasan y cierran en los cinco primeros años.

Según el Instituto Nacional de Estadística la tasa de fracaso de los emprendimientos sigue siendo muy alta. Una de las causas sería la diferente tipología de los emprendedores y su actitud frente a su entorno ¹⁵.

Únicamente por el hecho de que alguien “identifique” y evalúe una oportunidad, no implica necesariamente que la vaya a explotar. Con mucha frecuencia muchos de los que detectan y crean las oportunidades terminan abandonándolas, pudiendo otros posteriormente explorarlas o explotarlas (Shane, 2003). Pueden existir múltiples motivos, entre los que se encontrarían la existencia de barreras de entrada que impidiesen que se pudiera desarrollar la oportunidad detectada y llegar a competir en ese mercado. Pero en la gran mayoría de las ocasiones el principal responsable de esta decisión sería la aversión al riesgo de la persona.

La teoría económica tradicionalmente ha estudiado desde un punto de vista racional la decisión de emprender. En ella, a partir de toda la información disponible, el individuo comparará con respecto a otras alternativas los potenciales beneficios de crear una empresa. Esta decisión estaría condicionada por factores económicos y demográficos (edad, género, nivel educativo, experiencia, etc.). Arenius y Minniti (2005) incorporan la visión de cómo aspectos sociológicos o psicológicos condicionan la decisión de emprender.

La decisión de explotar una oportunidad requiere valorar al propio individuo, la industria y los factores de mercado para evaluar si las expectativas de valor asociado de comenzar ese nuevo negocio tienen un valor potencial superior a los riesgos financieros y personales asumidos en caso de quiebra (Shane y Venkataraman, 2000). Los factores individuales que pesan cuando se toma una decisión de este tipo están relacionados con el estilo de vida, los beneficios sobre la salud y la calidad de vida y la pérdida potencial de ingresos. Es decir, se sopesaría el diferente escenario que se plantearía entre ser emprendedor y/o tomar un trabajo por cuenta ajena.

Según Bird (2008), habitualmente los emprendedores son considerados como individuos tolerantes al riesgo o buscadores del riesgo. La lógica parece indicar que, dado que emprender es un negocio de riesgo en el que gran parte de las compañías fracasan, cierran y desaparecen, por tanto, los individuos que se convierten en emprendedores deberían ser más tolerantes al riesgo que el resto de la población. En contra de esta opinión popular, la ciencia cognitiva ha mostrado que los emprendedores no son individuos que busquen más el riesgo que el resto de la población.

En ese sentido Gursel (2013) percibe en el emprendedor una predisposición de “tolerancia al riesgo”, definiéndolo como una persona que organiza, gestiona y asume los riesgos del negocio o de una iniciativa. Sin embargo, explica que ser tolerante al riesgo necesariamente no significa asumir

¹⁵ En el informe GEM se abordan en profundidad entre otras las cuestiones relacionadas con los motivos para emprender y las barreras como el miedo al fracaso.

más riesgos, sino que adoptará una actitud perseverante que generará habilidades que le permitan salir adelante pese al “riesgo asumido”.

Además, los emprendedores no se ven a sí mismos como “personas que busquen el riesgo” sino que ellos se enfrentarán a las situaciones de una manera diferente (Palich y Bagby, 1995). Esta diferente actitud guía a los emprendedores a identificar más oportunidades y evaluarlas más positivamente que aquellos otros que no son emprendedores. Por tanto, la decisión de perseguir una oportunidad no es debido a que estén buscando riesgos, sino que se ha originado gracias a que el emprendedor se ha enfrentado a dicha situación de tal manera que ha visto que esa era la decisión razonable y correcta. Estos autores también mostraron que los no emprendedores exhiben la tendencia opuesta y afrontan las situaciones percibiendo un mayor peso de las amenazas y de las debilidades, guiándoles hacia el pesimismo.

De hecho, según Giat (2005), los emprendedores tienden a ser ampliamente muy optimistas incluso excesivamente, pero si no lo fueran difícilmente podrían superar sus primeras crisis que se les van a ir planteando en el proceso. En esta línea los datos de GEM en 2017 para España indican cómo un 43,6% de la población adulta encuestada respondió que el miedo al fracaso si suponía un obstáculo para emprender, sin embargo, para el caso de la población involucrada en procesos emprendedores este porcentaje se redujo hasta el 34,6%.

Según Gursel (2013), el optimismo puede ayudar a los fundadores a actuar bravamente y con determinación en situaciones problemáticas, a asumir riesgos y lo más importante a enfrentarse con el estrés en el largo plazo. Pero a la vez puede ser muy peligroso, ya que puede hacer que el emprendedor posponga enfrentarse a los problemas o que reaccione de manera insuficiente.

En estas situaciones en las que se debe enfrentar al riesgo, la autoconfianza es un valor muy importante para un emprendedor, ya que según Minniti (2009) una persona tendrá mayor inclinación a desarrollar una tarea si cree que posee las capacidades adecuadas para llevarlas a cabo. Esto se pone de manifestó por ejemplo en el estudio de Morris et al. (2006) en el que observan como los emprendedores con una mayor orientación al crecimiento tendrán una mayor confianza en sí mismos.

Como hemos visto, ser emprendedor entraña multitud de riesgos. Por ello, muchos autores han centrado sus esfuerzos en identificar cuáles son las características más idóneas que debe tener un emprendedor para que su esfuerzo sea exitoso.

En el cuadro 1 están en cursiva y negrita aquellas cualidades que después hemos tenido en cuenta a la hora de diseñar el cuestionario y la toma de datos empleado en el análisis empírico del modelo con el que testamos las hipótesis.

Así, según McClelland (1961) la motivación¹⁶ para el logro sería la característica fundamental que distingue a un emprendedor, acompañado de rasgos como la independencia, la actitud competitiva y la confianza en uno mismo.

¹⁶ Veremos más adelante como la posibilidad de influir en la motivación del emprendedor formará parte de una de las hipótesis de nuestra investigación.

Los autores Buttner y Gryskiewick (1993) identifican la innovación como una cualidad determinante. Concluyeron que los emprendedores con un nivel más alto innovador se lanzaban a crear más nuevas empresas que aquellos otros que eran más adaptativos, aunque los perfiles adaptativos operaban sus negocios durante un periodo más prolongado de tiempo.

Cuadro 1: Principales cualidades que describen a un emprendedor

McClelland (1961)	Shane (2003)	Bird (2008)	Gursel (2013)
Motivación para el logro	Capacidad para consumir y procesar información	Cualidades para la protección de la idea Acceso a los recursos	Valores extrínsecos
Independencia	Acceso a información	Capacidad para evaluar "negocios"	<i>Edad</i> <i>Nivel educativo</i> Donde han cursado su educación Su entorno y pasado familiar
Actitud competitiva	<i>Experiencia previa</i>	Capacidad para detectar oportunidades	<i>Si tiene experiencia previa como emprendedor</i> Fundador en solitario o con equipo Campo de conocimiento
Confianza en uno mismo	<i>Red de contactos</i>	Capacidad para buscar las oportunidades	Intrínsecos
		Habilidades para mantener las ventajas competitivas	Pasión
		Habilidad para extraer el conocimiento de las experiencias previas	Honestidad intelectual
		Habilidad para transformar una oportunidad en un modelo de negocio	Tolerancia al riesgo
		Tolerancia al compromiso de asumir el riesgo	Habilidad de atraer talento
		Capacidad para perseguir las oportunidades	Autenticidad
			Marcados a la consecución de objetivos
			Liderazgo
			Autoconocimiento
			Optimismo
			Humildad
			Inteligencia en su comportamiento

Fuente: Elaboración propia

Para Shane (2003) aquellos que pueden consumir y procesar un mayor tipo y volumen de información tendrán mayores probabilidades de descubrir y detectar oportunidades de emprendimiento. Por otro lado, el acceso al conocimiento y la información es importante porque a veces las oportunidades con mayor valor económico son innovadoras, oportunistas y no distribuidas homogéneamente (Shane, 2003). Los factores que favorecerán el acceso a la información incluyen la experiencia previa, la red de contactos sociales y los centros de información (Shane, 2003).

Además de las distintas cuestiones que podemos ver en el cuadro 1 en referencia a Bird (2008), éste define la intensidad emprendedora como el grado en el cual los emprendedores están dispuestos a ejercer la máxima motivación y el esfuerzo orientado hacia el éxito de sus nuevas aventuras empresariales. Para Bird (2008), la disposición al conocimiento es altamente complementaria con la intensidad emprendedora, aportando una calidad adicional al emprendimiento.

Bird (2008) en un entorno emprendedor saludable y sano, las tareas de buscar oportunidades y comprometerse con ellas se convierten en algo muy interconectado. Los emprendedores desarrollan ideas, las lanzan hacia fuera, las redesarrollan y las redefinen, a través de su red de contactos. Este proceso en sí mismo, desarrolla la tolerancia al compromiso y el perseguir las oportunidades al permitir a los individuos ver las posibilidades en acción y sus ideas evolucionar orgánicamente.

En esta línea, la principal motivación de Gursel (2013) para realizar su investigación fue la de entender la relación existente entre las características del equipo fundacional y el nivel de éxito de las empresas que ellos fundan. Es decir, encontrar cuales son las características clave que pueden tener un efecto sobre el éxito emprendedor. Para ello se apoyó en la realización de entrevistas a los VC del área de Boston en el que se incluyeron 37 compañías y sus 95 fundadores.

Como se puede apreciar en la cuadro 1 Gursel (2013) agrupa las características en dos grupos, valores extrínsecos y valores intrínsecos. Sin querer ser exhaustivos en recoger los resultados de su estudio, expondremos algunos de ellos que posteriormente nos servirán de base para plantear el cuestionario que utilizaremos para esta investigación:

- Edad: indica que el rango entre 26 y 34 años es el mejor para emprender.
- Nivel educativo: concluye que el nivel educativo parece tener importancia para el éxito emprendedor.
- Entorno familiar: esto es muy importante ya que los niños aprenden la mayoría de los valores de los padres, aunque a medida que crecen tendrán otro tipo de influencias. Sin embargo, los valores que están bien marcados permanecerán. Explica como el tener unos padres emprendedores influye positivamente.
- Experiencia previa como emprendedor: remarca la diferencia entre una persona que emprende por primera vez, con respecto a aquella que ha iniciado otros negocios con anterioridad, incluso habla de la importancia de tener experiencia laboral previa. Explica que los emprendedores con éxito tienen una mayor probabilidad de tener una amplia experiencia previa en los negocios y de haber montado otra empresa con anterioridad.
- Fundador en solitario o con equipo: comenta como el hecho de que en la empresa haya más de un co-fundador no implica y no garantiza que los perfiles y habilidades sean complementarios. Por lo que llega a la conclusión de que aumentar el número de cofundadores no implica unas mayores probabilidades de éxito de la empresa.

Finalmente, los resultados de la investigación de Gursel (2013) sitúan dentro de los extrínsecos, el campo de conocimiento como el más importante. Esto es especialmente relevante en sectores como la salud en los que es imposible entrar o pensar en montar una empresa sin el necesario conocimiento sobre ese campo en cuestión. A continuación, se colocaría el hecho de si han tenido experiencia previa laboral o en una empresa de reciente creación, y si han emprendido previamente o no (emprendedores en serie). Dentro de los intrínsecos, el más importante sería poseer pasión, seguido de la habilidad para atraer talento y las habilidades de liderazgo. Posteriormente, podremos comparar los datos obtenidos por este autor con los obtenidos para nuestra población y muestra.

Mencionar como dentro de la literatura que analiza el emprendedor existe una corriente que asocia el éxito empresarial con aspectos relacionados con la toma de decisiones o con la puesta en práctica de decisiones ya tomadas. La primera haría referencia a las características del emprendedor que inciden en su habilidad para manejar riesgos y tomar decisiones en entornos de incertidumbre. Mientras que en la segunda tienen más relevancia las capacidades de comunicación, persuasión, organización y el ejercicio del liderazgo (Cano et al., 2003).

Por otro lado, las teorías de la personalidad han sido un tema de interés para muchos investigadores. Generando una corriente en la que sostienen que la mayoría de los emprendedores exitosos deben su éxito a sus “innatas habilidades emprendedoras” en oposición a aquellas que han sido aprendidas,

lo que no significa que mejorar las habilidades sea una pérdida de tiempo. Sugerirían que la posesión por parte de un individuo de un atributo o atributos les predispondrían hacia un comportamiento emprendedor (Al-Hassan Abbas, 2008).

Una vez vistos algunos de los estudios que hacen referencia a las cualidades del emprendedor, nos podríamos quedar aquí. Así, tal como expone Brockhaus et al. (2001) concluir que el emprendedor sería un individuo que percibiría el éxito o el fracaso básicamente dependiente de su conducta y no tanto de las características del entorno.

Sin embargo, como veremos en el apartado “Concepto de *Startup* y sus factores de éxito” los factores del entorno si influyen de manera decisiva en el éxito del proyecto desarrollado por el emprendedor.

2.1.3. Importancia de los emprendedores para la sociedad y la economía de un país.

El emprendimiento y las empresas jóvenes, y en especial las que presentan un mayor grado de innovación desempeñan un papel clave en la transformación de la sociedad hacia una economía más moderna de mayor valor añadido basada en la generación de conocimiento.

Es un efecto perfectamente documentable y demostrable como la creación de empresas es una fuente de generación de riqueza y de empleo, contribuye al rejuvenecimiento del tejido socio productivo, al relanzamiento de las economías y a la dinamización del proceso innovador en la zona en las que estas son creadas, generando además importantes ventajas competitivas para el país. Citaremos a continuación diversos autores con referencias al respecto extraídas en la revisión bibliográfica.

Para Porter (1980) supone una mejora de la competitividad. Explica, como el espíritu emprendedor es un vehículo importante para la transferencia tecnológica y la comercialización de nuevas innovaciones, generando ventajas competitivas para la economía de un país. Además, proporcionará una oportunidad para la independencia, el éxito financiero, la autorrealización y el reconocimiento de la persona que redundará en mejoras de la sociedad en general (Porter, 1980).

Audretsch (2004, 2012) destaca la importancia de los emprendedores como motor del desarrollo económico y social, de la creación de empleo y de la innovación. Acs y Audretsch (1988) remarcan el efecto positivo del emprendimiento en el incremento de la innovación en su entorno.

Los autores Acs y Storey (2004) citan el espíritu emprendedor como uno de los contribuyentes al crecimiento económico. Así, van Stel et al. (2005) en su trabajo llegan a la conclusión de que para el grupo de países con un Producto Interior Bruto (PIB) mayor de 20.000\$ anuales se producía una mejora en el crecimiento económico en aquellos donde se observó que se había producido un incremento de la actividad emprendedora.

Huyghebaert y O'Donohoe (2007) citan que la existencia de personas con un perfil emprendedor y sus organizaciones son muy importantes para la economía de un país por su contribución al crecimiento económico y a la creación de empleo.

En el caso de la economía de los Estados Unidos, Acs y Mueller (2008) mostraron un impacto positivo en la creación de empleo por parte de las nuevas pequeñas y medianas empresas. Concretamente un alto crecimiento en nuevas compañías con entre 20 y 500 empleados tiene un efecto largo y duradero en la creación de empleo dentro de las economías locales. Birley (1987) también relaciona la actividad emprendedora con la reducción del desempleo.

Las empresas de los emprendedores son una fuente muy importante para la economía, induciendo crecimiento e innovación según Böhner (2007).

Bird (2008) expone como el espíritu emprendedor estimula el crecimiento económico, la creación de empleo y proporciona oportunidades para la independencia y la autorrealización de las personas. Además, Cobanera (2007) explica como en las sociedades más modernas el espíritu empresarial y la actitud para emprender se configuran como claves para el desarrollo de una economía basada en el conocimiento, ya que la cultura emprendedora sintetiza la generación de innovación, conocimiento y dinamismo social.

Además, el emprendimiento es especialmente importante cuando el mercado laboral presenta inactividad, ya que estimula el crecimiento económico desarrollando nuevas formas de empleo y autoempleo en determinados nichos sacando a “estos trabajadores” de la amenaza del desempleo (Parker, 2004; Stemper, 2013). Sirva como dato que más de la mitad de las empresas del Fortune 500 fueron creadas durante periodos de recesión (Schoar et al., 2011)

Según Harris (2011) el estilo de vida de los emprendedores beneficia la economía fomentando la innovación y la creatividad, proporcionando crecimiento en productividad y empleo para la sociedad en su conjunto.

Para el mercado español las investigaciones de González-Pernía et al. (2012) y González-Pernía y Peña-Legazkue (2015) identificaron evidencias acerca de la relación entre el crecimiento económico en las comunidades autónomas y la actividad emprendedora.

El informe global GEM 2017 muestra la relación existente entre el nivel de desarrollo y la actividad emprendedora total de los países. Así, el porcentaje de emprendedores en fase inicial es más alto en los países con menor PIB per cápita, donde la falta de perspectivas o alternativas laborales puede llevar a que las personas emprendan por necesidad. A medida que aumenta el poder adquisitivo de los países analizados, se aprecia como disminuye la actividad emprendedora al existir mejores puestos de trabajo remunerado y por tanto menor necesidad de elegir el camino emprendedor. Sin embargo, se produce un punto de inflexión a partir del cual la actividad emprendedora vuelve a aumentar en las economías más desarrolladas, en ellas la competitividad depende en mayor medida de la generación de innovaciones que serán comercializadas por las nuevas empresas de los emprendedores (Australia, Canadá, Estados Unidos, Singapur y Qatar).

Por su parte, Antoncic e Hisrich (2003), indican como en general las iniciativas emprendedoras llevadas a cabo tanto por las pymes como por las grandes corporaciones generarán un incremento del valor productivo agregado que supondrá ventajas competitivas en el entorno global y contribuirán al crecimiento del empleo y del capital.

2.1.4. Políticas públicas que impulsen el emprendimiento.

Motivos como la creación de empleo, el crecimiento económico o el resto de cuestiones expuestas en el apartado anterior son las razones por las cuales las políticas de apoyo a los emprendedores reciben una atención especial por parte de los legisladores.

La existencia del ecosistema emprendedor tiene sentido si se facilita el desarrollo de nuevas empresas y se consigue que estas sean exitosas. Así, los gobiernos necesitan promover un ecosistema que apoye y de soporte a los emprendedores, que posibilite la creación de nuevas empresas y su posterior crecimiento (Isenberg, 2010). Por tanto, los ecosistemas de emprendimiento serán el resultado de un proceso evolutivo inteligente influido por la mano invisible de los mercados y la mano intencionada de las administraciones públicas (Isenberg, 2011).

Numerosos estudios del Foro Mundial, la OCDE, OIT, FMI o la Unión Europea ponen de manifiesto la interrelación positiva entre la creación de empresas y los emprendedores, con la creación de empleo, el crecimiento económico y el desarrollo de un país. Por todo ello, existe un consenso generalizado sobre la importancia para la economía de desarrollar el espíritu emprendedor y de apoyar a los emprendedores (Cobanera, 2007).

Audrestch et al. (2002); Acs y Stough (2008) y Shane (2009) indican cómo debido a que la sociedad se beneficia del crecimiento de la actividad económica, este fenómeno emprendedor ha merecido la atención de las políticas públicas y ha conseguido en los últimos tiempos estrategias de políticas favorables que deriven en la creación de empresas. Acs et al. (2016) indican la pertinencia de enfocar y centrar los esfuerzos en la mejora y la evaluación de la efectividad de las políticas públicas de apoyo al emprendimiento, especialmente en el hecho de los fallos de mercado que pueda corregir la Administración Pública.

No obstante, González y Montero (2014) llegan a la conclusión de que no se debería estimular la creación de empresas sin más, sino que se deberían desechar las de menor potencial para centrar los escasos recursos en las que a priori muestren unas mayores posibilidades de generar riqueza. En esta línea también se encuentran otros autores como Shane (2009).

Sin ser el objeto de este trabajo el aportar una solución al debate existente acerca de si el emprendedor (empresario) nace o se hace. Es decir, si es una actitud innata y por tanto ya existe como tal o si por el contrario esta capacidad se va a ir formando a lo largo del tiempo. Ya sea de una u otra manera, lo que sí es cierto es que menores trabas y la existencia de incentivos hará que más individuos se decidan a dar el paso y cualquier medida de ayuda facilitará el posterior desarrollo de sus actividades. La red de expertos GEM en su informe de 2017 para España sitúan las políticas gubernamentales como el principal obstáculo para emprender.

Las preguntas básicas que todos los agentes que tengan opciones de favorecer el emprendimiento y la actividad económica deberían hacerse serían: ¿Qué motiva a alguien a tomar la decisión de dar el paso de comenzar su propio negocio? y ¿qué políticas y acciones deben implementarse para fomentar más el espíritu emprendedor?

Las políticas públicas que contribuyan a elevar la educación y la experiencia técnica de los individuos jugarán un papel fundamental en capacitar para detectar y descubrir oportunidades. Además, las

políticas que faciliten el acceso a información y a nuevo conocimiento harán posible que los individuos lleguen a nuevas ideas innovadoras que puedan ser aplicadas en nuevos procesos productivos.

Aldrich (1999) explica como las políticas públicas podrían ayudar facilitando soporte y formación a los emprendedores a través de incubadoras u otros instrumentos.

Abundando en este tema nos parece interesante incluir como reflexión la visión aportada por Bird (2008) al respecto. Este autor centra su trabajo en la investigación de las políticas que favorecen el espíritu emprendedor realizando una aproximación desde un prisma “cognitivo”. Reconoce como en los últimos 10 años, los legisladores alrededor del mundo han estado activos persiguiendo la meta de alcanzar una economía emprendedora (empresarial). Estas políticas mayoritariamente han venido centrando sus esfuerzos en cuestiones tan importantes como la mejora del acceso a la financiación y el incremento de su disponibilidad para los negocios de los emprendedores, en la reducción de los trámites burocráticos, en el incremento del gasto en investigación y desarrollo para fomentar la innovación o en cambios en las políticas de competencia para mejorar el papel de las pequeñas compañías.

Sin embargo, para Bird (2008) estos esfuerzos parecen no haber alcanzado el efecto pretendido y deseado de cultivar más espíritu emprendedor en la sociedad.

Para ello, Bird (2008) en su investigación examina que es lo que motiva a los emprendedores a empezar nuevas aventuras empresariales, desarrollando un marco en el que coloca al emprendedor en el centro de la política emprendedora. Su investigación muestra como los tipos de políticas necesarias para el fomento del espíritu emprendedor son diferentes de aquellas que en este momento son favorecidas por los legisladores. Manifiesta que se requieren políticas que ayuden individualmente a los emprendedores a construir con auto eficacia sus propósitos a través de experiencias personales, contactos, feedback y mentorización.

Bird (2008) explica como el aspecto crucial de estos factores es la percepción en una evaluación subjetiva del espíritu emprendedor más que una evaluación objetiva. Estimular el espíritu emprendedor requiere cambiar las percepciones de las personas. La objetiva valoración del ambiente de soporte, medido en exenciones de impuestos, financiación de los gobiernos o los trámites para iniciar un negocio, aunque son muy importantes sin embargo no tienen en consideración las conductas primarias individuales. Así, lanza un mensaje para los legisladores expresando que el espíritu emprendedor viene del corazón y no de la cabeza. Por ello, para fomentar más el espíritu emprendedor, los legisladores deben crear personas que tengan confianza en ellos mismos, que posean las herramientas y otras personas alrededor de ellos para que puedan perseguir sus sueños con confianza y eficazmente. Desde este punto de vista, políticas que favorezcan la prestación y generación de servicios de soporte de negocio, pueden ser muy positivas construyendo un círculo virtuoso de nuevas ideas, nuevos contactos, e historias de éxito (Bird, 2008).

Incluso Bird (2008) llega a ser más concreto indicando en su estudio como para fomentar el espíritu emprendedor, los legisladores deben trabajar con individuos focalizándose en cuatro áreas fundamentales que se han mostrado que conducen a la acción emprendedora:

- Generación de las habilidades que sirvan para poner juntas las piezas del puzle necesarias para empezar una nueva empresa y evaluar y crear nuevas oportunidades de negocio.

- Autoconfianza: la creencia en unas habilidades que serán necesarias para tener un comportamiento empresarialmente eficaz.
- Compromiso, demostrando una actitud emprendedora (empresarial) firme, intensa y con la disposición real de actuar. Es decir, de pasar a la acción.
- Deseo: generar y fomentar la percepción del atractivo de convertirse en un emprendedor.

Bird (2008) concluye que su principal recomendación hacia los legisladores es tratar de estimular el *networking* y permitir a los individuos encontrar sus propios caminos y ensamblar sus propios recursos para construir sus propias compañías.

En esta línea, los autores Fernández y Fernández-Jardón (2014) exponen en sus conclusiones como recomendación que las instituciones que pretenden fomentar el emprendimiento deberían diseñar acciones a la medida, de forma que se adaptasen a las necesidades de cada perfil de individuo tipo.

Veremos más adelante en este estudio como precisamente aquellas cuestiones relacionadas con el apoyo que pueden prestar personas físicas del entorno dentro del ámbito de los inversores o de las corporaciones empresariales se canalizarán a complementar las carencias del emprendedor y su proyecto para obtener un resultado exitoso a través de la figura del *Smart Money* (valor aportado por el financiador) y otras herramientas.

2.1.5. Situación del emprendimiento en España.

Para poder obtener una aproximación bastante certera acerca de la situación actual del emprendimiento en España nos basaremos en las conclusiones obtenidas por el informe GEM España 2017-2018. Este estudio está realizado en base al análisis y a las conclusiones extraídas de los resultados de más de 23.400 encuestas a la población adulta y la consulta a más de 500 expertos en la materia de diferentes ámbitos¹⁷.

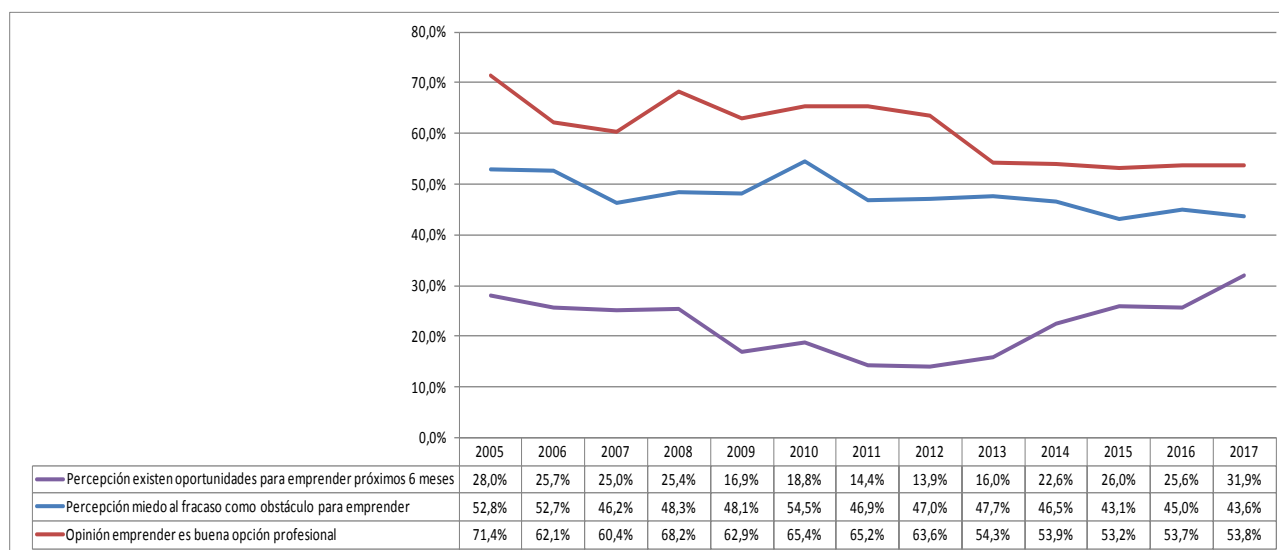
Recordar que los informes GEM proporcionan datos en las áreas de valores, percepciones y actitudes emprendedoras de la población adulta (rango edad 18-64 años); la actividad emprendedora y sus características; y el contexto en el que se desarrolla el proceso emprendedor.

En la figura 2 podemos ver alguna de esta información en la tabla construida a partir de los datos de 3 índices incluidos en el informe GEM para España en la serie histórica que abarca del año 2015 al 2017. Se puede apreciar desde 2013 un repunte de la “Percepción de que existen oportunidades para emprender en los próximos 6 meses”. Así, el porcentaje aumenta significativamente desde el 13,9% en 2012 (cifra más baja), hasta el 16,0% en 2013, un 22,6% en 2014 para finalmente alcanzar el 31,9% en 2017, dato más elevado de la serie histórica. La media del periodo es de 22,3%. Esto, aunque es un dato alentador, ya que la percepción suele ser un antecedente de la decisión de emprender, aún nos sitúa lejos de la media europea. La gráfica muestra cómo pese a la situación de “crisis económica” que ha atravesado España en los últimos años ha aumentado la “percepción de

¹⁷ Estas cifras convierten al estudio realizado en España en cuanto al tamaño y calidad de la muestra en uno de los referentes internacionales.

oportunidades” y ha disminuido el “miedo al fracaso como obstáculo para emprender”; desde un 52,8% en 2005 hasta 43,6% en 2017 (la media del periodo se sitúa en 47,9%).

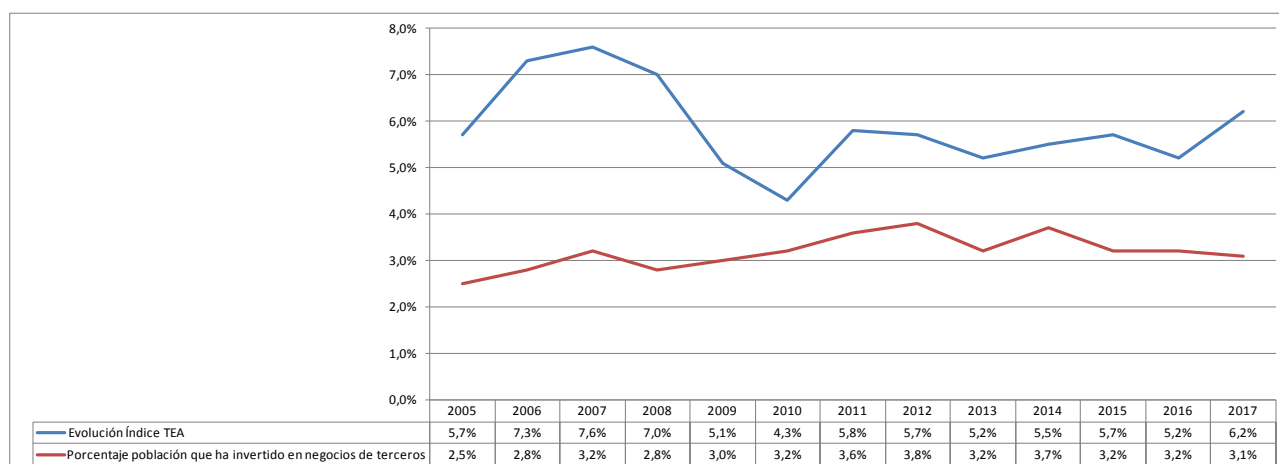
Figura 2: Evolución del emprendimiento en España.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe GEM España 2017-2018.

Sin embargo, un dato que si debe preocuparnos es como la opinión de la población española encuestada con respecto a si emprender un nuevo negocio o ser una persona emprendedora puede ser considerado una buena opción profesional (“emprender es una buena opción profesional”) ha venido bajando desde el dato de un 71,4% en el año 2005 hasta el valor de 53,8% en 2017 (60,6% es la media del periodo). Se pone de manifiesto como en España tiende a ser menos atractivo y valorado adoptar como opción profesional el emprendimiento.

Figura 3: Evolución para España de la TEA y del porcentaje de la población que ha invertido en negocios de terceros.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe GEM España 2017-2018.

En la figura 3 se recogen datos extraídos de estudios GEM para la serie histórica desde el año 2005 al 2017 para España. Vemos en la figura 3 como en el año 2017 la tasa de actividad emprendedora

(TEA)¹⁸ repunta en España, para superar por primera vez desde 2008 el 6%. Esto quiere decir que por cada cien personas de población adulta 6 serían emprendedoras en fase inicial. No obstante, aún se está lejos de los niveles pre crisis, llegando en 2006 y 2007 a superar ampliamente el 7% (valor más elevado de la serie). Entre el año 2009 y el 2016 se situó entre el 4,3% y el 5,8%, mientras la media del periodo se sitúa en 5,9%.

El propio informe GEM 2017-2018 explica cómo pese al repunte del TEA, España sigue estando por debajo de la media de las economías comparables en cuanto a nivel de actividad emprendedora y porcentaje de emprendedores potenciales. No obstante, España se sitúa en una posición favorable con respecto a esos países en cuanto al porcentaje de personas involucradas en abandonos empresariales y de empresarios consolidados.

En el informe GEM España 2017-2018 se destaca como uno de los elementos más críticos de toda actividad emprendedora es la financiación, su búsqueda es una tarea difícil, especialmente en las primeras etapas, cuando aún esta no ha generado suficientes ingresos como para validar el modelo de negocio. En esas primeras etapas la financiación bancaria no está disponible debido a que estas empresas no tienen un historial ni se han logrado consolidar lo suficiente como para tener activos tangibles propios que puedan ser ofrecidos y utilizados como garantía.

En el caso de los expertos encuestados en España sitúan el acceso a la financiación en el segundo puesto únicamente por detrás de las políticas gubernamentales, dentro de una lista de 12 elementos que pueden ser considerados como obstáculos para la actividad emprendedora en España. En 2017 obtiene un valor de 2,52 sobre 5 (superior al dato del 2016 con 2,37 pero aún inferior al registrado en 2007 con 2,67), es decir mejora la percepción con respecto al 2013 pero aún no ha recuperado el valor obtenido en 2007.

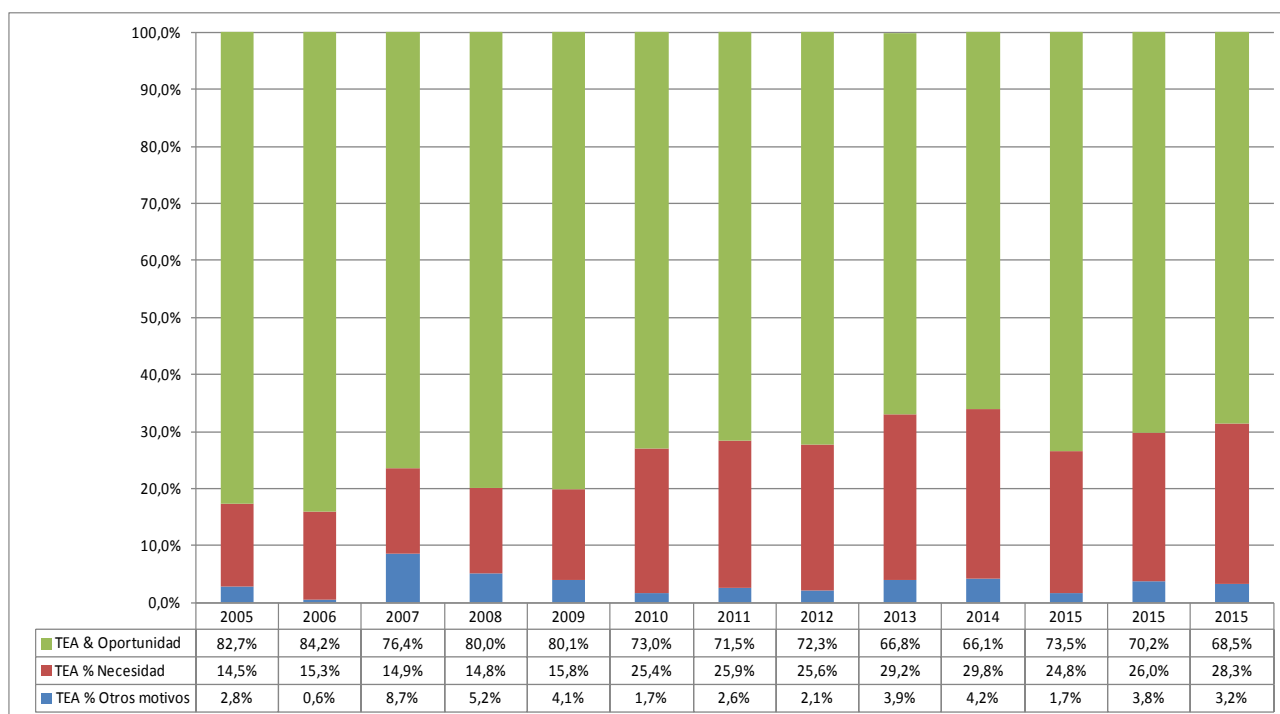
Otro dato relevante recogido dentro de la encuesta GEM es el “porcentaje de población que ha invertido en negocios de terceros”, ver figura 3. Los datos recogidos en 2017 muestran que un 3,1% de la población entre 18-64 años ha actuado en los tres últimos años como inversor privado en negocios de otras personas no participando directamente en la gestión. Adicionalmente los datos recogidos indican que una parte de estos inversores, el 2,6 % de la población adulta, manifestó que además de haber invertido dinero habían aportado otro tipo de valor añadido al negocio, como por ejemplo el conocimiento del producto y del sector o redes de contacto para llegar a más clientes. Pongo especial énfasis en esta cuestión, ya que pone de relieve el hilo conductor de esta tesis, que no es otro que el valor aportado por los “inversores-financiadores” además de la simple facilitación de su dinero¹⁹ para la “actividad emprendedora”.

En la figura 4 se puede apreciar la evolución de la TEA (Tasa de actividad emprendedora) para España en la serie histórica que abarca los años 2005 a 2017. Hemos desglosado este indicador en tres en función de cuál es la motivación, si es porque han detectado una oportunidad, si es por necesidad o si son otros motivos.

¹⁸ TEA: Tasa de actividad emprendedora o en fase inicial, se corresponde con la suma del porcentaje de emprendedores nacientes y el porcentaje de emprendedores nuevos. Emprendedores nacientes es el porcentaje de personas adultas que están poniendo en marcha una empresa en la que han invertido tiempo y esfuerzo para su creación, pero que no ha pagado salarios por más de tres meses. Por su parte, emprendedores nuevos son aquellos que poseen y gestionan un negocio que ha pagado salarios por más de 3 meses y no más de 42, por lo que aún no se ha consolidado.

¹⁹ Aparición del concepto de “*Smart Money*” que se desarrollará en este estudio.

Figura 4: Evolución de la TEA desglosada en España.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe GEM España 2017-2018.

Otro dato muy relevante que se observa en la figura 4 es la evolución de la tasa de actividad emprendedora en función de su motivación que hay detrás de sus iniciativas de negocio. Así, el porcentaje de los que emprenden por oportunidad²⁰ ha venido descendiendo desde el 82,7% de 2005 hasta el 68,5 % actual, por su parte es muy significativo como se incrementan hasta prácticamente duplicarse los emprendedores que lo hacen por necesidad²¹ desde el 14,5% de 2005 hasta el 28,3% de 2017.

2.1.6. Concepto de “startup” y sus factores de éxito.

Una vez el emprendedor ha tomado la decisión de dar rienda suelta a su actitud emprendedora, esta comienza a funcionar culminando en muchos de los casos en la constitución de una compañía. Estas nuevas empresas creadas por los emprendedores son conocidas como *startups* (empresas de nueva creación).

A lo largo de este apartado veremos diferentes investigaciones que analizan las principales características de este tipo de empresas y distintos factores que pueden influir en sus posibilidades de éxito. Esto posteriormente nos ayudará a entender mejor nuestra población y muestra, las relaciones

²⁰ En el marco del proyecto GEM un emprendedor por oportunidad es aquel que escoge crear una empresa basándose en la percepción de que existe una oportunidad de negocio no aprovechada o aprovechada de forma incompleta por las empresas existentes

²¹ En el marco del proyecto GEM un emprendedor por necesidad es aquel que se encuentra inmerso en un proceso emprendedor por no tener una mejor opción laboral.

que existen con el resto de agentes en el proceso de la aportación de valor, así como la información que debíamos obtener para poder realizar un mejor análisis descriptivo en nuestro análisis empírico.

Para Kanemori (2008) estas empresas de nueva creación son nuevas empresas, normalmente tecnológicas, cuyo modelo de negocio esta focalizado en investigar y desarrollar nuevas aplicaciones. Estas empresas no solo requieren de un emprendedor bravo que asuma los riesgos que supone emprender una nueva compañía, sino también una persona que se enfrente cara a cara con la realidad de que no todas las empresas de reciente creación sobrevivirán a sus primeros años de existencia.

A continuación enumeraremos las principales características de las *startups*: son empresas jóvenes, pequeñas y con pocos activos tangibles que puedan aportarse como garantías en un proceso de búsqueda de financiación (Gompers, 1994), además al ser empresas jóvenes no han podido generar fondos internos (Manigart et al., 2003) por lo que sus recursos serán limitados (Bottazzi et al., 2011), al carecer de antecedentes históricos tendrá como consecuencia la aparición de fuertes asimetrías informativas (Manigart et al., 2003). También, estas empresas pueden desarrollar productos innovadores o de alta tecnología, la financiación se requerirá para las etapas cruciales en el desarrollo de la empresa; y presentan un elevado riesgo, mayor que el de las empresas ya establecidas.

En definitiva, son empresas jóvenes, en ocasiones con productos sin un mercado definido y con un alto potencial de crecimiento (Repullo y Suarez, 2004) que se caracterizan por altos niveles de incertidumbre y por problemas de información asimétrica, lo que les dificulta aún más el acceso a fuentes de financiación (Sahlman, 1990; Fried y Hisrich, 1994). Estas características hacen además que la financiación bancaria no esté disponible para ellas, y si lo está, será a un coste muy elevado (Manigart et al., 2003).

Las características mencionadas de los nuevos negocios y su desempeño, hará que afronten desventajas con respecto a las compañías ya existentes lo que les ocasionará el “fracasar” o rendir menos que las empresas establecidas (Geroski, 1995).

Estas empresas nacen con recursos internos y externos limitados tanto en número, como en cantidad y en calidad de los mismos, lo que agravará aún más su situación de desventaja frente al resto de compañías.

Desde el punto de vista de esa limitación, Gursel (2013) explica como este tipo de empresas, a diferencia de las grandes corporaciones, no pueden permitirse el lujo de fallar. No disponiendo ni de dinero ni de tiempo que perder para no desaprovechar su oportunidad, ni contarán con recursos adicionales para una segunda oportunidad (Gursel, 2013).

Además, fruto de esa limitación interna Gursel (2013) explica la circunstancia de como para fundar, hacer crecer y posteriormente vender una empresa de reciente creación se requerirán una serie de habilidades que en la mayoría de las ocasiones los fundadores no poseerán.

Además de factores intrínsecos al propio emprendedor, abordados en el apartado “*Actitud emprendedora*”, hay una serie de factores externos que influirán en las probabilidades de éxito de este tipo de empresas. El proceso de creación de las empresas es distinto en cada país del mundo, incluso varia dentro de cada país en función de las zonas o regiones. Por tanto, existen una serie de factores que influyen en la aparición de estas diferencias.

Así, cada año miles de nuevos productos y/o servicios son lanzados al mercado. Innumerables horas de esfuerzo y muchísimos millones son gastados en concebir y materializar nuevos productos y servicios, y posteriormente publicitarlos para generar ventas. Sin embargo, únicamente un minúsculo porcentaje de ellos triunfarán, y el resto fracasará y desaparecerán.

Son múltiples los estudios existentes que tratan de evaluar las expectativas de las aventuras empresariales que se encuentran en sus primeras fases. Para ello buscan dar una respuesta a cuestiones como: ¿Que distingue a las que resultarán “exitosas” de las que no lo serán?, ¿el producto o servicio creado llegará a ser una referencia en su categoría? ¿Será adoptado por un número crítico de clientes para que la empresa llegue a ser comercialmente viable?, etc.

En este trabajo, solamente mencionaremos alguna de estas investigaciones con un propósito simplemente ilustrativo. En el cuadro 2 podemos ver las principales características que marcarán el éxito²² de este tipo de empresas según diversos autores, además en cursiva y negrita aparecen cuestiones que luego fueron incluidas en nuestro cuestionario y que contribuirán a condicionar el proceso de aportación de valor por parte del financiador.

Cuadro 2: Factores de éxito de las empresas de nueva creación.

Tyebjee y Bruno (1984)	Brüderl et al (1992)	Lussier y Corman (1995)	Kanemori (2008)	Thirunavukkarasu (2009)
Habilidades del emprendedor	Capital humano como recurso del emprendedor	Capital	Aspectos relacionados con el emprendedor	Dinámicas organizacionales
Referencias del emprendedor	<i>Años de escolarización</i>	Control financiero	Pasión	Cultura organizacional
Márgenes de beneficio	<i>Años de experiencia previa laboral</i>	<i>Experiencia en el sector</i>	Ambición	<i>Estructura organizativa</i>
Originalidad del producto	<i>Experiencia específica en la industria</i>	<i>Experiencia en gestión</i>	<i>Experiencia previa</i>	<i>Factores motivacionales e incentivos</i>
Patentabilidad del producto	<i>Experiencia como auto empleador</i>	<i>Planificación</i>	Capital humano	Amenazas y oportunidades
Disponibilidad de materias primas	Experiencia y dotes de liderazgo	<i>Asesores profesionales</i>	<i>Capacidad de creación y gestión de equipos</i>	Movilización y gestión de recursos
Acceso al mercado	Experiencia emprendedora en autoempleo de los padres	<i>Nivel educativo</i>	<i>Capacidad para optimizar los recursos disponibles</i>	<i>Tipología de la financiación</i>
Necesidad del producto en el mercado	Características organizacionales	Adecuado Timing de su producto con el mercado	Recursos disponibles	<i>Reclutamiento del equipo de profesionales</i>
Tamaño del mercado	<i>Estrategias organizacionales</i>	Equipo	Capital humano	<i>Gestión de los recursos en los procesos</i>
Potencialidad de crecimiento del mercado	Tamaño inicial	Ciclo económico	Incentivos fiscales	Capacidades
Existencia de barreras legales	Novedad	<i>Edad del emprendedor</i>	Apoyo como incubadoras y otros servicios	Agudeza estratégica
Ciclo económico	Condiciones del entorno	Socios	Disponer de un plan de negocio bien elaborado	Estrategia innovadora
Libertad económica - posibilidad de competencia	<i>Localización</i>	Grupo étnico al que pertenece el emprendedor	<i>Networking</i>	<i>Estrategia en la formulación de los procesos</i>
Oportunidades de salida	Condiciones del mercado	<i>Conocimientos en marketing</i>		Dinámicas de la industria-sector
Protección frente a obsolescencia	<i>Rama de actividad</i>			<i>Identificación de clientes potenciales</i>
Beneficios fiscales				<i>Estrategia para segmentar clientes y mercados</i>
Potencial de fusiones y adquisiciones				<i>Implantación de mecanismos de feedback y validación</i>
Situación del mercado inversor				

Fuente: Elaboración propia

²² La definición de éxito es compleja ya que puede ser analizada desde muchos puntos de vista tanto para el emprendedor como para el inversor, los cuales no son el objeto de este trabajo.

La influencia del entorno en el comportamiento de los agentes económicos y en su actividad emprendedora ha sido analizada continuamente en la literatura académica, citando por ejemplo el estudio de Tyebjee y Bruno (1984).

Brüderl et al. (1992) obtuvieron como resultado que el capital humano del fundador, el cual son los años de escolarización y la experiencia laboral, mejora significativamente la tasa de supervivencia de los nuevos negocios. Además, los negocios cuyos fundadores tienen un capital humano específico tal como experiencia específica en esa industria, experiencia como auto empleado, experiencia de liderazgo y padres que poseen sus propios negocios, tienen más probabilidades de sobrevivir que otros negocios con fundadores que no atesoren esas variables.

March (2000) realizó una investigación para identificar las claves del éxito en las nuevas compañías innovadoras según los propios emprendedores, para lo cual se entrevistó con 18 emprendedores. Los factores de éxito mencionados fueron agrupados en 5 áreas: financiación, gestión, campo de actividad, perfil personal, objetivos y estrategia de crecimiento.

En relación a la financiación se identificó como el disponer de suficientes recursos para iniciar la actividad, juntamente con una política sensata de asignación de recursos resultan determinantes para asegurar el adecuado despegue de la nueva empresa innovadora. Tal como refrendan la mayoría de los emprendedores que fueron consultados, manifestaron que la ausencia de preocupaciones financieras facilita la puesta en marcha del proyecto de empresa y aumenta el nivel de confianza respecto al adecuado desarrollo del mismo (March, 2000).

Otro reto lo supone la gestión (March, 2000). Por un lado, en las compañías creadas por varios fundadores, posiblemente uno de los mayores retos en materia de gestión empresarial radica en lograr un buen clima para el trabajo en equipo y alcanzar un acuerdo general en materia de toma de decisiones. Además, los aspectos organizativos son, en general, poco valorados por los emprendedores. La necesidad de adaptar la estructura a cada fase de desarrollo de la compañía no se suele admitir con facilidad. Según March (2000), la mayoría de disfuncionalidades organizativas y disputas surgidas en el proceso de toma de decisiones podrían haberse evitado de haber establecido en su momento un marco organizativo más adecuado a la realidad de la compañía y a sus recursos humanos. Además, algunos emprendedores tienden a subestimar el valor asociado a la gestión, el marketing y otras tareas de carácter no técnico. En consecuencia, algunos emprendedores tienden a descuidar los aspectos organizativos de la compañía y, a orientar la toma de decisiones hacia la consecución de logros científicos o técnicos más que resultados económicos y beneficios empresariales (March, 2000).

Concentrar los esfuerzos en el campo de la actividad principal, y evitar una dispersión de los recursos y habilidades de la compañía es otra clave del éxito empresarial manifestada por los emprendedores más experimentados (March, 2000). Esta referencia al enfoque implica no desviarse de la actividad principal al menos durante las primeras etapas de vida de la compañía, y desaconseja los intentos por diversificar con prontitud la actividad empresarial, puesto que así será más fácil avanzar en la dirección adecuada y cumplir los objetivos de la empresa (March, 2000).

El estudio empírico de March (2000) confirma que en pequeñas compañías innovadoras nacientes el perfil personal del emprendedor y sus motivaciones determinan en gran medida la estrategia de la empresa y sus perspectivas de crecimiento y de éxito. Finalmente, March (2000) identifica el área

relacionada con los objetivos y la motivación del emprendedor que a su vez definirán la estrategia de crecimiento de la compañía.

Dentro de los objetivos y la estrategia de crecimiento, la mayoría de los emprendedores entrevistados manifiestan no actuar especialmente guiados por un propósito especulativo; compartiendo la creencia de que el auténtico emprendedor posee aspiraciones más amplias que las puramente monetarias cuando decide iniciar un nuevo negocio en un campo innovador (March, 2000).

Åstebro (2004) investigó en su trabajo cuales eran los factores principales de éxito para los emprendedores tecnológicos en fases tempranas. Tras examinar 36 características relacionadas con la innovación, la tecnología y el mercado concluyó que cuatro características resultaban predictivas. Estas fueron las expectativas de rentabilidad, la oportunidad tecnológica, la gestión del riesgo y unas condiciones apropiadas.

Por su parte, el objetivo de la tesis de Kanemori (2008) fue conocer cuáles habían sido los recursos más utilizados por las empresas de reciente creación tecnológicas en Hawái y en qué grado estos habían contribuido en su viabilidad, entendiendo por viabilidad la capacidad de vivir, crecer y desarrollarse.

Al-Hassan Abbas (2008) observó como actualmente cientos de estudiantes de ingeniería se inscriben con sus “planes de negocio” en concursos para competir por obtener financiación para sus posibles nuevas empresas tecnológicas. Por ello, en su estudio se planteó crear una metodología de valoración para predecir el éxito de las empresas tecnológicas. Su estudio investiga los factores que contribuyen al éxito de las empresas tecnológicas en sus primeras fases. No incluye dentro de la metodología factores del entorno exterior como aspectos sociales, culturales y religiosos.

El estudio de Al-Hassan Abbas (2008) considera como la mayoría de los negocios empiezan como una idea. Pero dos personas pueden tener la misma idea al mismo tiempo y ambos pueden lanzar una empresa similar. Sin embargo, la compañía A sobrevive y la B no. Por tanto, ¿que posee la A que la B no tiene? Se pregunta si sería, ¿la personalidad o las características del propietario, su experiencia de gestión, el plan financiero, o la posibilidad de innovar en el producto o servicio? (Al-Hassan Abbas, 2008). Este mismo autor concluye que, aunque los factores que pueden contribuir al éxito pueden ser muchos y muy variados, son tres los indicadores primarios de éxito que aparecen constantemente a través de la literatura: la innovación técnica, el concepto del negocio y las características del fundador.

Por su parte Thirunavukkarasu (2009) reflexiona en su estudio acerca del hecho de que en los últimos años la industria de la alta tecnología ha experimentado un crecimiento; en parte debido a que ha sido alimentada principalmente por la financiación de los *Venture Capital*. Pero a pesar de este ritmo de innovación, muy pocas de estas nuevas empresas se han convertido en iniciativas exitosas que hayan creado riqueza para todos sus accionistas e inversores involucrados. La tasa de fracaso de estas empresas sigue siendo muy alta. Por ese motivo, Thirunavukkarasu (2009) en su investigación propuso un marco para evaluar las posibilidades de los nuevos negocios en sus fases tempranas.

Como podemos ver en el cuadro 2, Thirunavukkarasu (2009) agrupa los factores para el éxito de las empresas de nueva creación tecnológicas en dinámicas organizacionales, movilización y gestión de recursos y, agudeza estratégica.

Williams (2013) para ver a priori cuales son los factores que determinarán el éxito de una empresa, y que a su vez los *Venture Capital* tomarán como determinantes en su toma de decisión, utiliza el símil de las carreras de caballos (MacMillan et al., 1985). Así el jinete sería el emprendedor y su equipo; el caballo sería el producto o servicio, la carrera serían los parámetros del mercado y por último las probabilidades de ganar serían las proyecciones y las expectativas financieras. Además, este autor utilizando aspectos definidos por diversos autores realiza una distinción en mayor profundidad en cada uno de ellos, diferenciando entre factores objetivos y aspectos subjetivos.

Según Torrejón (2016) en el alcance del proyecto emprendido y sus posibilidades de éxito el nivel formativo y competencial del que disponga el emprendedor y su equipo gestor parece tener un efecto determinante. Para Edwards-Schachter et al. (2015) el concepto de competencia engloba la combinación de conocimientos, valores, actitudes, habilidades y capacidades, pero dentro de un determinado contexto y en un proceso de desarrollo de los mismos. No obstante, Torrejón (2016) explica como la combinación adecuada de habilidades, conocimientos y capacidades necesarias para poner en marcha una empresa son diferentes de los que necesita un empleado para desarrollar adecuadamente su desempeño dentro de una organización empresarial ya en marcha. Por otro lado, una dificultad añadida es que no necesariamente las competencias de hoy sirven para el mañana, debido a los rápidos cambios de la realidad económico-social (Torrejón, 2016).

Aunque hay investigaciones, de entre las cuales hemos mencionado alguna de ellas en este documento, que tratan de analizar los factores de éxito desde distintos puntos de vista llegando a conclusiones distintas. Sin embargo, en ellas se repiten más frecuentemente cuestiones como: mercado, tecnología, entorno y características organizacionales.

No queremos terminar este apartado sin mencionar uno de los temas más debatido tanto dentro de los profesionales como entre los investigadores, sobre él cual hasta ahora no existe consenso. Nos referimos a la cuestión de si para el éxito de una empresa de este tipo será más importante el fundador o su equipo o la idea y la oportunidad de negocio detectada. Así, los inversores se debaten entre una u otra corriente a la hora de tomar su decisión de inversión (Fingerle, 2005).

Mittiness et al. (2012) explican cómo tanto en la bibliografía como en la industria existen importantes desacuerdos acerca de que aspectos los inversores considerarán los más importantes, si la calidad del equipo emprendedor o la calidad de la oportunidad. Existiendo una corriente de investigación que proporciona solidas evidencias sobre el hecho de que los inversores dan más peso a las características del emprendedor que a la calidad de la oportunidad. En contraste, y también una corriente solida de investigación muestra que los inversores dan más peso a la calidad de la oportunidad que a los rasgos del emprendedor (Mittiness et al., 2012).

Por ejemplo, MacMillan et al. (1985) concluyeron que era el "jinete" (el empresario) quien determinaba si los inversores de capital riesgo financiaban una nueva empresa, en lugar del "caballo" (el producto), la "raza" (el mercado) o las "probabilidades" (el riesgo).

En el estudio realizado por Thirunavukkarasu (2009) podemos leer como todos los *Venture Capital* con los que interactuó declararon que ellos no invierten en ideas sino en personas. Así, argumentan como "gente" inteligente buscará una solución cuando las cosas no evolucionen de la manera que habían anticipado previamente. Explica como en estos nuevos negocios la incertidumbre se irá presentando a lo largo de las diferentes fases del negocio, alterando lo previsto y planificado en sus planes del negocio. Los *Venture Capital* no disponen de herramientas para abordar estas situaciones

de incertidumbre que irán surgiendo, por lo que confiarán en la gente que gestiona estas empresas de nueva creación. Por todo ello, deberían estar seguros de que el equipo tiene las cualidades necesarias para hacerse un camino entre la incertidumbre. Por interesante que parezca, incluso aunque esta lógica haya sido aplicada durante muchos años, la realidad es que la tasa de éxito para las empresas de reciente creación es todavía bastante baja. Esto prueba claramente que esta red de seguridad no siempre ayuda. Incluso financiando equipos gestores con un éxito anterior probado en otra empresa es conocido como pueden fallar en sus siguientes aventuras empresariales (Thirunavukkarasu, 2009).

Williams (2013) aborda esta cuestión desde la perspectiva de los inversores. Así indica como los inversores tienen diferentes personalidades, al menos identifica dos tipos de inversores. Los que consideran el equipo emprendedor como crítico en su proceso de toma de decisiones, y el grupo que considera el producto, el servicio, la idea y el mercado como los aspectos más críticos.

En el caso de Gursel (2013) explica que, aunque la oportunidad de mercado, la idea y el producto por sí mismos son obviamente cruciales en el proceso de decisión de los *Venture Capital*, sin embargo, es cada vez más crítico utilizar su dinero inteligentemente e invertir en emprendedores que por sus propias características personales estén obligados al éxito. Además, invertir en el equipo adecuado puede evitar la generación de un montón de problemas y también la pérdida de dinero (Gursel, 2013).

A lo largo de estos apartados hemos ido viendo cuales son las características del emprendedor y de la empresa por él creada (empresa de nueva creación), así como cuáles serán las que incrementarán sus probabilidades de éxito. Como también hemos visto, estas iniciativas empresariales surgen con recursos limitados lo que les situará a priori en una situación de inferioridad.

Por tanto, en la medida en la que estas busquen financiación, deberán perseguir una relación simbiótica con su financiador para que este pueda proveer alguno de los recursos y conocimientos de los que la empresa carezca. Se creará una relación que favorecerá a la empresa al incrementar sus posibilidades de éxito y por tanto de que el financiado obtenga una mayor recompensa por el dinero aportado gracias a ese valor adicional llamado *Smart Money*, fruto del valor añadido que acompaña a la financiación.

2.2. Definición de capital riesgo y *venture capital*.

2.2.1. Fuentes de financiación.

Tal como anticipamos en el anterior apartado donde definimos el concepto de “emprendedor”, la obtención de recursos financieros es uno de los retos más importantes al que estos se enfrentan cuando deciden iniciar y hacer crecer su propuesta empresarial.

Los emprendedores pueden requerir para su empresa financiación con el objetivo de realizar inversiones en activos físicos que les permitan realizar sus tareas (locales, terrenos, equipamiento, maquinaria, equipos de tecnologías de la información, etc.). También será necesario invertir en

activos inmateriales que pueden ir desde el desarrollo de tareas de I+D+i (Investigación, Desarrollo, innovación), hasta la financiación de patentes o el uso de licencias entre otras cuestiones. Además, hasta la generación de ingresos recurrentes se precisará financiar los gastos corrientes de la empresa (gastos de personal, alquileres, etc.). Pero incluso cuando la actividad ya está lanzada, puede ser necesaria una inversión adicional para financiar el circulante de la empresa reforzando su actividad comercializadora.

Braly (2011) indica en su estudio como los fundadores de las nuevas empresas en la industria de la tecnología médica requieren capital para establecerse, sostenerse y hacer crecer sus compañías. Los fundadores tienen que buscar como parte fundamental de su tarea formas y canales para obtener esa financiación. Alemany (2004) también identifica la obtención de la financiación para su empresa hasta llegar a alcanzar el punto de equilibrio económico financiero como una de las principales barreras con la que se encuentran los emprendedores cuando inician su actividad.

Son diversas las fuentes de financiación a las que el emprendedor puede recurrir, desde las entidades financieras, a los inversores de su entorno (familiares y amigos²³), *Crowd funding*, *Business Angels*, inversores profesionales o incluso acudir al mercado de capitales con su salida a bolsa.

Un mismo proyecto puede optar a todas y cada una de estas fuentes de financiación, ya que cada una de ellas será la más adecuada en función del tipo de proyecto, la fase de desarrollo en la que este se encuentre y la cuantía de la financiación requerida.

Aunque no es objeto de este trabajo analizar en profundidad cada una de las fuentes de financiación, si incluiremos algunos comentarios al respecto que consideramos necesarios para poder comprender el hilo argumental de este estudio. Una óptica interesante al revisar las distintas opciones de financiación es la aportada por Braly (2011). Este autor las analiza desde la óptica de la repercusión en el reparto accionario de la compañía financiada y la dilución del fundador. Así Braly (2011) menciona las siguientes herramientas de financiación, a las que hemos añadido algunos comentarios propios:

- **Beneficios no repartidos:** Si una nueva empresa tiene buen comienzo, los flujos de caja generados podrán ser guardados y reinvertidos en el negocio sin que suponga una dilución para los propietarios.
Este modo de financiación permite al fundador evitar o retrasar la necesidad de recurrir a financiación externa. Muchas nuevas compañías, incluso si generan beneficios, sus gastos rápidamente pueden llegar a superar a los ingresos, y tendrán que volver a recurrir a financiación externa para soportar su crecimiento y el desfase en la caja producido por sus operaciones.
- **Subvenciones:** Son una fuente de financiación no dilutiva para los fundadores. Es financiación a fondo perdido que puede ser concedida por las distintas Administraciones Públicas de los distintos ámbitos territoriales.
- **Instituciones académicas, fundaciones, filántropos:** Pueden aportar subvenciones o inversiones en el capital en condiciones que suelen ser favorables y, reflejarse en una menor dilución para los fundadores. Además, como lo habitual es que no entren en el capital, no supondrán dilución para el fundador.

²³ Este tipo de financiación se conoce en el sector como las 3Fs: *Friends, Fools and Family*. Es decir, amigos, locos y familiares.

- **Inversores estratégicos:** Pueden ser por ejemplo, clientes, socios del canal comercializador, potenciales adquirentes, etc. Estas colaboraciones con “socios estratégicos”, compañías que estén en el mismo mercado o en mercados complementarios, pueden generar valor por sí mismas y pueden suponer una buena forma de captar capital externo sin necesidad de acudir a un *Venture Capital*.

Los socios estratégicos, pueden aportar capital a cambio de un acceso a futuros productos y/o tecnologías. La presencia de inversores estratégicos puede tener un efecto disuasorio sobre otros potenciales socios o adquirentes ya que pueden llegar a generar o suponer un conflicto de intereses.

- **Fundador:** Casi todas las nuevas empresas requieren algo de inversión en capital por parte del fundador.
- **Familia y amigos:** Para muchos fundadores de compañías, la fuente de financiación que tienen más a mano es la familia y los amigos. La familia y los amigos pueden ser fáciles de convencer para poner algo de dinero. El fundador sufrirá una menor dilución y será capaz de mantener el control total de la compañía. Mientras que con otros potenciales inversores, éstos demandarán mayor parte de las acciones de la empresa o representación en los órganos de representación en la misma.

Como aspecto negativo, se encuentra el que la mayoría de fundadores no serán capaces de obtener cantidades de capital significativas a través de esta fuente.

- **Business Angels:** Muchas veces no sólo buscan una rentabilidad económica, y pueden ser más proclives a analizar proyectos que no tengan modelos de negocio convencionales. Es más sencillo acceder a este inversor que a un capital riesgo.

Dentro de los inconvenientes de los *Business Angels* se encuentran el que pueden tener unas expectativas de altas rentabilidades, poca capacidad para encontrar continuación en las inversiones, falta de experiencia industrial, y el reto de gestionar un número significativo de inversores de manera individual.

- **“Venture Capital”:** Son un tipo de financiación del capital riesgo que al igual que muchos *Business Angels*, invierten en nuevos proyectos a cambio de una parte de la propiedad de la compañía, lo que deriva en una importante dilución para el fundador.
- **Mercados públicos de capital:** A una compañía pequeña le resulta muy difícil llegar a estos mercados. Además, los costes asociados serían muy altos y supondrá efectos dilutivos y nuevas responsabilidades frente a los nuevos accionistas.

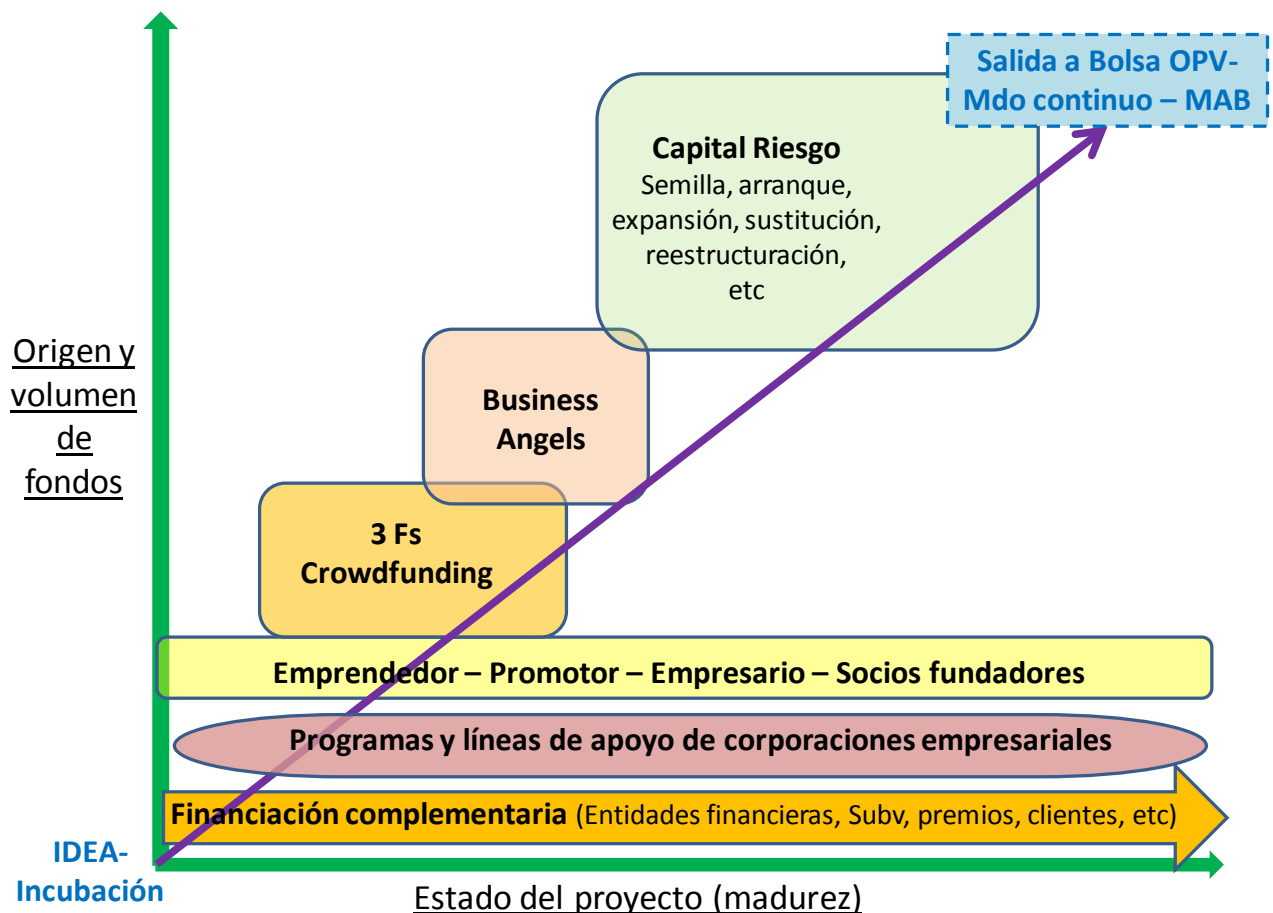
En el caso de que se trate de mercados públicos de renta fija, esta financiación computará como deuda y no tendrá efectos dilutivos.

- **Bancos y otras instituciones de préstamo:** Son considerados la fuente de financiación externa más barata (en términos de dilución). Sin embargo, los bancos requieren activos físicos como colateral para asegurar el préstamo, o la evidencia de que exista un flujo de caja estable generado por las ganancias en sus operaciones.

En la figura 5 podemos ver un esquema de cómo desde la fase de idea, en función del estado de evolución y maduración de los proyectos, van a ir encajando las distintas herramientas de financiación en función del volumen de fondos que se puedan ir necesitando y el origen de la fuente de su aportación.

Hemos querido expresar como la financiación complementaria que se puede obtener de las Entidades Financieras, Administraciones Públicas, o la generada por la propia actividad de la empresa estarán accesibles durante todo el periodo. Sin embargo, las distintas herramientas de la denominada “financiación alternativa” se van a ir encajando sucesivamente a medida que la empresa avanza en su crecimiento y maduración y en función del volumen de financiación requerido.

Figura 5: Fuentes de financiación.



Fuente: Elaboración propia.

2.2.2. Financiación alternativa.

Las entidades financieras prestan su dinero a empresas y emprendedores-empresarios con bajo riesgo y con garantías colaterales, buscando el recobro mediante cuotas periódicas que incluyen una parte de intereses y otra del principal. Sin embargo, muchas firmas innovadoras, particularmente aquellas recién constituidas no cumplen con estos criterios y habitualmente la entidad financiera les deniega la financiación solicitada.

El negocio de la entidad financiera consiste en captar depósitos de sus clientes o en el mercado de capitales para posteriormente prestarlos a otros clientes, siendo su ganancia el margen de intereses generado en el proceso, solicitando garantías colaterales y activos tangibles que aseguren la devolución del préstamo.

Frente a la financiación tradicional bancaria nos encontramos con la financiación alternativa. El elemento más relevante es la figura del “inversor profesional” bajo el formato del capital riesgo. Otras fuentes de financiación alternativa serían las 3Fs, el *Crowdfunding*, los *Business Angels* o el mercado de capitales.

Böhner (2007) indica como los *Business Angels* se diferencian de los “inversores profesionales” en sus volúmenes de inversión. Invirtiendo un menor importe en fases incipientes. Además, invertirán su propio capital, siendo autónomos e independientes en su toma de decisiones. También, al ser profesionales con experiencia en tecnología y/o gestión suelen apoyar a los emprendedores fundadores con su experiencia y conocimiento.

Por su parte, Gera (2009) define los *Business Angels* como inversores que invierten en mercados con tecnologías que son similares a su propia experiencia y en situaciones en las que además serán capaces de aportar valor añadido como inversor y lo ejercerá de manera activa y práctica. Los *Business Angels* también preferirán inversiones que estén próximas geográficamente. Además, son individuos con recursos financieros que invertirán su propio dinero, mientras que en un *Venture Capital* son los gestores los que tomarán las decisiones de inversión e invertirán dinero de terceros. Generalmente los *Business Angels* no dispondrán de un grupo de profesionales que les den soporte en la evaluación de las oportunidades de inversión que tengan a su alcance (Gera, 2009).

Para Braly (2011) los *Business Angels* son inversores acreditados que invierten su propio dinero directamente en las empresas. La idea de que los *Business Angels* son inversores privados que invierten en las compañías una cantidad menor que la que puede proporcionar los *Venture Capital*, y en una fase más temprana de desarrollo que los *Venture Capital* es remarcada por Klingler-Vidra (2014).

Los *Business Angels* son individuos que típicamente invierten en las fases más iniciales de las empresas que los *Venture Capital*, y frecuentemente proporcionan distintos niveles de asistencia a través de la mentorización o su experiencia en la industria (Frances, 2017).

Añadir también como Fisher et al. (2017) consideran a los *Business Angels* como individuos que utilizan sus propios fondos para invertir en nuevas empresas con el objetivo de obtener ganancias individuales y por la oportunidad de formar parte de una iniciativa emprendedora potencialmente exitosa. Su pasado como empresario de éxito y su riqueza personal les otorga una fuente de legitimación, y su autoridad radica en su habilidad para tomar decisiones de forma autónoma. Las normas las determina él mismo. Además, debido a que los *Business Angels* no tienen que justificar sus decisiones frente a nadie más, tendrán unos altos niveles de libertad en sus decisiones de inversión (Fisher et al., 2017).

Dentro de la financiación alternativa, también nos encontramos con el *Crowdfunding*. Esta una forma de financiación en la que muchos pequeños financiadores pueden canalizar su financiación a través de una plataforma web que previamente les ha permitido conocer el proyecto (oportunidad de inversión). Además, esta plataforma realizará todos los trámites oportunos para materializar la

inversión y su posterior seguimiento. El formato *Crowd* se caracteriza por la participación masiva de inversores que aportan cantidades reducidas a pequeños proyectos de alto potencial, pero con alto riesgo.

Para Fisher et al. (2017) el *Crowdfunding* es la acción de solicitar contribuciones financieras de un gran número de personas, especialmente pertenecientes a la comunidad digital (*online*); para ello los emprendedores presentarán sus proyectos en las plataformas digitales como Kickstarter o Indiegogo; y los potenciales financiadores podrán ver esos proyectos y decidir cuales respaldan con su dinero a cambio de ciertas recompensas.

Según Allison et al. (2017) el *Crowdfunding* representa un contexto democrático de financiación que permite a los emprendedores solicitar fondos del público general para un propósito específico como puede ser el desarrollo de un nuevo producto. Su actividad tiene lugar vía internet. Así, la existencia del uso masivo de internet, la publicidad online, el comercio electrónico o las redes sociales ha facilitado el incremento de la confortabilidad y confianza del consumidor en las transacciones online. Adicionalmente, la vibrante actividad y cultura emprendedora está cada vez más presente en los medios de comunicación, lo que incrementa el interés y el deseo de apoyar iniciativas emprendedoras. Esta forma de financiación complementa a otras formas tradicionales y sirve a los emprendedores como puente hasta llegar a alcanzar otra financiación.

Aunque de manera general se conoce este movimiento como *Crowdfunding* existen matices que hacen que distingamos distintos tipos en función de lo que espera recibir el financiador. Si se canaliza a través de un préstamo se denomina *Crowdlending*, si llega al capital social de la empresa será *Crowdequity*, si es un intercambio de servicios se denomina *Crowdsourcing*, si lo que espera recibir es únicamente una recompensa sería *Crowdreward* y si no espera obtener nada a cambio será una donación, *Crowddonation*.

Un instrumento financiero situado entre la financiación bancaria y la financiación en capital son los préstamos participativos (Bustos, 2013). Son utilizados frecuentemente para financiar empresas que no pueden acudir a la financiación bancaria por su alto nivel de riesgo, pero que potencialmente son capaces de generar una rentabilidad acorde con dicho riesgo.

Otro canal alternativo serían los “inversores profesionales”. Generalmente, el modelo de negocio de un “inversor profesional” no contempla la recuperación de su inversión mediante el pago de cuotas que incluyan un interés pactado, ni exige garantías colaterales, sino que deposita el dinero en la compañía asumiendo el riesgo asociado a la misma.

Si las empresas crecen y comienzan a ser rentables obtendrán su porcentaje del beneficio por la plusvalía en el incremento de su valor pero, si la empresa en la que han invertido cae, perderán toda su inversión. Por ello y para disminuir su riesgo, el inversor no solo depositará su dinero, sino que a menudo tomará un papel activo en el seguimiento y monitorización, además de prestar su ayuda y consejo en las empresas en las que invierte.

Dentro de los inversores profesionales nos encontramos con el capital riesgo. Para Pintado y García (2002) el capital riesgo se ha constituido en los últimos años como una fuente de financiación alternativa para las pequeñas y medianas empresas, ventajosa frente a la financiación tradicional proporcionada por las entidades financieras dado que está dispuesta a participar en operaciones que

cubren un amplio rango desde las primeras fases hasta su fase de expansión, pasando por la reestructuración de la actividad e incluso apoyando a un directivo interno o externo para hacerse con el control de la empresa. Emplean fondos propios en lugar de deuda, lo que mejora la imagen de la empresa, lo que a su vez posibilita la posterior financiación mediante endeudamiento y aporta un valor intangible gracias a su experiencia, contactos, etc. (Pintado y García, 2002).

Dentro de los “inversores profesionales” situaremos al “Capital Riesgo”, este grupo incluye dos tipos de actividades claramente diferenciadas y las expresaremos por su terminología en inglés “*Venture Capital*” y “*Private Equity*”.

2.2.3. Evolución histórica de la industria del capital riesgo.

Según Watkins (2013) la actividad del *Venture Capital* es un movimiento global. Aunque sus comienzos y su desarrollo tienen sus orígenes en Estados Unidos, diversos mercados de *Venture Capital* han proliferado y crecido en muchas de las economías modernas capitalistas. No obstante, no han tenido un desarrollo uniforme, mostrando una gran variación de un país a otro, debido fundamentalmente a las oportunidades existentes para llevar a cabo las operaciones de desinversión y el clima de emprendimiento en cada uno de esos países. En Europa el mercado más desarrollado se encuentra en el Reino Unido (Watkins, 2013).

No es objeto de esta investigación explicar en profundidad la evolución vivida por el sector tanto en los Estados Unidos, su país de origen, ni en Europa o en España. Simplemente nos limitaremos a hacer algunas reseñas para situarlo.

Tampoco exploraremos la distinta normativa y legislación que ha ido definiendo el marco de actuación de esta industria en España. Ni explicaremos las diferencias entre las distintas formas legales que se pueden encontrar en el sector como son la SGECR (Sociedades gestoras de entidades de capital riesgo), los FCR (Fondos de capital riesgo), las SCR (Sociedades de capital riesgo), las ECR (Entidades de capital riesgo) en su formado de entidades de régimen común o de régimen simplificado. Creemos importante señalar como actualmente muchos inversores para materializar sus operaciones de financiación no utilizan ninguno de los instrumentos referenciados anteriormente, sino que las realizan a través de Sociedades Anónimas (S.A.) o Sociedades Limitadas (S.L.).

King (2011) sitúa el origen de esta industria en los fondos captados por Gutenberg en 1.450 para la creación de la imprenta o, en los captados por Cristóbal Colón en España en 1.492 por parte de la reina Isabel.

Es en el año 1946 cuando se crea ARD (*American Research Development*), la primera compañía moderna para realizar esta actividad de manera profesional. Fue constituida por Karl Compton presidente del MIT, Merrill Griswold, director de Massachusetts Investors Trust, Ralph Flanders presidente del Banco de la Reserva Federal de Boston y el General Georges Doriot profesor de Harvard Business School. Este grupo hizo inversiones de alto riesgo en empresas emergentes basadas en tecnología desarrollada durante la II Guerra Mundial (Oehler et al., 2007). Su objetivo era

financiar aplicaciones comerciales para los desarrollos con fines militares llevados a cabo durante el periodo de la II Guerra Mundial (Gompers, 2001)

Yafengyun (2010) sitúa su comienzo en los Estados Unidos en los años 40. Desde allí y muy lentamente se fue extendiendo a otros países (Oehler et al., 2007). Es en los últimos años de la década de los años 70 del pasado siglo XX cuando Reino Unido e Irlanda se convierten en los primeros países de Europa en comenzar a desarrollar esta actividad. Su impulso vino de la mano de fondos y profesionales provenientes de Estados Unidos. En la Europa continental llegó a principios de los años 80, impulsado en su gran mayoría por entidades financieras de ámbito local o nacional (Oehler et al., 2007).

Aunque este sector en la última década ha evolucionado muy significativamente en los países europeos, todavía sigue estando muy lejos del desarrollo alcanzado en los Estados Unidos, siendo éste el mercado de mayor tamaño a nivel mundial (Oehler et al., 2007). No es propósito de este trabajo analizar las diferencias en el desarrollo de esta industria con respecto a Estados Unidos (ya mencionamos algunos hechos diferenciales en la introducción de este trabajo). Sin embargo, si expondremos algunas de las principales razones a las que se puede atribuir. Entre ellas destacaríamos una menor cultura de la financiación en capital, con un mercado de capitales menos desarrollado. Este hecho dificulta la salida del inversor del accionariado de las empresas en las que invierte (Bottazzi y Da Rin, 2002; Martí y Balboa, 2004; Lusk et al., 2007) ocasionando la iliquidez de sus inversiones; otros motivos serían un diferente marco fiscal y legal para operar, e incluso la propia diferencia en la cultura de la iniciativa empresarial y emprendedora entre países.

Son varias las fases de madurez que ha ido experimentando el sector en Estados Unidos, con marcados saltos cualitativos y cuantitativos. Un hito importantísimo fue el hecho de que en el sector se consiguieran varios “*Home Run*”²⁴ con alguna de sus inversiones. Esto permitió comprobar con casos reales las posibilidades de obtener rentabilidades con este tipo de inversiones. Pero diversos autores, al igual que Alemany (2004) o King (2011), señalan como uno de los principales detonantes del despegue definitivo del sector fue la Ley ERISA²⁵ de 1979 sobre los planes de pensiones en Estados Unidos. A partir de esta normativa se les permitió una mayor flexibilidad para que estos invirtieran en fondos de capital riesgo. Esto ocasionó un rápido crecimiento del volumen de fondos captados y gestionados en el sector. Sirva de ejemplo como según Kortum y Lerner (2000), antes de esta Ley los nuevos fondos aportados suponían 424 millones y en 1986 tras la consolidación de la aplicación de la normativa en el mercado se superaron la cifra de los 4.000 millones de dólares.

Otra razón se sitúa en una menor bancarización de la economía de los Estados Unidos. Black y Gilson (1998) profundizan en el análisis de estas diferencias y exponen cómo en los Estados Unidos existen muchos bancos que son relativamente pequeños, en comparación con las grandes corporaciones, los cuales desempeñan un papel limitado en las operaciones de financiación de las empresas. En contraste con lo que ocurre, por ejemplo, con los bancos alemanes y japoneses que, siendo más pequeños en número son más grandes en tamaño relativo, teniendo un papel destacado en las operaciones corporativas y de financiación empresarial, lo que dificulta el desarrollo, del sector

²⁴ Se denomina con esta terminología en el sector cuando el dinero obtenido (capital invertido + plusvalías) en la operación de desinversión de una de las empresas del portfolio se ingresa un importe superior al del total del importe del fondo de inversión gestionado por ese inversor en el que se encontraba esa compañía.

²⁵ *Employment Retirement Income Security Act*

del *Venture Capital*. Además, los países con un mercado de capitales más desarrollado tendrán una industria de inversión más vigorosa, ya que esa vía les facilitará enormemente sus posibilidades y alternativas de desinversión (Black y Gilson, 1998).

Otro motivo de que el sector esté más desarrollado en los Estados Unidos, o precisamente porque el sector está desarrollado es el hecho de la relevancia que han alcanzado a nivel mundial algunas de las empresas que ha financiado este sector. Podríamos poner como ejemplos algunas de las corporaciones más importantes a nivel mundial como Apple, Facebook, Twitter, LinkedIn, Compaq, SunMicrosystems, CISCO, Intel, AMD, etc. que en sus orígenes contaron con el apoyo de este tipo de inversores.

Black y Gilson (1998) concluyen que los Estados Unidos tiene un sector más desarrollado que Alemania y Japón en proporción al tamaño de su economía. Además, en los Estados Unidos los *Venture Capital* invierten más intensamente en las primeras fases de desarrollo de las empresas y en sectores con una tecnología más alta, mientras que en Alemania y Japón financian inversiones en las últimas fases de desarrollo y en los sectores menos punteros tecnológicamente.

Si nos centramos en España, Ramón (2011) fija como precedente histórico el s. XV cuando la financiación de Isabel la Católica permitió a Cristóbal Colón el descubrimiento de América al financiar su viaje, ya que esta era una aventura desconocida pero basada en la confianza.

Sin embargo, no es hasta los años setenta cuando arranca esta actividad de manera profesional en España de la mano del sector público. Con el paso de los años ha ido ganando peso el sector privado, quedando en la gran mayoría de los casos el sector público como inversor principal en proyectos de la iniciativa privada de creación de instrumentos de inversión.

Según Alemany y Martí (2007) la primera organización de este tipo comenzó su actividad en el año 1972. Teniendo su origen en la necesidad de asistir a las regiones españolas menos desarrolladas con la creación y construcción de una nueva economía industrial. En regiones como Galicia, Extremadura o Andalucía con economías principalmente basadas en la pesca, la agricultura o la minería, estas primeras organizaciones apoyaron el emprendimiento en el sector industrial (Alemany y Martí, 2007). Este desarrollo inicial contrasta con lo que ocurrió en los Estados Unidos, donde su objetivo fue el apoyo a los inventos y a la innovación que surgía de las principales universidades (Gompers y Lerner, 2001). Las primeras aportaciones de fondos a estas sociedades tuvieron origen gubernamental, siendo la entrada de España en la Unión Europea lo que supuso un cambio hacia el liderazgo de este mercado por parte de la iniciativa privada (Alemany y Martí, 2007).

García y Vence (2008) indican como en España esta actividad surge en el año 1972, con el objetivo de contribuir al desarrollo regional como fruto de la iniciativa pública con la figura de las Sociedades de Desarrollo (SODIs). Su objeto era invertir en empresas en proceso de constitución o arranque con el propósito de revitalizar el tejido empresarial de la Comunidad Autónoma en cuestión. El concepto jurídico de capital riesgo aparece en España en el año 1986, viviendo a partir de entonces cambios legislativos sucesivos para irse adaptando a la realidad de la actividad desarrollada y al entorno social, económico y de marco legal (García y Vence, 2008).

En el Decreto 2182 de 21 de julio de 1972 aparece el encargo al INI²⁶ de la creación de SODIGA (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia, ahora Xesgalicia). Posteriormente a principios de los años ochenta del pasado siglo XX se incorporaron otras Sociedades de Desarrollo Regional (Sodiex-Extremadura; Sodican-Canarias, Sodian-Andalucía; Sodical-Castilla y León, Sodicaman-Castilla La Mancha; Sodiara-Aragón) (Ramón, 2011).

En el año 1975 se creó la primera sociedad de capital riesgo con capital privado (principalmente proveniente de entidades financieras). Posteriormente, el sector privado ha ido ganando protagonismo con la incorporación de importantes agentes, siendo las entidades financieras o grandes corporaciones, las que han ido creando sus propios vehículos de inversión o aportando capital a fondos gestionados por otros profesionales. Además, se han ido instalando en España con la apertura de oficina y dotándola de un equipo de profesionales locales muchos de los principales actores extranjeros de relevancia internacional del sector para desarrollar su actividad en el mercado español.

Debemos remarcar que la actividad de Capital Riesgo en nuestro país es una actividad regulada, siendo una de las últimas leyes el Reglamento 231/2013 resultante de la transposición de la Directiva europea 2011/61/EU.

Actualmente, en casi todas las comunidades autónomas existe un vehículo de inversión asociado al gobierno autonómico en mayor o menor medida y desde el gobierno español se viene apoyando con iniciativas como ENISA²⁷, CDTI²⁸, o el ICO²⁹.

2.2.4. El capital riesgo.

En este apartado haremos una aproximación al concepto del capital riesgo, diferenciando entre sus distintas acepciones y tipos hasta llegar al concepto del inversor del tipo “*Venture Capital*”. Este es el que manejaremos en este estudio de investigación al ser el que está relacionado con el concepto de aportación de valor (*Smart Money*). A partir de este momento y a lo largo del texto cuando nos refiramos a *Venture Capital* también lo podremos hacer con las siglas VC. Acrónimo también usado habitualmente en el sector y en el ámbito académico.

Las sociedades de capital riesgo constituyen una forma de financiación empresarial alternativa al crédito bancario y a los obstáculos que la banca establece para financiar cierto tipo de operaciones (Alemany, 2004).

Para Alemany (2004) las principales características del capital riesgo son:

- Participación accionarial en una empresa privada, mediante la entrada en los fondos propios a través de la adquisición de participaciones de la empresa financiada.

²⁶ Instituto Nacional de Industria

²⁷ Empresa Nacional de Innovación

²⁸ Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial

²⁹ Instituto de Crédito Oficial

- Carácter temporal de la inversión. El capital riesgo suele mantener su participación durante un periodo de entre cuatro y seis años (Manigart et al., 2002). Los inversores obtienen su rentabilidad a través de la revalorización de la participación del capital, debiéndose encontrar un equilibrio entre vender lo antes posible con una rentabilidad aceptable y esperar un tiempo adicional para alcanzar una valoración superior con los costes y riesgos añadidos que esta decisión implicaría.
- Rentabilidad exigida a sus inversiones por encima de la que se puede obtener en los mercados de valores o en inversiones tradicionales.
- Rentabilidad mediante plusvalías. Estos inversores realizan sus ganancias en el momento de la salida de la empresa financiada. Las expectativas de su rentabilidad varían en función del riesgo. A mayor riesgo asumido, en función de las características de la inversión y de la fase de la empresa, mayores expectativas de rentabilidad exigida.

Balboa (2007) define el capital riesgo como una forma de financiación empresarial instrumentalizada, principalmente mediante la participación en acciones o activos relacionados con las mismas, de forma temporal y minoritaria. Además, generalmente el origen de los fondos invertidos no es propio, sino que procede de inversores, de manera que actuarán como intermediarios entre los inversores y las empresas financiadas. La literatura evidencia y justifica el papel de intermediación a través precisamente de su contribución no financiera (Balboa, 2007).

Según Rojo et al. (2010) la condición de entrada del capital riesgo en una empresa es la esperanza de poder obtener una rentabilidad superior a la que ofrece el mercado de valores, por medio de las plusvalías obtenidas con los beneficios alcanzados durante el periodo de permanencia en la empresa en la que se invierte.

En el preámbulo de la Ley 22/2014³⁰ se define el capital riesgo como “aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores”.

El conjunto de empresas en las que invierte un capital riesgo se conoce dentro de la jerga del sector como “*Portfolio*” o cartera de participadas.

La primera aclaración que es necesario realizar es la diferenciación entre “*Private Equity*” y “*Venture Capital*” ya que son dos actividades muy distintas. En la figura 6 podemos ver los distintos tipos de inversión que realizan cada una de los dos grupos.

Al-Hassan Abbas (2008) indica cómo financiar o invertir en nuevos proyectos (VC) es muy diferente de invertir en una empresa existente que necesita financiación para expandirse (*Private Equity*). Una nueva empresa no tiene historia, por tanto el inversor (*Venture Capital*) no tiene nada en lo que confiar, excepto el modelo de negocio, los estudios que han sido llevados a cabo por el equipo fundador y el plan de negocio facilitado.

En los países de influencia anglosajona, con los Estados Unidos como referente y país de origen de esta actividad, utilizan dos términos diferentes para distinguir entre aquellas inversiones que tienen

³⁰ La Ley 22/2014 publicada el 12 de noviembre, regula entre otras cosas las entidades de capital riesgo, y vino a modificar la Ley 35/2003 del 4 de noviembre.

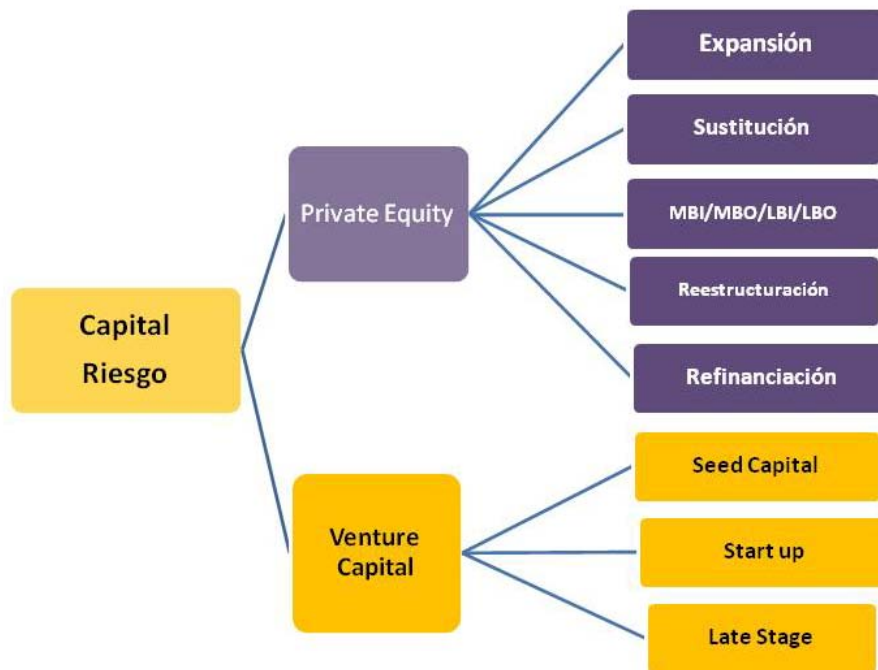
como objetivo empresas recién creadas o que están en los primeros estados del ciclo empresarial (*early stages* en inglés) de aquellas otras inversiones destinadas a empresas maduras.

Hay diferencias importantes en la forma de instrumentar las inversiones y también en cuanto al riesgo asociado, ya que evidentemente es mucho menor el soportado en la toma de participación en empresas ya consolidadas. Por esta razón, denominan *Venture Capital* a la inversión de riesgo en empresas de reciente creación, y *Private Equity* a la actividad inversora en empresas que se encuentran en etapas más avanzadas.

El *Venture Capital* según la forma de entender esta industria desde el punto de vista de los Estados Unidos, es una inversión realizada por organizaciones especializadas en alto crecimiento, alto riesgo y frecuentemente en alta tecnología, en empresas que necesitan capital para financiar el desarrollo del producto o su crecimiento. Por estas características, el capital invertido será en su gran mayoría en forma de capital social (*Equity*) y, en menor proporción, mediante préstamos.

Se excluye de esta actividad al resto de operaciones incluidas en el *Private Equity* (figura 6), como los “*buy out o buy in*” (*LBO, LBI, MBO, o MBI*)³¹, donde nos referimos a una empresa madura en la que sus propios directivos de la empresa, u otros que llegan de fuera, buscarán financiación para comprársela a sus actuales accionistas.

Figura 6: Diferenciación entre *private equity* y *venture capital*.



Fuente: Elaboración propia.

³¹ En el MBO (*Management Buy Out*), la empresa es adquirida por su propio equipo directivo respaldado por el capital riesgo; mientras que en el MBI (*Management Buy In*) interviene un equipo directivo ajeno a la empresa. Es decir, son los equipos directivos los que toman el control de la empresa sacando del accionariado al anterior propietario. Para los LBO o los LBI es el mismo caso en cuanto a los equipos, pero aquí la operación de toma de control se apoya en el endeudamiento de la compañía para poder financiar la adquisición de la empresa a los anteriores propietarios. Es decir, la “L” significa endeudamiento: *leverage*.

En Europa, la noción de *Venture Capital* se encuentra dentro del *Private Equity* (capital privado), siendo todo conocido como capital riesgo. Pero el *Venture Capital* se asocia con la financiación en capital en las etapas iniciales de desarrollo de una empresa con un alto potencial de crecimiento, mientras que el término de capital privado se aplica para los siguientes estadios de las empresas. Por tanto, se podría considerar cómo los recursos proporcionados por los *Venture Capital* a las empresas van a favorecer el desarrollo del *Private Equity* en sus etapas posteriores.

Como podemos ver en la figura 6 en función del tipo de inversión realizada por el inversor podríamos distinguir entre capital semilla (*seed capital*), arranque (*startup*) o últimas fases de arranque (*Late Stage*), para el *Venture Capital*; y expansión-crecimiento, sustitución (*replacement*), operaciones donde la financiación facilitada por el inversor es empleada para comprar la empresa a su propietario original (*LBO, LBI, MBO, o MBI*) o incluso una reestructuración (*turn around*) o una refinanciación de la deuda.

Para establecer la distinción Reiner (2013) explica como los investigadores de Estados Unidos usan el término *Private Equity* (PE) como un término general que engloba VC y PE en sentido más estricto, como dos sub-categorías. En contraste los autores europeos emplean los vocablos VC y PE como sinónimos. Sin embargo, no es lo mismo, diferenciando como los VC invierten en compañías en una relativa fase temprana de desarrollo, proporcionando capital semilla (*seed*), *startup* o crecimiento (*late stage*), en contraste las inversiones de los PE invierten en compañías establecidas con una más extensa historia empresarial (*buyouts, buyin o levered buyout o levered buy in, expansión, etc.*).

La *German Private Equity and Venture Capital Association* (BVK) establece una diferenciación general entre VC (incluyendo el tipo *seed, start-up, expansión*) y la actividad del *Private Equity* (donde engloba los *buyouts: MBO, MBI, LBO* y la reestructuración, la sustitución y la financiación puente) (Böhner, 2007).

En España, desde los inicios, el termino capital riesgo engloba tanto las inversiones realizadas en las primeras fases de desarrollo (*Venture Capital*) como la inversión en empresas más maduras y consolidadas (*Private Equity*), mientras en el ámbito internacional ambos tipos de operaciones suelen distinguirse (De los Ríos et al., 2015).

De hecho la Ley 22/2014 indica que: “el capital riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando *Venture Capital*, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como *Private Equity*, término este ultimo que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital riesgo a préstamos para poder financiarlas”.

Alemany (2004) establece entre VC y *Private Equity* como principal diferencia la fase en la que se encuentren las empresas. Así, con inversiones del tipo VC se refiere únicamente a aquellas realizadas durante las fases tempranas del ciclo (fase semilla, *seed capital, arranque startup o late stage*), dejando el término *Private Equity* para el resto de operaciones. Aunque matiza que la realidad es que dentro de los profesionales del sector se emplea la terminología anglosajona, utilizándose en muy pocas ocasiones el vocablo “capital riesgo”.

Quizás una cuestión que no haya ayudado a establecer una terminología adecuada en Europa y España sea que ambos términos tienen una difícil traducción, por lo que no se ha impuesto ninguna terminología propia diferencial y extendida en países como Alemania o España.

Así el término “*Private Equity*” se compone de “*Private* = privado” y “*Equity* = patrimonio neto-acciones”, por lo que una traducción literal sería “patrimonio neto privado” concepto que muy difícilmente se asociaría con esta actividad. En el caso de *Venture Capital* ocurriría lo mismo, ya que “*Venture* = aventura-empresa” y “*Capital* = capital-dinero”. De manera generalizada se ha adoptado como traducción capital riesgo, concepto que puede motivar errores o inconcreciones. Por ello, los profesionales del sector utilizan habitualmente los conceptos en inglés de “*Private Equity*” y “*Venture Capital*”.

Böhner (2007) comenta el caso alemán en el que ocurre algo similar a lo que hemos explicado para España. Así, según Böhner (2007) el término “*Venture Capital*” deriva de la palabra inglesa “*Venture*”, la cual es definida como “un proyecto que supone oportunidades, riesgos y peligros”. Esta definición explícitamente contiene dos significados, por un lado, describe el aspecto negativo del riesgo y peligro y por otro lado el aspecto positivo de las oportunidades. La traducción al idioma alemán no es satisfactoria ya que se enfatizaría por un lado el aspecto del riesgo (“*Risikokapital*”, “*Wagniskapital*”) o por otro lado el de las oportunidades (“*Chancenkapital*”), pero no podría simultanear las dos ideas como si es posible en inglés. Eso hace que actualmente no exista una definición propia para el uso de los dos términos. Por tanto, los autores alemanes usan como sinónimo la palabra alemana “*Kapitalbeteiligung*” (Capital Participativo) para los anglo-americanos “*Venture Capital*” y “*Private Equity*”. Sin embargo, ya existe una tendencia en la que ambos términos se usan uno al lado del otro, en el que “*Venture Capital*” se refiere a inversiones en fases tempranas y “*Private Equity*” para hacer referencia a inversiones en empresas en fases más avanzadas o maduras (Böhner, 2007).

Una vez establecida la distinción entre las actividades del VC y del *Private Equity* se podría realizar una nueva diferenciación en función del origen de los fondos. Así, podríamos tener tanto VC como *Private Equity* públicos, independientes o corporativos.

Como comentamos anteriormente en este trabajo de investigación nos centraremos únicamente en las inversiones denominadas *Venture Capital*, que engloban el capital semilla (*seed capital*), el capital arranque (*startup*) y el *late stage*, en las que el apoyo del inversor al emprendedor puede llegar a ser realmente un factor diferencial.

Figura 7: Clasificación del capital riesgo en función del origen de los fondos.

Privados	Mixtos	Públicos
Corporativos	Independientes	

Fuente: Elaboración propia.

Reiner (2013) explica como al contrario de la creencia popular, la industria del VC no está formada por un grupo homogéneo de firmas, sino que lo constituyen un grupo heterogéneo de inversores que difieren en los objetivos considerados, el origen de los fondos, sus recursos, las estrategias,

localizaciones o formas de organizarse (Timmons y Bygrave, 1986). La literatura distingue entre dos grupos principales VC independientes y VC corporativos, podríamos incluir un tercer tipo que serían los VC públicos. Lo cierto es que puede haber fondos públicos tanto en los VC independientes como en los corporativos. Gompers y Lerner (2000) identifican diferencias sustanciales con respecto a la organización y a los incentivos que persiguen cada uno de ellos.

Si el origen de los recursos económicos que van a ser invertidos por el VC provienen, en un porcentaje muy elevado e incluso el cien por cien, de una entidad u organismo público nos referiremos a ellos como *Venture Capital públicos*. Si por el contrario, el cien por cien de los fondos o un porcentaje significativo proviene de entidades privadas (entidades financieras, *Family Offices*, fundaciones, etc.) será un VC privado. Nos encontraremos con VC mixtos cuando se mezclan el origen de los fondos en el VC tanto públicos como privados. La forma de gestionar y el objetivo de inversión de los VC Públicos suele diferir del resto de los VC, ya que en la mayoría de los casos están guiados por motivos de interés general para el ámbito económico de la zona en la que se ubican (Ver figura 7).

Según Cumming y Macintosh (2006) y Brander et al. (2009) por norma general la estrategia entre los distintos VC difiere en función del origen de los fondos. Así, el sector privado enfocará su actividad hacia el enriquecimiento de sus accionistas o de los partícipes del fondo. Mientras que en el sector público, dominado por las presiones coercitivas ejercidas por las distintas administraciones que aportan los fondos, orientan su actividad hacia la colectividad, mediante el desarrollo regional, la ayuda a los emprendedores y pymes y la creación de empleo. Estos diferentes objetivos originan también diferencias en su forma de actuación (Ramón, 2011) y en las estrategias de inversión empleadas por sus gestores (Brander et al., 2009)

Como podemos ver en la figura 7, también nos podemos encontrar con los *Venture Capital Corporativos* (CVC a partir de este momento en este texto). En ellos, el cien por cien de los fondos o un porcentaje cercano al cien por cien es aportado por una única corporación empresarial que marcará los objetivos estratégicos de las inversiones. Además por norma general, sus gestores o bien formarán directamente parte de la plantilla de la organización o bien habrán sido contratados específicamente por la corporación empresarial para desarrollar esta tarea. En el caso contrario, nos referiremos a los VC como independientes. Estos funcionarán de manera independiente al no estar influidos directamente en su actividad por ninguna corporación empresarial, ni por su participación “directa” en la gestión ni a través de la aportación de los fondos.

Cuadro 3: Principales diferencias entre los *Venture Capital* y los *Corporate Venture Capital*.

Características	VC	CVC
Gestión-Organización	De manera independiente por inversiones y gestores	Como filiales de las corporaciones matrices
Objetivos de inversión	Financieros como primer objetivo	Principalmente estratégicos
Origen de los fondos	Inversores externos	Corporación matriz

Fuente: Elaboración propia a partir de la definición de *National Venture Capital Association of USA*

La *National Venture Capital Association* de Estados Unidos, explica en sus definiciones como los VC están típicamente gestionados de manera independiente, buscan maximizar sus retornos financieros y obtienen fondos de distintos inversores; mientras que los CVC generalmente son filiales de las corporaciones, buscan conjugar intereses estratégicos y financieros, e invierten fondos procedentes de la empresa matriz (Ver cuadro 3).

Van der Vrande et al. (2011) definen los CVC como aquellos promovidos por grandes corporaciones industriales. En este caso el cien por cien de los fondos económicos son aportados por la empresa que ha lanzado el vehículo de inversión. Pueden ser gestionados dentro de la propia estructura de la empresa o bien por un equipo independiente de la propia organización. Habitualmente realizarán inversiones en el capital de empresas con tecnología relacionada con el propio ámbito de actuación de la gran empresa, aunque también pueden hacerlo en tecnologías no relacionadas (Van der Vrande et al., 2011).

Según Van der Vrande et al. (2011), su objetivo de inversión puede ser puramente financiero obteniendo los beneficios con el retorno de la inversión, aunque lo más frecuente es que su fin sea estratégico para poder acceder a distintas tecnologías u otros ámbitos del negocio en propiedad de la empresa invertida. Hellmann (1998) indica cómo una de sus principales motivaciones de la inversión son los objetivos estratégicos. Gompers y Lerner (2000) añaden que entran en las empresas no solo con fines monetarios, sino para adquirir conocimientos del mercado, de la tecnología y de las propias fortalezas de la empresa en la que han invertido (Park y Steensma, 2012).

Chesbrough (2000) pone de relieve como las grandes corporaciones lanzan instrumentos de inversión a semejanza de los *Venture Capital* profesionales. Estas inversiones corporativas tienen motivaciones estratégicas y financieras.

Toschi (2009) explica que mientras un programa de CVC es puesto en marcha con un objetivo específico estratégico de inversión, los inversores de VC independientes son frecuentemente menos específicos y no están necesariamente relacionados previamente con un propósito estratégico. Además, para obtener atractivos retornos por parte de los CVC estos proporcionan otros beneficios estratégicos que son el resultado del establecimiento de colaboraciones estratégicas entre las nuevas empresas de los emprendedores y la gran empresa madura.

Mientras el principal objetivo de un VC independiente es la consecución de objetivos financieros, los CVC necesitan alcanzar una combinación de objetivos financieros unidos con objetivos estratégicos que favorezcan la actividad principal de la empresa matriz (Toschi, 2009).

Así Toschi (2009) se pregunta cuáles son los motivos estratégicos que hacen que las corporaciones inviertan en las empresas de los emprendedores. Uno sería la mejora de sus capacidades tecnológicas al obtener acceso a nuevas tecnologías desarrolladas por empresas emprendedoras. Otro, sería el hecho de que las habilidades tecnológicas y comerciales de las corporaciones pueden volverse obsoletas, empujándolos a adquirir rápidamente diferentes habilidades y tecnologías a través de compañías externas para ingresar a los nuevos mercados. El tercero sería funcional para aumentar la demanda de productos corporativos mediante el patrocinio de tecnologías derivadas y aplicaciones complementarias de tecnologías actuales desarrolladas por empresas emprendedoras.

Los entornos competitivos con rápidos cambios tecnológicos fuerzan a las corporaciones a acceder a fuentes externas de conocimiento (Toschi, 2009). Según Toschi (2009) las grandes corporaciones tienen cuatro vías principales para relacionarse con las empresas del exterior, bien mediante su adquisición, creando una “*joint venture*”, estableciendo una alianza estratégica o realizando una toma de participación a través de la inversión de su CVC. En entornos donde el nivel de incertidumbre es alto las adquisiciones no son muy adecuadas por la falta de flexibilidad. Esto permitirá entornos dinámicos, siendo más apropiadas la toma de participación a través del CVC o establecer una alianza estratégica.

Las tomas de participación a través del CVC están caracterizadas por bajos niveles de control y compromiso inicial, y un alto grado de reversibilidad y flexibilidad que permite a las corporaciones decidir de una manera flexible acerca de la colaboración, dado que en los entornos innovadores y turbulentos el modo de gestión y gobernabilidad debe permitir rápidos ajustes a los cambios de condiciones, siendo este hecho crítico. Las alianzas y el CVC son generalmente implementados para tener una vía de acceso a la nueva tecnología o mercados emergentes donde la corporación no posee las capacidades requeridas para competir (Toschi, 2009).

Por ello, las corporaciones tienden a invertir en un cartera de participadas relativamente diverso de nuevas empresas cuyos activos o tecnologías no tendrían que tener un encaje inmediato y obvio con la principal línea de negocio de la corporación inversora. La búsqueda de nuevas competencias requiere que el nivel de relación entre la compañía y la empresa objetivo de inversión sea relativamente bajo (Toschi, 2009). Para conseguir esos objetivos caracterizados por la alta incertidumbre, las inversiones de los CVC consisten inicialmente en una pequeña cantidad de capital invertido en la nueva empresa. Esto servirá como el primer eslabón para sucesivas inversiones lo que le dará un gran nivel de flexibilidad (Chesbrough y Tucci, 2004; Dushnitsky y Lenox, 2005; Ernst et al., 2005). Por tanto, cuando el nivel de relación entre la corporación y la empresa objetivo es bajo y el nivel de incertidumbre en el entorno de la compañía objetivo es alto, las corporaciones tienen más probabilidades de escoger el CVC, de entre los cuatro mecanismos mencionados para iniciar o explorar nuevas líneas de negocio externas. Así la toma de participaciones a través de los CVC es un modo eficiente de explorar mercados y conocimientos técnicos relativamente distantes (Toschi, 2009).

Fisher et al. (2017) explican como los CVC operan como "los nuevos brazos de inversión empresarial de las grandes corporaciones"; estos realizan inversiones en nuevas empresas en nombre de una corporación a fin de proporcionar a la corporación conocimientos sobre nuevas tecnologías, productos y posibles adquisiciones.

Por su parte Belderbos et al. (2018) argumentan como impulsados por los rápidos cambios tecnológicos y un aumento de las nuevas iniciativas empresariales de los emprendedores que persiguen el desarrollo de tecnologías pioneras, las actividades de capital riesgo corporativo (CVC) han experimentado un crecimiento significativo en el último cuarto de siglo. Conceptualizamos las inversiones de los CVC como instrumentos de exploración del conocimiento que permiten a las empresas acceder y recombinar conocimiento de contextos geográficos y tecnológicos distantes. Las inversiones CVC se han convertido en un mecanismo particularmente popular para que las empresas establecidas accedan a recursos de conocimiento recién creados de empresas que poseen capacidades tecnológicas únicas y enfoques de investigación (Belderbos et al., 2018).

A veces los accionistas de las grandes corporaciones penalizan este tipo de inversiones corporativas, ya que para diversificar inversiones o hacer inversiones que ellos mismos pudieran hacer no lo necesitan realizar a través de la inversión de los *Venture Capital* corporativos. Sólo si el inversor corporativo añade valor o hace una inversión que los accionistas no la podrían hacer por su cuenta serían aceptadas por los accionistas de la gran corporación. Por lo que los *Venture Capital Corporativos* deben tratar de aportar valor para contar con el apoyo de sus accionistas en este tipo de inversiones.

2.2.5. Definición de *Venture Capital*.

Bascha y Walz (2001) indican cómo los emprendedores con ideas innovadoras y con un alto potencial económico, tienen dificultades para cubrir sus necesidades financieras a través de los canales tradicionales, debido a factores tales como la incertidumbre, la asimetría de información o la naturaleza de sus activos, por lo que los *Venture Capital* se presentan como una alternativa adecuada.

Tras el recorrido que hemos realizado a través de los apartados anteriores llegamos a este punto donde pasaremos a definir el *Venture Capital*, segundo actor que junto con el emprendedor forman parte de la ecuación del valor añadido (*Smart Money*) asociado a las herramientas financieras de las que dispone el emprendedor. Para conseguir este objetivo nos apoyaremos en algunos de los conceptos más relevantes recopilados durante la revisión bibliográfica.

El *Venture Capital* es un inversor profesional formal (Hellmann y Puri, 2000; Gompers y Lerner, 2001), que se implica en la gestión de la empresa aportando ayuda técnica y experiencia, mejorando la imagen de la participada, lo que se traducirá en un incremento positivo de los retornos generados por la empresa (Hellmann y Puri, 2002). De igual forma aprovechan sus contactos y su reputación para asesorar a las participadas en aspectos tales como la selección de personal o la captación de clientes y proveedores (Repullo y Suarez, 2004).

Según Da Rin et al. (2011) el *Venture Capital* es un gestor profesional que invierte fondos captados de inversores institucionales o individuos con recursos, en prometedores nuevos negocios con un alto potencial de crecimiento; tomando un papel activo en hacer crecer las empresas de su *portfolio* una vez que la inversión ha sido realizada.

Este inversor profesional invierte el capital de terceros en empresas de alto riesgo con las expectativas de obtener mayores retornos. Fundamentalmente las inversiones son en las primeras fases de desarrollo de la empresa (Amit et al., 1998; Rosenbusch et al., 2013).

Williams (2013) explica como los *Venture Capital* y los *Business Angels* focalizan sus inversiones en las primeras fases del negocio. Además, tienen un significativo riesgo inherente y una alta potencialidad de recompensa debido al tipo de empresas en las que invierten.

Lo diferenciaremos del *Business Angel*, dado que tal como hemos visto en apartados anteriores éste se trata de un inversor menos formal, que generalmente invertirá en fases muy iniciales y únicamente invertirá su propio dinero; por lo que estará menos presionado para obtener mejores rendimientos en la desinversión.

Rosenbusch et al. (2013) diferencia los *Venture Capital* de los *Business Angels* ya que estos generalmente solo invierten su propio dinero y tienden a hacerlo únicamente durante la fase de las primeras necesidades de financiación de las empresas. Sin embargo, los VC típicamente obtienen los fondos para su actividad de otros inversores. Incluso sugieren como los *Business Angels* no solamente tienen objetivos financieros, mientras que los VC están focalizados en la generación de retornos económicos (Wright y Robbie, 1998). Por ello, los *Business Angel* deberían sentirse menos presionados para aportar valor a las empresas que han financiado, mientras que los VC tienen que generar retornos sustanciales para satisfacer a sus inversores y asegurarse que podrán obtener nuevos fondos para la creación de sus futuros vehículos de inversión (Rosenbusch et al., 2013)

Oehler et al. (2007) indican que los *Venture Capital* están especializados en proporcionar financiación a empresas jóvenes para desarrollar un prototipo y financiar los planes de marketing, la comercialización y sus ventas, permitiendo además tener un crecimiento más rápido del que le permitirían los propios beneficios generados por la empresa. Para Bottazzi y Da Rin (2002), el *Venture Capital* es una de las formas más apropiadas de financiación para las empresas dentro los sectores más tecnológicos.

Para Gompers y Lerner (2002) los VC invierten en empresas de alta tecnología con inciertas perspectivas de crecimiento y una perceptible dependencia en activos intangibles. Consecuentemente, el *Venture Capital* emplea su conocimiento especializado para vencer la asimetría de información, lleva a cabo sofisticadas comprobaciones, y realiza un balance de los posibles comportamientos en función del propio interés del emprendedor financiado.

Los *Venture Capital* actúan como un acelerador e impulsor en el proceso de llevar las innovaciones tecnológicas del laboratorio a la fábrica, y de ahí al cliente (Bygrave y Timmons, 1992; Hellmann y Puri, 2000; Sorenson y Stuart, 2001; Engel, 2002). Para Huyghebaert y O'Donohoe (2007), los *Venture Capital* aceptan fondos de otros inversores, para reinvertirlos en empresas que ellos seleccionan con un alto riesgo y con un alto potencial de crecimiento, frecuentemente en sectores de alta tecnología.

Los inversores de *Venture Capital* seleccionarán sectores con un alto crecimiento y focalizados especialmente en tecnología, ya que existirán más barreras de entrada y menos competidores, por lo que a *priori* se podrán obtener mejores resultados.

Gilson (2003) considera a los *Venture Capital* como un importante motor de crecimiento macroeconómico y de creación de empleo, siendo en los Estados Unidos el agente más importante en la comercialización de ciencia de vanguardia (como la biotecnología) y el catalizador de cambios en los sectores más dinámicos.

Wolfson (2010) analizando el sector de ciencias de la vida, observó como el *Venture Capital* juega un papel fundamental en la financiación de estas primeras fases de desarrollo de las empresas. Los individuos que gestionan los VC proporcionan grandes sumas de dinero a estas empresas a cambio de un porcentaje de participación en su accionariado. Los VC tienen bien desarrolladas relaciones sociales y un profundo expertise para llevar este tipo de empresas en las que ellos invierten. Además, sirven como una fuente valiosa para guiar a los equipos gestores. Tener un *Venture Capital* financiando este tipo de compañías no solo maximiza las posibilidades de éxito de estas empresas, algunas veces además es esencial para ello (Wolfson, 2010).

En su estudio empírico del *Venture Capital* para el mercado alemán Hopp (2008) indica como la financiación del VC tiene lugar en industrias emergentes e intensivas en conocimiento donde el valor de los proyectos financiados es altamente incierto y los pagos futuros están muy distantes. Los *Venture Capital* financian proyectos de alto riesgo y altamente innovadores, estos proyectos tienen dificultades para asegurarse formas tradicionales de financiación (por ejemplo, las bancarias) debido tanto a su alto riesgo como a sus bajos activos (Kobayashi, 2011).

En algunos casos el VC representa la única fuente potencial de financiación para las empresas de alto riesgo, con significativos activos intangibles, varios años de ganancias negativas esperados e inciertas perspectivas (Ferrer, 2011). Zider (1998) concibe el *Venture Capital* como un inversor temporal, en el que su papel más importante como financiador consiste en participar en aquellos proyectos que buscan comercializar los productos desarrollados previamente dentro de la fase de I+D.

Los VC invierten en empresas con alto riesgo, pero con una potencial alta recompensa, para compensar la ilíquida naturaleza de sus inversiones, su objetivo son operaciones que les lleve un tiempo de maduración de entorno a 5 años (Robinson, 1987) y sus retornos deberían ser más altos que los que se pudieran obtener en los mercados públicos de capitales. No todas sus arriesgadas inversiones tendrán éxito, los VC no esperan retornos por cada una de sus inversiones, pero a cambio esperan que un pequeño porcentaje de las empresas de su cartera de participadas generen unos retornos extraordinarios (*home runs*) que incidan positivamente en el retorno del conjunto de los fondos gestionados (Robinson, 1987).

Para Ramón (2011) los VC son una fuente de financiación que suministra capital a nuevas empresas innovadoras con características especiales, las cuales no pueden obtener financiación por los canales tradicionales. La actividad desarrollada por el *Venture Capital* se realiza por medio de la aportación de fondos al capital de la empresa de manera temporal y minoritaria a cambio de una plusvalía futura como consecuencia de la desinversión (Ramón, 2011).

Para Bustos (2013), el *Venture Capital* es un socio financiero temporal que aporta financiación a los fondos propios de la empresa obteniendo una participación minoritaria, y su objetivo se encamina a la obtención de plusvalías mediante la venta de sus acciones cuando realice la desinversión. Su aportación le permite participar en la toma de decisiones estratégicas e implicarse, aunque no suelen interferir en el día a día de la compañía (Bustos, 2013).

Böhner (2007) incide en el factor temporal de los *Venture Capital*. Así, los VC invierten para maximizar el retorno de su inversión. Su principal objetivo no es generar ganancias recurrentes, por ejemplo, a través de los dividendos, sino a través de desinvertir mediante la venta de sus participaciones después de cierto periodo de tiempo, y su beneficio vendrá del incremento del valor de la empresa invertida. Además, explica como las firmas de VC financiarán las empresas fundadas por los emprendedores que debido a la gran incertidumbre que tienen asociada, harán escasas sus posibilidades de ser financiadas por la banca tradicional (Böhner, 2007).

Según Bascha y Walz (2001) una de las principales características de los *Venture Capital* es que necesitan desinvertir de las empresas en las que participan después de un determinado periodo de tiempo. Con frecuencia suelen aparecer divergencias entre los inversores y los emprendedores acerca de cuándo y cuál es el método más adecuado para materializar la desinversión.

Hsu (2007) explica cómo puede existir un conflicto en la gobernanza de las empresas originado cuando el VC tiene que elegir entre ser un inversor a largo o a corto plazo. En general, cuando en ese momento las valoraciones en el mercado son altas el *Venture Capital* actúa como un inversor a corto plazo, acortando el periodo de incubación y maduración de su inversión.

Para Trujillo y Guzmán (2008), los *Venture Capital* suponen un camino alternativo para la obtención de recursos financieros en aquellas empresas con unas características propias, tales como pertenecer a sectores de alto riesgo, ser jóvenes, tener problemas de asimetría de información y no contar con un reconocimiento de su potencial futuro dentro de un determinado sector.

Por tanto, según Kaplan y Strömberg (2003), para luchar contra la asimetría los *Venture Capital* van a invertir una gran cantidad de tiempo y esfuerzo en seleccionar los proyectos de inversión más prometedores recopilando información de no fácil acceso durante la fase de evaluación, la etapa de pre inversión.

Según Reiner (2013) los VC son inversores profesionales que tienen la habilidad de hacer negocios y cerrar tratos en entornos con altos niveles de asimetría de información entre los emprendedores y ellos mismos como agente financiador. Para Sahlman (1990); Gompers y Lerner (2001) y Gilson (2003) los VC son intermediarios financieros que toman el capital de terceros para ponerlo a disposición de las empresas.

Braly (2011) define los *Venture Capital* como un subtipo del capital riesgo, siendo gestores de fondos aportados por sus socios, de manera que generalmente no están invirtiendo su propio dinero en la compañía financiada. Los VC son capaces de acceder a grandes cantidades de capital, y pueden completar grandes rondas de inversión inicial. Otra característica, es que invierten en nuevos proyectos a cambio de una parte de la propiedad de la compañía, lo que deriva en una importante dilución para el fundador. A menudo también cuentan con acceso a redes de expertos en gestión y en los mercados específicos en los que se encuentren las compañías que tienen en cartera, de manera que los VC pueden aportar un valor real más allá de lo puramente económico (Braly, 2011).

La financiación del VC acelera el desarrollo de las empresas al proporcionar a los empresarios los medios para escalar ideas y desarrollarse más rápidamente que a través del crecimiento orgánico (Frances, 2017).

Amit et al. (1998) indican como los VC tienen las habilidades adecuadas para reducir la asimetría de información, pudiendo resolver problemas relacionados con la calidad, la fiabilidad y el uso de la información.

La definición del modelo inversor del *Venture Capital* está basada en la existencia de una severa asimetría de información entre los financiadores y los que reciben la financiación (Scarlata, 2011). Tyejee y Bruno (1984) enfatizan el hecho de que el papel del VC es mitigar el problema de la selección adversa en el mercado de la financiación de los “emprendedores”, la presencia de VC “informados” mitigaría esta situación incrementando la eficiencia de los mercados y redistribuyendo la riqueza hacia los buenos proyectos en lugar de a los malos.

Gera (2009) argumenta que los VC son una fuente fundamental para financiar empresas jóvenes y están especializados en gestionar escenarios de asimetría de información.

Los VC son un inversor profesional especializado en aliviar los problemas de la asimetría de la información existentes en las pequeñas y medianas empresas (selección adversa y riesgo moral); y representan una fuente alternativa para financiar oportunidades de inversión de compañías recién creadas con un alto potencial de crecimiento (Ferrer, 2011).

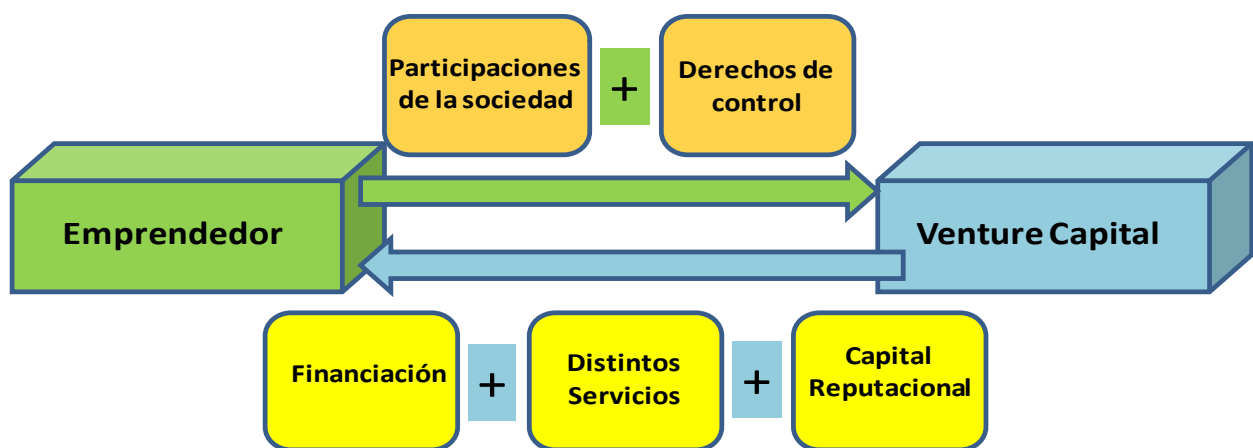
Para Bengtsson y Sensoy (2011) los VC son financiadores sofisticados que hacen frente a los sustanciales problemas de información y de agencia, tienen fuertes incentivos que les empujan a realizar acciones para maximizar el valor, y tienen una considerable flexibilidad y adaptabilidad para el diseño de los contratos con los emprendedores que ellos financian. Como factor importante para su estudio Bengtsson y Sensoy (2011) destacan el hecho de que los VC estarán activamente implicados, creando campos de actuación para mitigar los problemas que supone la financiación, no solo contingencias contractuales, sino también monitorizando directamente e interviniendo y creando medidas disuasorias con la posibilidad del rechazo de continuar con la aportación de más fondos y la retirada de los servicios de valor añadido.

En su investigación Klingler-Vidra (2014) define el *Venture Capital* como el capital financiero proporcionado a las empresas de nueva creación con un alto potencial de crecimiento a cambio de una participación en su accionariado; estas empresas se caracterizan por la falta de garantías colaterales y la naturaleza ilíquida de la inversión. Los VC reducen la asimetría de la información inherente al tipo de empresas en las que invierten. Las operaciones de financiación de los VC son de alto riesgo, a largo plazo e ilíquidas, pero a cambio toman una participación en empresas de nueva creación prometedoras que deberían proporcionar retornos excepcionales.

En consecuencia, los *Venture Capital*, están especializados en proporcionar a las empresas en las que invierten una combinación de financiación, servicios de seguimiento y asesoramiento y, capital reputacional como efecto señalizador hacia terceros (Black y Gilson, 1998).

Por tanto, la combinación de servicios financieros y no financieros proporciona ventajas a las empresas por ellos participadas como se puede apreciar en la figura 8. Para obtener estas ventajas el emprendedor deberá ceder al *Venture Capital* “derechos de control” sobre el funcionamiento de la empresa y parte de la propiedad de la compañía a través de una toma de participación en el “*Equity*” al adquirir un paquete de participaciones.

Figura 8: Esquema de las relaciones entre el emprendedor y el *Venture Capital*.



Fuente: Elaboración propia a partir de Black y Gilson (1998)

Hsu (2000) explica como los *Venture Capital* representan una importante fuente de financiación organizada para las empresas jóvenes y de alta tecnología, quienes pagarán por ello con un paquete de participaciones y permitirá al VC tomar una posición activa en la gestión de su empresa, lo que se verá facilitado por su cartera de contactos y su experiencia en la gestión y gobernanza de empresas (Gorman y Sahlman, 1989; Bygrave y Timmons, 1992).

Para Scarlata (2011) los VC son un modelo intermediario de inversión focalizado en la financiación de empresas con alto potencial de crecimiento. Debido a la potencial inclinación hacia la asimetría de la información entre los financiadores y los financiados, el modelo de VC proporciona capital financiero y no financiero con la finalidad de maximizar el retorno financiero de la inversión.

En su caso, Watkins (2013) explica como el VC juega un papel como inversor e intermediario basado principalmente en sus habilidades para identificar el potencial comercial de nuevas ideas y combinar esas ideas con los recursos apropiados para llevarlas exitosamente al mercado (Gompers y Lerner, 2001). Para realizar sus funciones, las firmas de VC sacan ventaja de su conocimiento empresarial, el conocimiento de la industria y su entrenamiento en la gestión para capturar y actuar con una importante información tácita que es altamente asimétrica en la que los emprendedores inicialmente conocerán más sobre ellos y sus compañías que los inversores (Watkins, 2013).

Reiner (2013) ve al VC como un inversor activo que selecciona empresas jóvenes, con alto potencial y entonces trabaja con ellas para incrementar el valor de la empresa. Los VC añaden valor monitorizando de cerca al emprendedor (Lerner, 1995; Davila et al., 2003) y dando consejos en decisiones estratégicas (MacMillan et al., 1989; Hellmann y Puri, 2000; Bottazzi et al., 2008). Además, los VC proporcionan al emprendedor acceso a su *networking* para reclutar gestores, identificar proveedores adicionales o clientes e impulsar la consecución de capital externo adicional (Hellmann y Puri, 2002; Hsu, 2004; Hochberg et al., 2007).

En este apartado de definición del concepto de *Venture Capital*, hemos omitido intencionadamente por merecer un epígrafe aparte en este trabajo, la potencial aportación de valor desde los VC a las empresas que forman parte de sus carteras de empresas participadas. Esta es una de las principales características que diferencian al VC con respecto a otras fuentes de financiación.

Al igual que cuando hemos hablado genéricamente de Capital Riesgo o *Private Equity*, el conjunto de empresas en las que ha invertido un VC también se le conoce como *portfolio* o “cartera de participadas” del *Venture Capital*. Para Reiner (2013) las principales características de estas empresas serían:

- **Necesidades de capital:** estas empresas muestran una necesidad concreta de financiación, que no puede ser atendida con recursos propios de la empresa, y además generalmente no tienen acceso al mercado bancario como fuente de financiación.
- **Demandas “no financieras”:** además de los requerimientos financieros, una compañía típica del *portfolio* también está interesada en recibir un soporte no financiero. Fingerle (2005) identificó siete tipos de recursos (recursos tecnológicos, de gestión, humanos, físicos, organizativos, reputacionales, y sociales) que juegan un papel importante en el desarrollo corporativo de las empresas del *portfolio* más allá del simple aporte de la financiación que puede ser proporcionada. Incluye por ejemplo, soporte en el reclutamiento de las personas claves del equipo o asistencia

en el proceso de protección de las innovaciones corporativas usando eficientemente la protección de la propiedad intelectual. Profundizaremos en este asunto más adelante.

- **Alto potencial de crecimiento:** este es un requisito fundamental que permitirá a priori a los VC poder alcanzar atractivos retornos al final de su periodo de inversión.

Reiner (2013) concluye que como consecuencia de esos criterios, los VC invierten en compañías jóvenes, frecuentemente en tecnologías relacionadas con empresas que ofrecen un alto crecimiento y generación de valor potencial por un lado, pero por otro lado están sujetas a un alto nivel de riesgo de negocio (Bender, 2010). La juventud de la empresa combinado con la limitada rentabilidad en los primeros años limita su capacidad de obtener capital externo. En ausencia de una larga historia corporativa los proveedores de financiación frecuentemente carecerán de la habilidad necesaria para evaluar diligentemente la sostenibilidad satisfactoria de estos nuevos negocios. Como consecuencia de esta incertidumbre, no tendrán acceso a alternativas de financiación como las proporcionadas por las entidades financieras o incluso las fuentes públicas (Gifford, 1997). Como consecuencia de la juventud de estas empresas típicamente carecerán de experiencia profesional y tendrán también la necesidad de recursos no financieros (valor añadido).

A modo de resumen y sin pretender ser exhaustivos, en el cuadro 4 recogemos los distintitos conceptos que intervienen en la definición del *Venture Capital* y los autores que han puesto énfasis sobre dichos aspectos:

Cuadro 4: Conceptos clave para definir *Venture Capital*.

Conceptos	Autores
Gestor profesional	Sahlman (1990); Gifford (1997); Amit et al. (1998); Hellmann y Puri (2000); Gompers y Lerner (2001); Gompers y Lerner (2002); Gilson (2003); Da Rin et al. (2011); Braly (2011); Rosenbusch et al. (2012); Reiner (2013)
Invierte fondos de terceros	Sahlman (1990); Amit et al. (1998); Gompers y Lerner (2001); Gilson (2003); Huyghebaert y O'Donohoe (2007); Wolfson (2010); Da Rin et al. (2011); Braly (2011); Rosenbusch et al. (2012)
Financiador alternativo a las entidades financieras	Gifford (1997); Black y Gilson (1998); Bottazzi y Da Rin (2002); Böhner (2007); Trujillo y Guzmán (2008); Kobayashi (2011); Ferrer (2011); Ramon (2011); Bustos (2013)
Gestores de asimetría información	Tyebjee y Bruno (1984); Amit et al. (1998); Gompers y Lerner (2002); Kaplan y Strömberg (2003); Trujillo y Guzmán (2008); Gera (2009); Ferrer (2011); Scarlata (2011); Reiner (2013); Klingler-Vidra (2014)
Inversor temporal	Robinson (1987); Zider (1998); Bascha y Walz (2001); Hsu (2007); Böhner (2007); Ramon (2011); Bustos (2013)
Invierte en primeras fases de desarrollo de los proyectos	Gifford (1997); Amit et al. (1998); Oehler et al. (2007); Trujillo y Guzmán (2008); Gera (2009); Wolfson (2010); Ferrer (2011); Rosenbusch et al. (2012); Williams (2013); Reiner (2013)
Invierte en proyectos de alto potencial	Robinson (1987); Gifford (1997); Huyghebaert y O'Donohoe (2007); Hopp (2008); Bender (2010); Ferrer (2011); Da Rin et al. (2011); Reiner (2013); Klingler-Vidra (2014)
Invierte en proyectos de sectores tecnológicos	Bygrave y Timmons (1992); Hellam y Puri (2000); Sorenson y Stuart (2001); Bottazzi y Da Rin (2002); Gompers y Lerner (2002); Engel (2002); Gilson (2003); Huyghebaert y O'Donohoe (2007); Oehler et al. (2007); Hopp (2008); Kobayashi (2011); Ferrer (2011); Ramon (2011); Reiner (2013)
Invierte en proyectos de alto riesgo	Robinson (1987); Gifford (1997); Amit et al. (1998); Gompers y Lerner (2002); Huyghebaert y O'Donohoe (2007); Hopp (2008); Trujillo y Guzmán (2008); Bender (2010); Kobayashi (2011); Ferrer (2011); Rosenbusch et al. (2012); Reiner (2013); Williams (2013); Klingler-Vidra (2014)
Retornos potencialmente elevados mediante desinversión	Robinson (1987); Amit et al. (1998); Bascha y Walz (2001); Böhner (2007); Ramon (2011); Ferrer (2011); Rosenbusch et al. (2012); Bustos (2013); Reiner (2013); Williams (2013); Klingler-Vidra (2014)
Aportan valor, se implican en la empresa	Bygrave y Timmons (1992); Black y Gilson (1998); Zider (1998); Hellam y Puri (2000); Sorenson y Stuart (2001); Engel (2002); Hellmann y Puri (2002); Repullo y Suarez (2004); Fingerle (2005); Oehler et al. (2007); Wolfson (2010); Da Rin et al. (2011); Braly (2011); Bustos (2013)

Fuente: Elaboración propia

2.2.6. Importancia del capital riesgo para la sociedad y la economía de un país.

El sector del “capital riesgo” es sin duda una herramienta financiera capaz de impulsar la aparición de nuevas empresas y, en particular, de nuevas empresas innovadoras. La importancia de la industria de capital riesgo para el desarrollo de las empresas de un país está sobradamente documentada, tanto por lo que se refiere al capital riesgo puro (*Venture Capital*) como a las operaciones apalancadas (*Private Equity*), influyendo muy positivamente en la evolución y el desarrollo económico de un país.

Así, son numerosos los autores que coinciden al afirmar la importancia de este sector para el tejido económico y para la sociedad en su conjunto.

La industria del *Venture Capital* tiene un papel muy activo en la economía de un país fundamentalmente desde tres perspectivas, incrementando la prosperidad de las actividades de innovación (Kortum y Lerner, 2000), un impacto positivo sobre el crecimiento económico (Romain y van Pottelsberghe, 2003) y ayudando a la creación de empleo (Engel, 2004).

Kortum y Lerner (2000) explican como existe una relación positiva entre la financiación de los *Venture Capital* y la innovación empresarial, promoviendo el desarrollo de nuevas tecnologías radicales y modelos de negocio disruptivos. El *Venture Capital* actúa como un catalizador para alcanzar nuevos horizontes empresariales y promover cambios sociales. Según estos autores un dólar de inversión en I+D proveniente del capital riesgo resulta tres veces más efectivo que si fuese invertido ese mismo dólar por la empresa de forma tradicional, Así, Kortum y Lerner (2000) estiman que mientras la inversión entre 1983 y 1992 de capital riesgo en I+D empresarial supuso un 3% sin embargo tuvo un impacto del 8% en la innovación industrial en los Estados Unidos.

Aleman y Martí (2007) identificaron al *Venture Capital* como uno de los factores que podría ayudar a mejorar la productividad y la innovación.

Para Ewens (2010) las empresas invertidas por los VC juegan un papel muy importante en la economía a través de la creación de nuevas empresas y el desarrollo de nueva tecnología.

En el estudio de Belke et al. (2003) se identifica una relación con un impacto positivo sobre el crecimiento del empleo y, de ahí que los VC tengan una actividad significativa en la creación de puestos de trabajo.

Davila et al. (2003) indican que el capital riesgo favorece el crecimiento empresarial con mayor intensidad que el resto de los recursos financieros tradicionales. Bertoni et al. (2005) y Balboa et al. (2006) concluyen que el mayor crecimiento provocado por el capital riesgo está relacionado con la conjunción de financiación y el valor añadido que aportan estos inversores.

Gilson (2003) considera a los *Venture Capital* como un importante motor de crecimiento macroeconómico y de creación de empleo.

Para Giat (2005) el *Venture Capital* es la fuente a través de la cual las ideas innovadoras son financiadas, apoyadas y conducidas hacia el cumplimiento de los objetivos, por lo tanto, juegan un papel crucial en el crecimiento económico.

En el estudio de Meyer (2006) se muestra como una mayor intensidad de la actividad inversora de los VC conlleva un incremento en el producto interior bruto del país. Así, según datos de NVCA³² en la economía de Estados Unidos se muestra que mientras la inversión del *Venture Capital* representa simplemente el 0,2% del producto interior bruto de los Estados Unidos, los ingresos de las compañías creadas por esta industria representan un impactante 21% del PIB.

Así, Du (2009) afirma que han jugado un papel muy importante en proporcionar financiación en capital a las compañías de nueva creación que son intensivas en tecnología. Según Yafengyun (2010) tienen un efecto positivo en la financiación de las pequeñas y medianas compañías, especialmente en las de base tecnológica.

Wolfson (2010) indica como la financiación de los VC es esencial para la mayoría de las compañías de ciencias de la vida, debido a sus altos costes de investigación y desarrollo (I+D) y el largo tiempo que les queda para llegar al mercado. Así, los *Venture Capital* se erigen en la mayor fuente de soporte para las compañías innovadoras.

Para Haro de Rosario et al. (2012) el sector del *Venture Capital* favorece el que las empresas financiadas perduren en el tiempo, ejerciendo además un notable efecto impulsor sobre el empleo y otras variables en comparación con otras empresas no financiadas con este tipo de fondos.

Según Fraser-Sampson (2013) aunque las inversiones del tipo *Venture Capital* representan típicamente alrededor del 1% de la inversión total anual en los Estados Unidos, sin embargo, se estima que las empresas financiadas con estos fondos suponen sobre el PIB del país un 13%.

Al ser una importante fuente de financiación para las jóvenes empresas innovadoras, frecuentemente los VC son una piedra angular en el surgimiento de empresas exitosas e incluso de nuevos sectores completos de actividad (Reiner, 2013). Para ello Reiner (2013) cita como ejemplo a alguna de las compañías actualmente más importantes en el mundo, como por ejemplo Google, Apple o Genentech.

A pesar de que esta industria no cuenta con una vida muy longeva en nuestro país, se trata de un sistema de financiación que ha variado de forma importante su patrón de actividad a lo largo de los últimos años. Desde su orientación inicial de contribuir al desarrollo de zonas deprimidas y la financiación de pymes con el respaldo público, a una actividad mucho más dinámica, apostando por la gestión privada, inversiones en empresas tecnológicas y buscando retornos financieros a medio plazo.

Para el caso del mercado nacional, Alemany (2004) indica como más allá de que las empresas invertidas tengan un rápido desarrollo o incluso que la gran mayoría fracasen en el camino, la industria del capital riesgo aporta un gran dinamismo al tejido económico.

Según Rodríguez Gulías et al. (2015) el capital riesgo juega un papel positivo en el desarrollo e industrialización de los países desarrollados, en la creación de clústeres industriales y en la financiación y explotación comercial de las nuevas tecnologías (Kortum y Lerner, 2000).

³² NVCA: *The National Venture Capital Association*, es la asociación sectorial líder de la industria del *Venture Capital* de Estados Unidos.

Idea a la que se sumó la aportada por Rojo et al. (2010) quienes indican como las sociedades de capital riesgo en la actualidad constituyen una de las alternativas de financiación de las pequeñas y medianas empresas, por lo que se consideran uno de los principales agentes dinamizadores de la economía. Esto hace pensar que en la situación económica en la que se ha encontrado España en estos últimos años convierte a los VC en uno de los principales agentes dinamizadores de la economía (Rojo et al., 2010).

Además, Nanda (2007) explica como existe un argumento que va ganando fuerza, en el que se sostiene que los países con mejores entornos de financiación están asociados con crecimientos económicos más altos. Esto es debido a que facilitan el emprendimiento y por tanto el proceso de Schumpeter de la destrucción creativa. El trabajo de Nanda (2007) profundiza en esta idea argumentado que un mejor entorno de financiación está asociado con mayores crecimientos económicos, al menos en parte, porque facilitan la asignación de capital entre las diversas oportunidades de inversión, guiando al espíritu emprendedor y el proceso Shumpeteriano de destrucción creativa.

Según De los Ríos et al. (2015) en general, un ecosistema emprendedor sano unido a una industria de capital riesgo activa, puede realizar importantes contribuciones en una economía orientada a la innovación.

2.2.7. Iniciativas para el impulso del capital riesgo.

Tras todos los argumentos expuestos en los que se indica que la industria del *Venture Capital* es un agente muy importante en el crecimiento e innovación de la economía. Reforzado con ejemplos reales de cómo han participado como financiadores fondos de *Venture Capital* en la fundación de muchas de las compañías de más éxito actualmente en los Estados Unidos (Apple, Cisco, Google, Yahoo, etc.) o más recientemente casos de éxito españoles como: Tuenti, Sindelantal, Top Rural, Idealista, etc. Todos ellos son motivos más que suficientes por los cuales este sector debería ser cuidado e impulsado por todos los agentes públicos implicados.

De los Ríos et al. (2015) observan como la intervención institucional para propiciar y favorecer la actividad del capital riesgo, puede llevarse a cabo por medio de la participación directa del sector público en programas que invierten en empresas o en fondos de capital riesgo, o bien de una forma indirecta tratando de desarrollar un entorno empresarial adecuado.

Así, Lerner (2002) explica como muchos gobiernos del todo el mundo se han esforzado por fomentar la industria del capital riesgo, y Reiner (2013) indica como la promoción de las actividades de los *Venture Capital* es una parte crucial de muchos de los programas diseñados por los países para estimular la investigación, la innovación y una conducta tecnológica.

Se han venido desarrollando políticas que han facilitado el crecimiento de la industria del *Venture Capital*, ya que tiene una gran importancia macroeconómica proporcionando financiación, invierten en investigación y desarrollo, aportan “valor añadido” (*Smart-Money*), impulsan el empleo y el crecimiento económico (Lerner, 2009 y Klingler-Vidra, 2014).

Lerner y Tag (2013) analizaron las diferencias entre el sector de capital riesgo en Suecia y los Estados Unidos; observaron que el retraso inicial en Suecia se debía a la diferencia en variables económicas y financieras tales como el desarrollo de los mercados financieros y el sistema fiscal. Sin embargo, gracias a las decididas medidas tomadas por el gobierno sueco tuvieron como consecuencia que la actividad del capital riesgo se haya situado ente los diez mercados más activos del mundo en términos de inversión sobre el PIB.

En España el desarrollo del sector de la última década ha venido propiciado por el establecimiento de políticas públicas de apoyo que han pretendido fomentar el espíritu empresarial enfocándolo hacia la alta tecnología (Del palacio et al., 2012)

Según Klingler-Vidra (2014), los incentivos para el desarrollo de esta industria pueden llegar de tres formas: mediante la inyección de fondos económicos en el mercado, mejorando los aspectos regulatorios con la creación de un marco legal más favorable y desarrollando un plan transversal de incentivos fiscales.

En España, aunque se ha trabajado en aspectos de los tres puntos anteriores quizás la cuestión principal en la cual trabajar sea la de tomar medidas para favorecer el incremento en el tamaño de las empresas.

En el Informe elaborado por el Consejo Empresarial para la Competitividad 2015-2018 presentado en noviembre de 2014 se abunda en estos temas. Este informe indica además como una mayor seguridad jurídica ayudaría a incrementar la inversión por parte de los inversores nacionales y extranjeros en el capital de las empresas ayudando a disminuir su endeudamiento y dependencia bancaria. Esto directamente contribuiría a incentivar la actividad de este sector.

Esto es muy relevante en el caso de España, donde el peso relativo de la financiación bancaria es sensiblemente superior al de países anglosajones y a la media europea. La crisis vivida recientemente afectó de manera especial a la evolución de la financiación, especialmente en las economías más dependientes del crédito bancario, acrecentada por la fragmentación financiera de la zona euro.

España fue uno de los países donde el crédito experimentó un ajuste más intenso. Entre otros, podemos atribuir los motivos a un fuerte aumento del endeudamiento del sector privado previo a la crisis y una crisis económica más severa y prolongada, en parte ligada a la corrección del sector inmobiliario, la crisis de las cajas de ahorros y la consolidación del sector financiero, que impactaron fuertemente en la demanda y en la oferta de financiación. También influyó negativamente la existencia de una mayor dependencia de la financiación bancaria debido a un menor desarrollo de las fuentes de financiación alternativas. Esto tuvo un marcado reflejo inmediato, con un endurecimiento de las condiciones financieras y en mayores problemas de acceso a la financiación que con las que se estaban encontrando el resto de las empresas de los países de los principales socios europeos.

Además, en un sistema de banca relacional, como el español, las empresas de menor tamaño suelen desarrollar mayores relaciones de dependencia con su entidad financiera de referencia. El desarrollo de mecanismos alternativos de financiación para las pymes permitiría reducir la dependencia de estas de la financiación bancaria y ayudaría a las empresas a dar un salto en tamaño.

El Informe elaborado por el Consejo Empresarial para la Competitividad 2015-2018 recomienda que, para disminuir la dependencia del sector bancario, se deben favorecer los canales alternativos de financiación, entre los que se encuentra la industria del *Venture Capital*. Así, en el informe se reclama la introducción de incentivos al desarrollo de una cultura de *Business Angels* y del capital riesgo, el desarrollar el canal de colocaciones privadas y la monitorización del desarrollo de las nuevas vías alternativas de financiación como el *crowdfunding*. Además, se señala como durante los últimos años se han puesto en marcha diferentes mercados alternativos domésticos de renta variable y renta fija para pymes. Sin embargo, es importante tener en cuenta las limitaciones de la financiación alternativa, ya que están destinadas principalmente a medianas empresas, y de elevado crecimiento, quedando fuera del alcance de las pequeñas y las microempresas.

Las empresas pequeñas, debido a su reducido tamaño, tienen dificultades para acceder a mecanismos de financiación distintos del canal bancario y la autofinanciación.

El pequeño tamaño evita el acceso a fuentes de financiación alternativas, al no contar estas empresas con una estructura empresarial interna adecuada para gestionar el proceso de búsqueda de inversores, la ejecución de la inversión y la fase de seguimiento y reporte durante la fase que dure la inversión.

Además, se unen los problemas de información asimétrica a la hora de financiar a una empresa, ya que tienen una relación exponencial e inversa con el tamaño de la empresa. Las pequeñas empresas disponen de una menor cantidad y calidad de información financiera, lo que dificulta la valoración del riesgo de crédito.

Así, es importante generar incentivos y eliminar barreras para que las empresas ganen tamaño, implantando determinados incentivos fiscales, primando el mercado de fusiones y adquisiciones empresariales o mejorando el acceso a la información crediticia de las empresas y a su historial de crédito. Este incremento en tamaño, además de favorecer la mejora de la productividad empresarial en general, incrementaría sus exportaciones y contribuiría a su desendeudamiento; favoreciendo su capacidad de financiación con mecanismos alternativos al sector bancario.

De manera indirecta, el desarrollo de las alternativas de financiación al sector bancario se verá facilitado endógenamente en la medida en que se vaya incrementando el tamaño medio del sector empresarial.

También en el Informe realizado por el Círculo de Empresarios “La mediana Empresa Española”, dentro de su proyecto para la mediana empresa iniciado en 2012, se incide en el problema del tamaño de las empresas españolas. Este estudio también aboga por la eliminación de las barreras legales y burocráticas que desincentivan el crecimiento de las empresas.

De este informe podemos extraer un dato muy significativo para tener una referencia sobre el tamaño de las empresas en España en comparación con los principales socios europeos. A partir de estimaciones de Eurostat el número medio de trabajadores por empresa en España en el año 2015 es de 4,6. Cifra que representa menos de la mitad de la alcanzada en Alemania (12,0) y Reino Unido (10,4); solo por delante de Italia (3,9) o Portugal.

Incluso durante el periodo comprendido entre los años que van del 2009 al 2015, el tamaño medio empresarial en España se ha reducido debido a la fuerte destrucción de empleo, elevándose a un 94,5% la participación en el tejido empresarial de las empresas que tienen menos de 10 trabajadores. En este periodo se ha aumentando el peso relativo de las microempresas, reduciéndose el de las pequeñas y medianas, y manteniéndose el de las grandes.

También destaca la reducida participación de las empresas grandes y medianas, suponiendo únicamente un 0,7% sobre el número total de las empresas existentes en España.

En la investigación que el Círculo de Empresarios está desarrollando con este proyecto llegan a la evidencia empírica de la necesidad de alcanzar un umbral mínimo de tamaño, ya que tanto la rentabilidad económica como la calidad crediticia aumentan con el tamaño empresarial y disminuye el coste de financiación bancaria y aumentan las oportunidades de acceder a financiación alternativa.

Así, al igual que las conclusiones extraídas del Informe del Consejo Empresarial para la Competitividad, favorecer el incremento del tamaño de las empresas españolas favorecería en general el desarrollo del sector del capital riesgo en España.

En esta línea desde el Gobierno de España se han impulsado varias medidas recientemente³³ que tienen ver con aspectos legales, de mercados financieros y con la aportación de fondos.

La Ley 22/2014 de 12 de noviembre pretende impulsar el sector de capital riesgo enfocado al desarrollo de las empresas en sus fases más tempranas. Además, es interesante añadir, como esta Ley obliga a las ECR-Pyme (entidades de capital riesgo) a prestar asesoramiento a las pymes que financia. Esto refuerza la idea de que una de las características clave de este tipo de financiadores es el valor añadido que pueden aportar en la gestión de las empresas de su *portfolio*.

Otro aspecto, son las medidas encaminadas a desarrollar los mercados de capitales como la creación e impulso del MAB (Mercado Alternativo Bursátil).

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) en 2013 puso en marcha el fondo de fondos Fond-ICO Global³⁴ para estimular la financiación no bancaria³⁵ de las empresas españolas por medio de la creación de fondos de capital riesgo.

En España el sector del capital riesgo vio interrumpido su desarrollo por la crisis económica y financiera iniciada entre 2007 y 2008, aunque tanto antes de la crisis como en la actualidad se encuentra menos desarrollado que en otros países del entorno (Fernández y Navarro, 2016). Una consecuencia es que las empresas españolas cuentan con menos opciones para diversificar su financiación, siendo especialmente problemático cuando estas se encuentran en sus fases iniciales debido a la alta dependencia de la financiación bancaria. Además, en periodos de restricción crediticia como el sufrido por España, esta situación se agudiza (Fernández y Navarro, 2016).

³³ No debemos olvidar que España sufrió una severa crisis que supuso entre otras cosas el rescate de las Cajas de Ahorro y por ello se vio obligada a poner en marcha programas y medidas de dinamización de la economía.

³⁴ Está inscrito en la Comisión Nacional de Valores (CNMV) desde el 24 de mayo de 2013, siendo gestionado por Axis Participaciones Industriales SGECR S.A., sociedad 100% propiedad del ICO.

³⁵ Black y Gilson (1998) comparan Estados Unidos, Japón y Alemania y observan el grado de desarrollo de los mercados financieros sobre el desarrollo de la actividad del capital riesgo.

Ante esta situación, desde el Gobierno español se decidió intervenir con la creación de Fond-ICO, que formaba parte de las medidas puestas dentro del “Plan de estímulo económico y apoyo al emprendedor” para impulsar la desintermediación bancaria y el capital riesgo (Fernández y Navarro, 2016).

Su objetivo fue promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada, que contribuyesen al desarrollo del sector en España para minimizar la distancia existente con respecto a otros países. Fond-ICO no invierte directamente en empresas, sino que invierte en otros fondos que son los que financiarán las empresas.

Se creó con un horizonte temporal de 4 años y una dotación inicial de 1.200 millones de euros, pero el 19 de noviembre de 2015, ante la buena evolución del fondo y visto su positivo efecto sobre el sector del capital riesgo en España, el ICO aprobó la ampliación del fondo por 300 millones de euros. Con el citado incremento, el patrimonio del fondo ha pasado a ser desde aquel momento de 1.500 millones de euros.

A principios de 2018 Fond-ICO había cubierto nueve convocatorias que aprobaron el compromiso de invertir 1.424 millones de euros a través de 64 fondos de *Venture Capital* y *Private Equity*. El Fond-Ico desde su lanzamiento ha conseguido convertirse en un actor relevante en el sector, consiguiendo alcanzar en el 2015, su segundo año, una participación del 15% del sector conjunto del capital riesgo en España tanto en términos de inversión efectiva como en *fund raising*.

Gracias a esta y otras iniciativas orientadas a la creación de empresas y al fomento de la actividad emprendedora, el ecosistema emprendedor español ha adquirido un gran dinamismo, con la aparición de un gran número de emprendedores líderes y una próspera industria de capital riesgo.

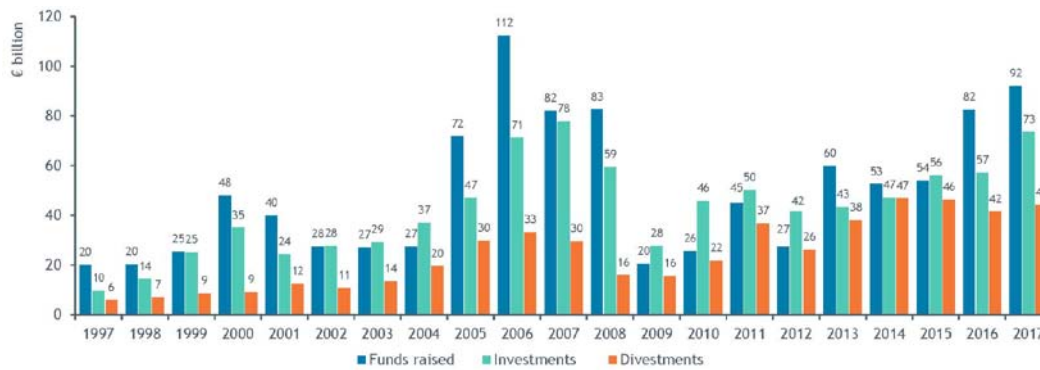
2.2.8. Relevancia del sector del capital riesgo.

En este apartado mostraremos diversos datos que nos permitan tener una visión de cómo se encuentra el sector en España en comparación con otros territorios. Como veremos, la observación de los indicadores y magnitudes españolas revela un panorama prometedor. Aunque si lo comparamos con las principales economías europeas se aprecia que queda un camino por recorrer con un claro margen de mejora para alcanzar niveles equiparables a las principales economías mundiales y europeas.

Gilson (2003) explica como el sector del *Venture Capital* en particular, al igual que el sector del capital riesgo en general, está mucho más desarrollado en los Estados Unidos que en Europa.

En la figura 9 podemos ver para el conjunto de Europa las cifras de la actividad de la industria del capital riesgo para la serie histórica que va desde el año 1997 hasta el año 2017, recogidas en el informe anual realizado por *Invest Europe* del año 2017 (*Funds raised*: fondos conseguidos para su gestión por los *Venture Capital*; *Investments*: inversiones; *Divestments*: desinversiones). Está realizado a partir de los datos facilitados por 1.250 empresas de Capital Riesgo en Europa que representan el 89% de los fondos bajo gestión en Europa en función de que la empresa invertida se encuentre en Europa.

Figura 9: Cifras de la industria del capital riesgo en Europa.

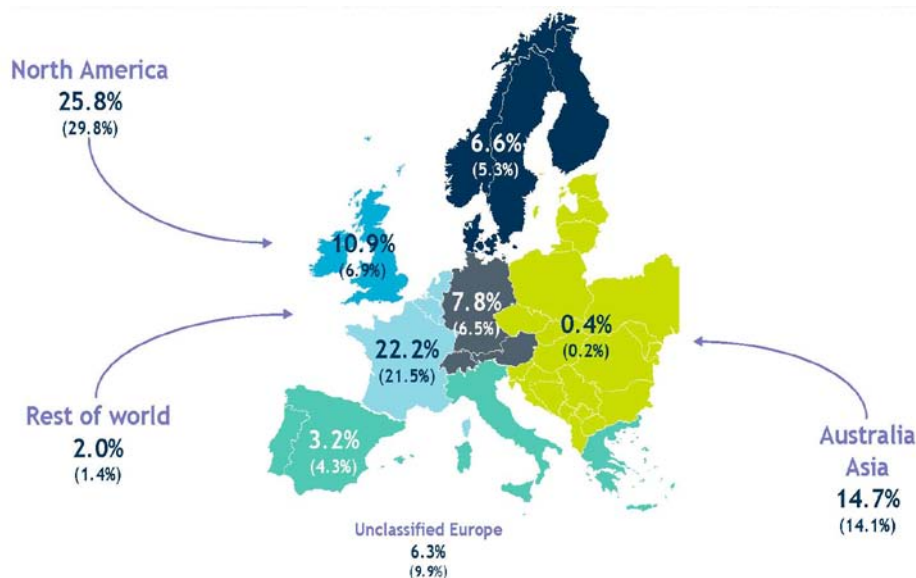


Fuente: Invest Europe (2017)

El año con mayor volumen de fondos captados fue el 2006. A partir de ahí, debido a la crisis económica vivida la cifra cayó dramáticamente situándose en 2009 en las cifras de inicio de la serie histórica (1997 y 1998). Poco a poco se fue recuperando hasta alcanzar en el 2017 el segundo dato mejor, únicamente por detrás del año record que fue el 2006.

En cuanto al volumen de inversiones se aprecia un salto del año 2004 al 2007, cuando alcanzó la mayor cifra para a partir de ahí comenzar a reducirse por los efectos de la crisis y como en 2012 comienza a recuperarse hasta llegar en 2017 con el segundo mayor dato. Es en los años 2014 y 2015 cuando la cifra de desinversión alcanza su pico.

Figura 10: Fondos captados en Europa en función de su origen.



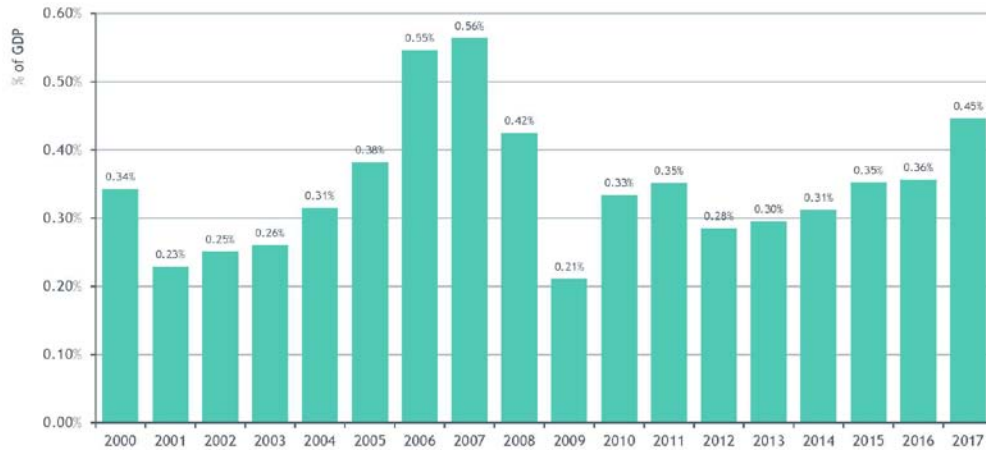
Fuente: Invest Europe (2017)

En la figura 10 apreciamos el origen de los fondos captados por la industria del capital riesgo europea en el año 2017, entre paréntesis vemos las cifras para el año 2016. La región geográfica que mayor aportó fue en ambos periodos Norte América, seguida por Francia y Países Bajos.

En Europa, las inversiones conjuntas del sector del *Private Equity* y *Venture Capital* en porcentaje sobre el Producto Interior Bruto (*GDP - PIB*), se encuentran lejos en la serie histórica 2000-2017 de

las cifras medias indicadas para los EEUU según podemos ver en la figura 11, donde se recogen la cifra de las inversiones realizadas por las empresas de capital riesgo ubicadas en Europa en porcentaje sobre el producto interior bruto europeo. Son 2006 y 2007 los años en los que se alcanza el mayor porcentaje (0,55% y 0,56% respectivamente), y es el 2009 en el que se registra la cifra más baja (0,21%). A partir de ahí comienza a recuperarse hasta alcanzar en 2017 el 0,45%, aún lejos del valor alcanzado en 2007.

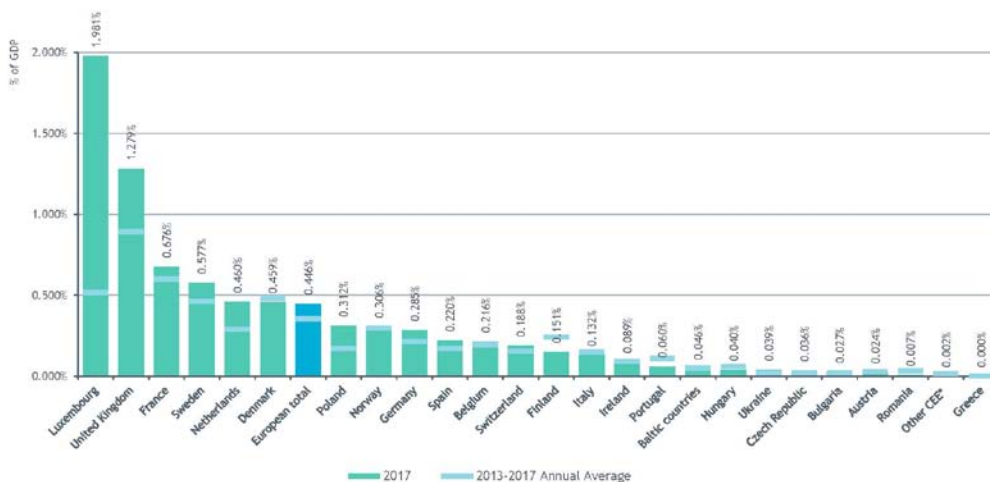
Figura 11: Volumen de inversión en porcentaje del PIB en Europa.



Fuente: Invest Europe (2017)

Para tener una visión en detalle conviene profundizar por países europeos en cuanto a la importancia relativa de la inversión de esta industria en proporción con su PIB. Así, en la figura 12 se reflejan para diferentes países europeos, el porcentaje que representa para cada país las inversiones realizadas en función de la ubicación de las sociedades de capital riesgo sobre su producto interior bruto en porcentaje para el año 2017 y la media del periodo 2013-2017.

Figura 12: Porcentaje en función del PIB de la inversión del capital riesgo por países.



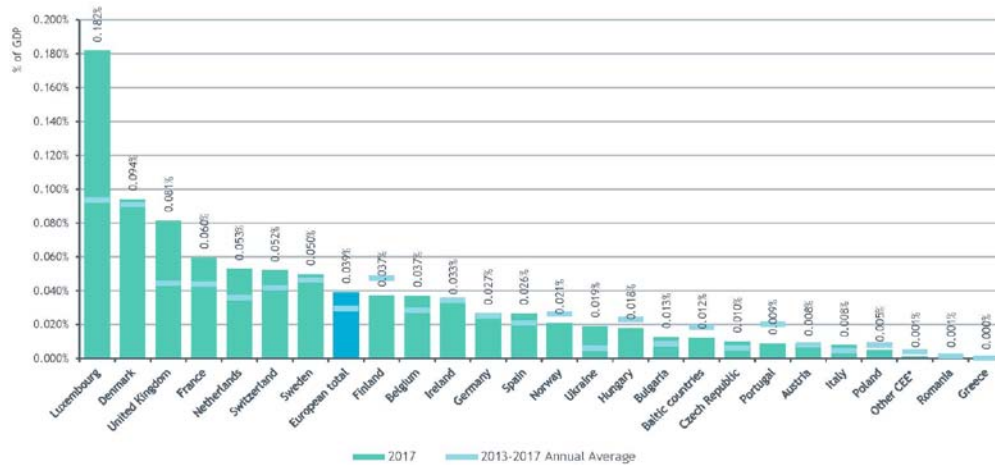
Fuente: Invest Europe (2017)

Vemos como son muy significativas las diferencias entre países. Se encuentran claramente a la cabeza Luxemburgo y Reino Unido, mientras que para el resto de países la cifra cae significativamente. En el caso de España nos encontramos por debajo de las cifras de la media

Europea. El dato para 2017 es mejor que para la media 2013-17; sin embargo, supone aproximadamente la mitad de la media europea y muy lejos de los dos países destacados.

Si nos referimos únicamente a la actividad desarrollada por el *Venture Capital*, el desglose por países aparece recogido en la figura 13, con datos para el año 2017 y la media anual del periodo 2013 a 2017. La situación no mejora ya que nos sitúa en la posición décimo segunda frente a la posición décima de la figura 12. Nuevamente se aprecia como la cifra del año 2017 mejora la media del periodo.

Figura 13: Porcentaje en función del PIB de la inversión del *Venture Capital* por países.



Fuente: *Invest Europe* (2017)

En la figura 14 podemos apreciar la evolución del volumen total invertido en billones de euros en Europa por años desde el año 2013 en función de los tipos de inversión en función del estado de desarrollo de la empresa o de la situación en la que se encontrara; vemos el grupo del tipo *Venture Capital* y por otro lado la actividad del *Private Equity* desglosado en “*Growth*”; “*Rescue / Turnaround*”; “*Replacement capital*” y en el gráfico adjunto el tipo “*Buyout*” también dentro del *Private Equity*. Podemos apreciar cómo a excepción del tipo “*rescue-turnaround*” los importes invertidos para el resto han crecido del 2013 al 2017.

Figura 14: Clasificación de los importes invertidos por el capital riesgo en Europa.



Fuente: *Invest Europe* (2017)

Si se analizan los datos en función no de los importes invertidos sino del número de empresas invertidas en Europa, vemos cómo pasa a ser el sector del *Venture Capital* el más activo como se observa en la figura 15, con un rango de entre 3.756 y 3.465 empresas por año. El sector de Expansión (*Growth*) las cifras se sitúan entre 2.018 y 2.345.

Mientras que el sector del *Buyout* ha pasado de 935 empresas en 2013 a 1.171 en 2017.

Figura 15: Clasificación del número de operaciones realizadas por el capital riesgo en Europa.



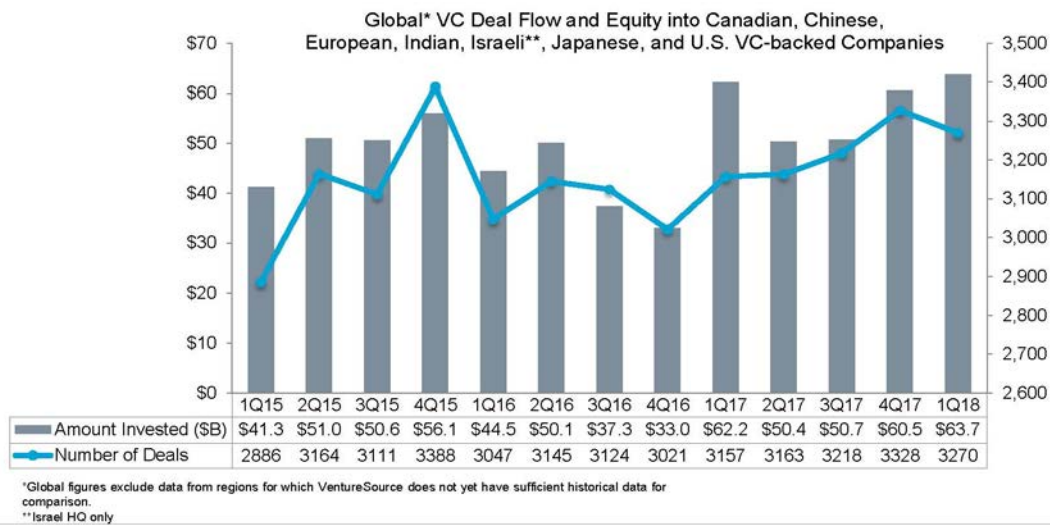
Fuente: *Invest Europe* (2017)

A continuación, nos centraremos en el sector del *Venture Capital*. Hemos venido indicando que el *Venture Capital* es una herramienta muy importante para la financiación del emprendimiento y de los negocios en las fases iniciales; no obstante, aún en el mercado de EEUU (el más desarrollado a nivel mundial) la proporción de compañías que reciben este tipo de financiación es muy pequeña. Kaplan y Lerner (2010) señalan que únicamente entorno al 1% de los nuevos negocios obtienen financiación procedente de un *Venture Capital* en los Estados Unidos.

En la figura 16 se observan el número de operaciones realizadas a nivel global y el conjunto de billones americanos invertidos desglosados por trimestres desde el año 2015 hasta el primer trimestre de 2018. Así, en el primer trimestre de 2018 se realizaron 3.270 operaciones que levantaron un total de 63,7 billones de dólares. Esto supuso un descenso en el número de operaciones comparado con el trimestre anterior y un ligero aumento del 5% en cuanto a los importes invertidos.

Este mismo informe explica como comparando el primer trimestre del año 2018 con respecto al primer trimestre de 2017 el volumen de fondos se ha incrementado un 2% mientras que el número de operaciones se incrementó un 4%. Los mayores incrementos comparando año a año fueron en Japón con un 121% y en Canadá con un 47%.

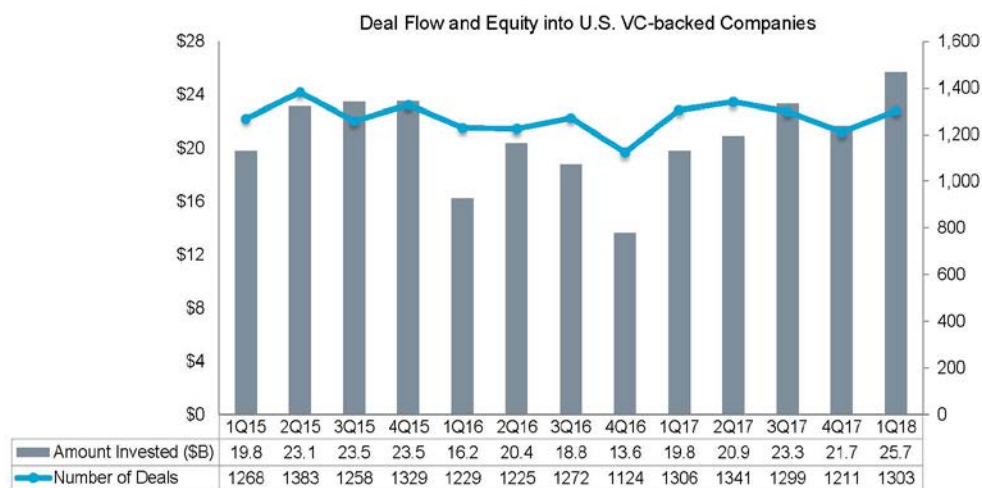
Figura 16: Evolución global de las inversiones del Venture Capital.



Fuente: *Dow Jones Venture Source* primer trimestre 2018

En la figura 17 vemos el desglose del número de inversiones realizadas y la cantidad invertida en Estados Unidos desglosado trimestralmente, desde el primer trimestre del año 2015 al primer trimestre del año 2018. El importe levantado en las 1.303 operaciones llevadas a cabo en el primer trimestre de 2018 ascendió a 25,7 billones de dólares. Esto supuso un incremento del 19% y del 8% en cuanto a importes y número de operaciones realizadas con respecto al trimestre anterior. Comparando el primer trimestre de 2018 con el primer trimestre de 2017 el número de operaciones se mantiene relativamente constante mientras que el volumen captado se incrementó en un 30%.

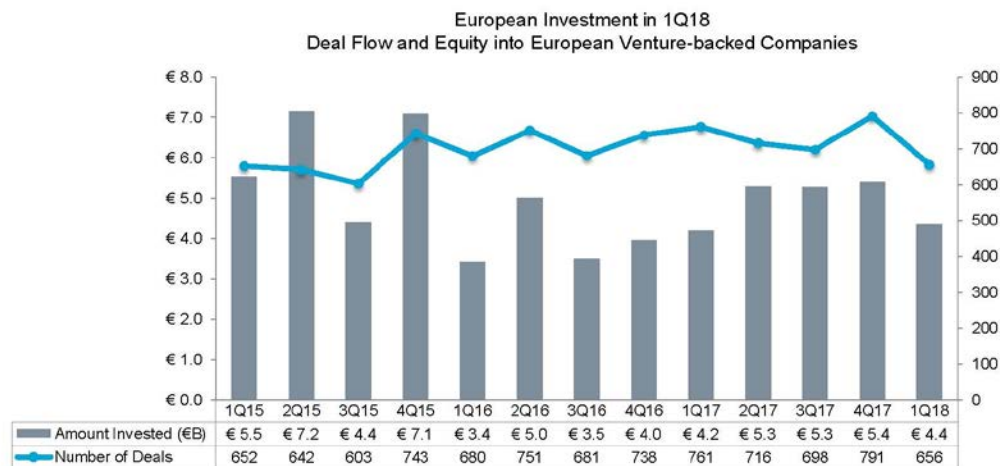
Figura 17: Evolución en EE.UU. de las inversiones del Venture Capital.



Fuente: *Dow Jones Venture Source* primer trimestre 2018

Si siguiendo con los datos extraídos del mismo informe centrándonos en el mercado europeo en la figura 18 se aprecia como en el primer trimestre de 2018 las empresas europeas recibieron 4,4 billones de dólares de financiación en 656 operaciones. Esto supuso una caída del 19% en cuanto a importes y un 17% en el número de operaciones con respecto al último trimestre de 2017. Si tomamos como referencia el primer trimestre de 2017, el importe es un 4% más alto mientras que el número de operaciones es un 14% inferior.

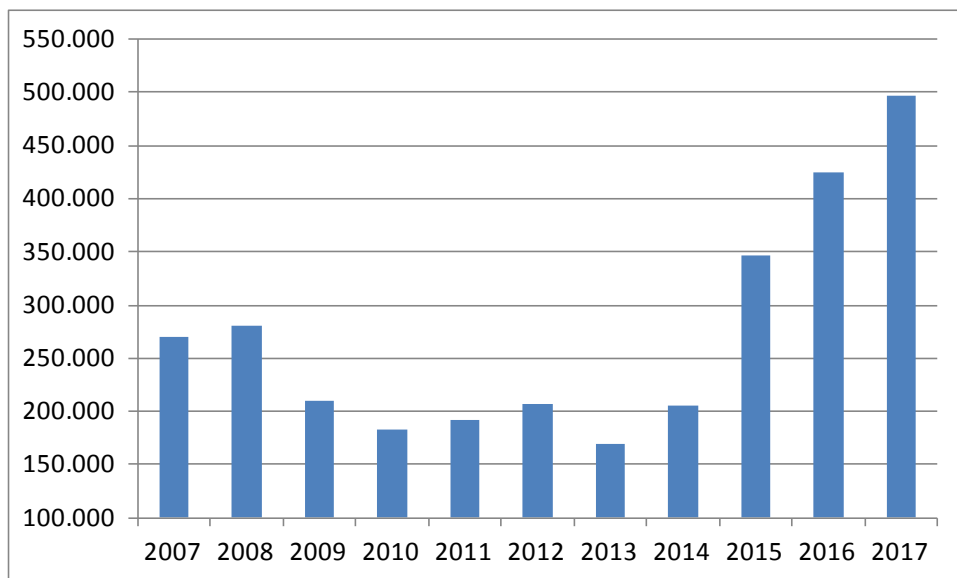
Figura 18: Evolución en Europa de las inversiones del Venture Capital.



Fuente: *Dow Jones Venture Source* primer trimestre 2018

Es de destacar como en el primer trimestre del año 2018 el mercado alemán se sitúa en el primer puesto, superando al Reino Unido, con un total de 84 operaciones que sumaron 1,2 billones de euros. Esto supuso un incremento del 82% con respecto al último trimestre de 2017 en número de operaciones. En el segundo puesto se situó el Reino Unido con 1,059 billones en 175 operaciones. Francia se sitúa en el tercer puesto, representando un 17% sobre el total del capital invertido con 0,723 billones en 103 operaciones. Finalmente, en el cuarto puesto logra situarse España con 310,9 millones de euros lo que representó un 7% sobre el total.

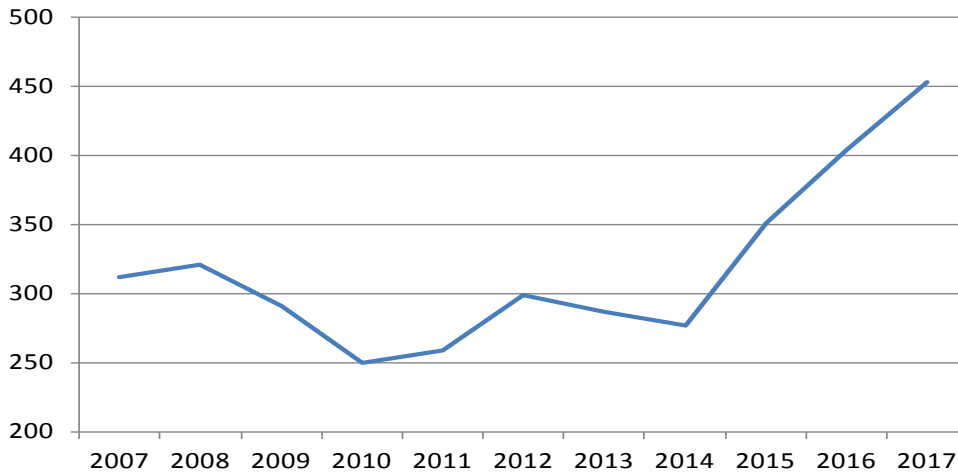
Figura 19: Evolución en España de las inversiones de Venture Capital (importes).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *Invest Europe* 2017

En cuanto al mercado español de *Venture Capital* a partir de los datos extraídos de *Invest Europe* 2017, vemos la evolución en la figura 19 de los importes invertidos en miles de euros y en la figura 20 para el periodo 2007 a 2017 el número de operaciones realizadas.

Figura 20: Evolución en España de las inversiones de *Venture Capital* (número de operaciones).



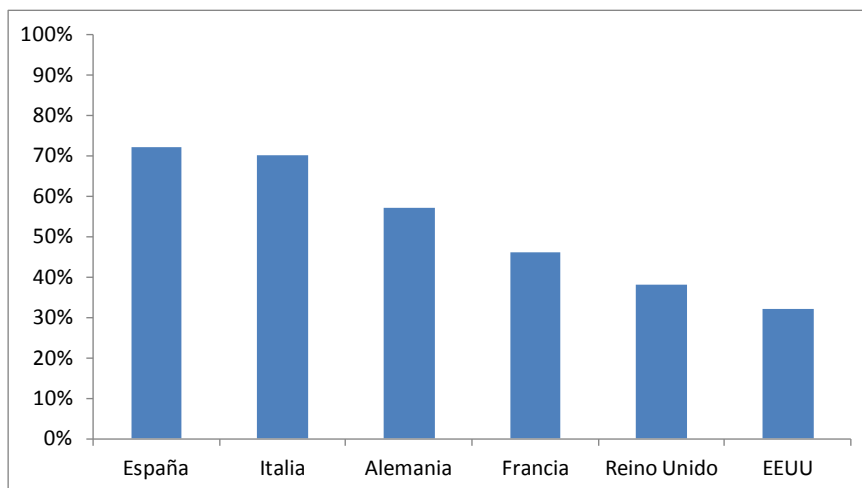
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *Invest Europe* 2017

2.2.9. Financiación vía *Venture Capital* frente a la financiación bancaria.

En España nos encontramos con un tejido empresarial que tiene una fuerte dependencia financiera del sector bancario (De la Torre, 2012). Esta mayor dependencia motivó que durante los años de crisis, especialmente en el caso español agravado adicionalmente por una crisis del sector financiero, las empresas sufriesen una dificultad extrema para acceder al crédito y en caso de conseguirlo, a un mayor coste en comparación con las empresas de los países del entorno menos bancarizados.

De la Torre (2012) menciona que, en un informe publicado por el BCE en septiembre de 2012, las pequeñas empresas españolas estaban pagando por la financiación obtenida un 6,6% frente al 3,8% que suponía el coste para las empresas equivalentes alemanas y, del 4,1% para la media europea.

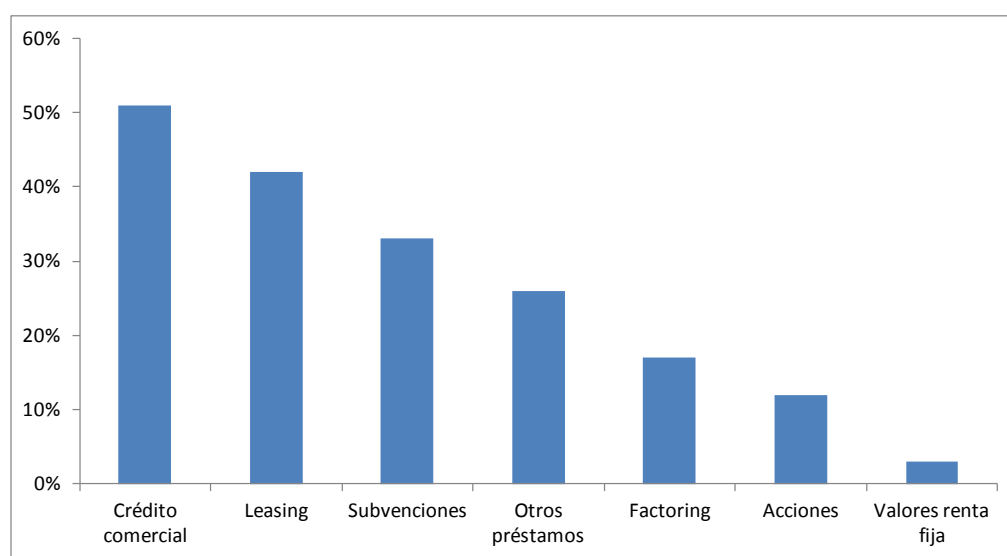
Figura 21: Porcentaje de financiación bancaria en las empresas.



Fuente: Círculo de empresarios y Fundación de Estudios Financieros

En la figura 21 se recoge la clasificación por países de la importancia que tiene la financiación bancaria con respecto a otros tipos de financiación. Se aprecia como entorno al 70% de la financiación de las empresas españolas es bancaria, mientras que en países con una menor importancia de las entidades financieras esta representa menos de la mitad. Vemos como en Estados Unidos esta financiación se sitúa en la mitad que en España, con un nivel por debajo del 35%.

Figura 22: Clasificación de la relevancia de las fuentes de financiación para las pymes españolas.



Fuente: Boletín Banco Económico Banco de España

Si apreciamos la figura 22 que refleja la encuesta realizada en el periodo de abril a septiembre del año 2014 sobre las fuentes de financiación más importantes de las pymes españolas, se ve la evidencia de la escasa utilización de los instrumentos de financiación alternativos a los bancarios. Así, mientras que un 50% consideran el crédito comercial, menos de un 10% consideran la captación de financiación mediante operaciones con acciones, otorgándole una importancia residual.

Antes de la drástica concentración que ha sufrido el sistema financiero español, existían en el mercado un gran número de entidades financieras compitiendo entre sí por captar clientes a los que concederles financiación. Esta competencia y la gran liquidez existente, hacían que la financiación a la que accedían las empresas tuviese un coste muy reducido.

Hasta prácticamente el año 2007, los emprendedores se podían dirigir a las entidades financieras tradicionales para plantearles sus necesidades de financiación, con un porcentaje relativamente alto de éxito en la aprobación de la operación. Así, aunque por supuesto su obtención era mucho más difícil que para otro tipo de propuestas empresariales con muchísimo menor riesgo; sin embargo, no era imposible.

Con la crisis económica y financiera, las condiciones cambiaron dramáticamente. Las posibilidades que tuvieron este tipo de proyectos de obtener financiación bancaria fueron muy reducidas, tornándose el proceso en un camino lleno de obstáculos con escasas posibilidades de culminarlo con éxito. En España se llegó a un escenario de casi una total restricción del crédito. Además, en caso de llegar a obtenerlo, su coste sufrió un drástico encarecimiento con una subida generalizada de los

tipos de interés. Desde el segundo semestre del 2014, las entidades financieras han mostrado un cambio de tendencia y vuelven a estar en una mejor disposición para la concesión de financiación.

En nuestra opinión, esta pasada experiencia debe verse como un serio toque de atención. Generando una oportunidad para promover un cambio necesario en el que se reduzca la dependencia de las empresas de un solo proveedor financiero (entidades financieras), de manera que se generen canales alternativos y complementarios (mercado bursátil, capital riesgo, *Business Angels*, etc.).

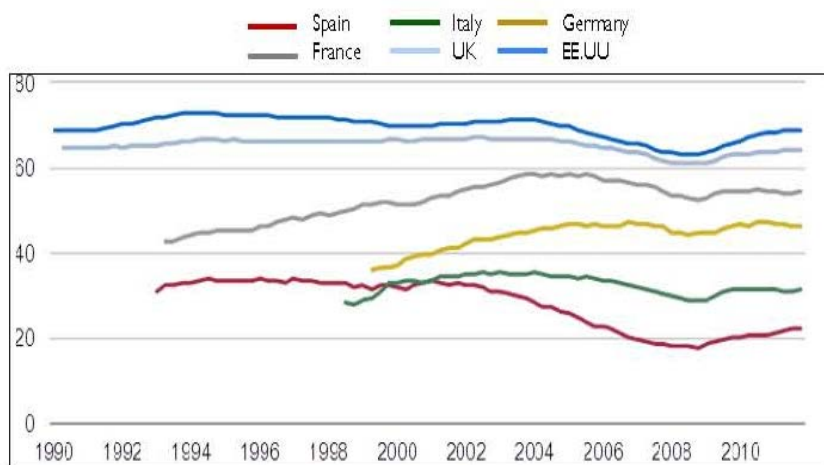
Este proceso de disminución del porcentaje del peso de las entidades financieras en la financiación de este tipo de proyectos era previsible e incluso debe considerarse como bueno para el propio sistema. Esta reducción debería continuar hasta equipararse a lo que ya ocurre en otros países menos bancarizados y donde los sistemas de financiación alternativos están más desarrollados y son más conocidos por los demandantes de financiación.

En otros países, la financiación alternativa a la bancaria es una opción consolidada y una alternativa viable para recabar capital por parte de los proyectos. En los Estados Unidos hace ya varias décadas, también tuvo lugar un proceso similar de reducción de la financiación bancaria para este tipo de proyectos. Thillai Rajan (2010) indican como de acuerdo a los indicadores de financiación para las empresas pequeñas lo aportado por los *Venture Capital* a ese grupo de empresas era 100 veces mayor en 2001 que en 1977.

De la Torre (2011) indica que otro problema añadido a la financiación para las empresas en España es su pequeña exposición a la financiación proveniente de los mercados de capitales, en comparación con lo que si sucede en las economías más importantes.

De hecho, en España no ha sido hasta el año 2008 cuando empezó a funcionar el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y son, hasta la fecha, muy pocas las empresas que han utilizado esta opción. Esto nos muestra cómo la dependencia de las empresas españolas de la financiación proveniente de las entidades financieras es muy superior a la que existe en otros países.

Figura 23: Relación entre la financiación bancaria con respecto a la obtenida en mercados de capitales.



Fuente: CNMV.

En la figura 23 se aprecia el peso en las principales economías de la financiación obtenida de las entidades financieras frente a la obtenida a través de los mercados de capitales. Se aprecia la gran diferencia entre España, con una gran dependencia de las entidades financieras (en torno al 80%), frente a lo que ocurre en los Estados Unidos y Reino Unido en los que el peso de los recursos financieros obtenidos de fuentes alternativas a la financiación bancaria se sitúa en el 60 y el 80% respectivamente, mientras que en España se sitúa en el 20%.

El Círculo de Empresarios y la Fundación de Estudios económicos en su informe “Los retos de la financiación del sector empresarial”, exponen los problemas de acceso a la financiación y la excesiva dependencia de las pymes de la financiación bancaria. En este informe se recomienda la potenciación y el desarrollo de fuentes alternativas de financiación, que contribuyan a acelerar la recuperación económica, y la competitividad y capitalización de las empresas españolas.

Entre las barreras que deben vencerse para abrir las vías a la financiación a través de los fondos propios destaca la necesidad de un cambio en la mentalidad de los propietarios de las pymes. Esta debe traducirse en una nueva forma de administrar la empresa e implementar nuevos mecanismos de gobierno y de generación de información suficientes para los nuevos y potenciales inversores. Incluso, plantearse perder el miedo a una hipotética pérdida de control de su compañía que facilite el acceso a la financiación.

Cuadro 5: Principales diferencias de la financiación del *Venture Capital* respecto a la bancaria.

	Venture Capital	Financiación Bancaria
Sectores de actividad	Concentrada fundamentalmente en sectores como el software, telecomunicaciones, biotecnología, y similares	Distribución más amplia a todo tipo de industrias
Naturaleza de las firmas invertidas	Con alto riesgo y con grandes desviaciones potenciales en los retornos, con grandes posibilidades de obtener pocos retornos e incluso negativos y bajas posibilidades de obtener unos grandes retornos	Gran variedad de empresas. Negocios más previsible y con un menor nivel de incertidumbre
Modalidad de financiación	Fundamentalmente en capital y en ocasiones en préstamos participativos	Mediante préstamo
Cantidad de la inversión	Generalmente importes elevados, en función de las necesidades proyectadas en el plan de negocio	Importe menor y condicionado a garantías o la estructura del balance de la empresa
Alcance del seguimiento posterior a la concesión de financiación	Más frecuente que por parte de las entidades financieras (datos para EEUU, Venture Capital visitan a empresas de su portfolio una media de 18,7 veces al año)	Menor frecuencia. Por lo general se limitan a solicitar actualización un par de veces al año de documentación fiscal y financiera. A mayor percepción de riesgo del préstamo podrían aumentar la frecuencia de la supervisión
¿Qué financia?	Financiación integral del plan de negocio	Financiación de un activo específico o de una necesidad determinada
Derechos de control	Frecuentemente tienen un puesto en el Consejo de Administración, suelen tener derechos de voto proporcionalmente superiores a su porcentaje de participación (incluso capacidad de veto). Pudiendo llegar a reemplazar al equipo gestor por incumplimientos (incluido al propio Emprendedor)	Supervisan el incumplimiento de las cláusulas del préstamo, para en ese caso proceder a realizar las acciones para su vencimiento anticipado y e iniciar la gestión de cobro del préstamo
Derechos de propiedad	Se convierten en accionistas de la empresa que financian, diluyendo la participación del Emprendedor y del resto de socios	No tienen derechos sobre la propiedad de las acciones. En ocasiones si podrían pedir su pignoración a modo de garantía
Actitud tras la inversión	Se muestran activos y facilitan "inputs" acerca de diversos aspectos de la empresa	Son pasivos
Riesgo	Asume un mayor riesgo	Nivel de riesgo acotado (suele estar soportado con garantías)
Expectativas de retorno	Requieren altas tasas de retorno. Dependiendo del riesgo del proyecto, su sector y su fase de desarrollo exigen retornos del 25-50% anuales(datos EEUU)	Retornos esperados a través de la devolución mediante cuotas del principal más los intereses. El coste del interés estará en línea con la situación económica y de los mercados

Fuente: Elaboración propia a partir de Sahlman (1990); Kaplan y Strömberg (2001); Thillai (2010)

Como podemos apreciar en el cuadro 5 existen muchas diferencias entre la financiación bancaria y la proveniente de los *Venture Capital*, pero la principal sería su involucración para la aportación de valor en las compañías después de haber realizado su aportación y de tomar una participación accionarial en la misma.

Peterson y Rajan (2002) explican como la industria del *Venture Capital* facilita financiación a pequeñas empresas que tienen un riesgo prohibitivo (inasumible) para los bancos comerciales. Los VC desarrollan su negocio de una manera diferente a los bancos comerciales, por eso tienden a entablar un rol más activo en la monitorización de sus inversiones.

El *Venture Capital* es una financiación más cara que la financiación obtenida de las entidades bancarias. Por tanto, no todos los proyectos son susceptibles de ser invertidos por los *Venture Capital*, ya sea por su modelo de negocio, por el bajo potencial de crecimiento, por sus aspiraciones, sus expectativas o por la ambición de los propios emprendedores entre otras.

Los *Venture Capital* proporcionan fondos a proyectos que difícilmente conseguirían financiación por otros canales, debido a su alto nivel de riesgo. Eso implica una mayor prima de riesgo que el resto de proyectos y por tanto, los servicios a prestar por el *Venture Capital* deben ser merecedores de pagar ese precio más alto.

Además, los profesionales que forman los equipos de los *Venture Capital* por su conocimiento y cualificación tienen una alta remuneración y unos salarios por encima de la media, por tanto, los servicios que ofrecerán a las participadas deben ser merecedores de ese sobre coste (Ueda, 2004).

En consecuencia, los *Venture Capital* existen porque van a financiar proyectos con un alto riesgo. Si tuviesen que ser acometidos con financiación bancaria el tipo de interés que debería aplicarse a esta financiación en función del riesgo inherente y asumido por la entidad financiera sería elevadísimo situándolo fuera del mercado. Las entidades financieras tienden a financiar únicamente aquellas compañías cuyos activos aseguren el crédito y estas compañías que están comenzando tienen pocos activos tangibles.

Por otro lado, tampoco pueden acudir al mercado de valores, ya que no tienen el volumen mínimo necesario de ventas, ni de beneficios, ni tampoco cuentan con un histórico que se lo permita (antigüedad de datos financieros que permitan analizar la trayectoria de la compañía).

Los *Venture Capital* llenan un nicho de financiación no ocupado por las entidades financieras. Las características de este tipo de proyectos requieren que los retornos exigidos al capital invertido sean superiores a los de los proyectos tradicionales para poder atraer inversores privados a este tipo de negocio (Ueda, 2004).

Hay que exigir mayores retornos, pues nos enfrentamos a inversiones de alto riesgo. Sus inversiones se centran en proyectos que se encuentran dentro de sectores cuya curva potencial de crecimiento sea “*S-shape*”, evitando sectores maduros con un gran número de competidores y con tasas de crecimiento estables.

El *Venture Capital* es una forma ventajosa frente a la financiación proveniente de las entidades financieras, además aporta fondos propios lo que no sólo mejora la imagen de la empresa, sino que posibilitará posteriormente obtener financiación adicional mediante endeudamiento.

2.3. Funcionamiento del *Venture Capital*.

La actividad de un inversor profesional consiste en captar capital de un tercero para gestionarlo e invertirlo en empresas, con el objetivo y la esperanza de recuperar la cantidad invertida más una plusvalía. Esta servirá para retornar la cantidad captada del inversor más una rentabilidad y, además, debe permitir al inversor profesional cubrir todos sus costes generados durante la vigencia de su contrato de prestación de servicios al inversor o grupo de inversores y obtener su beneficio industrial.

El objetivo final de todo inversor profesional será tratar de conseguir la máxima plusvalía posible del conjunto de sus inversiones. De manera que pueda retornar el capital cedido para su gestión por terceros con un retorno suficiente como para volver a generar su interés y su confianza en los inversores. Así aportarán de nuevo fondos para que sean gestionados por este inversor profesional de manera que garantice su supervivencia y continuidad dentro del sector.

La búsqueda de rentabilidades a sus inversiones, solo posibilitada por la exitosa evolución de la empresa financiada, hará que este inversor profesional emplee todo su conocimiento y aplique todo su esfuerzo para mantener viva y hacer crecer la empresa invertida.

Según Kaplan y Schoar (2005), solo si los VC logran suficientes retornos financieros de sus inversiones podrán tener éxito en conseguir fondos para sus nuevas actividades inversoras.

2.3.1. Agentes que intervienen en el proceso.

Para poder entender el proceso inversor, en primer lugar, necesitaremos identificar cuáles son los principales actores intervinientes.

Según Alemany (2004), en la inversión del tipo capital riesgo se pueden distinguir tres elementos interrelacionados: los aportantes de fondos, la entidad de capital riesgo y la empresa participada. Los aportantes son las personas, físicas o jurídicas, que aportan capital a la entidad de capital riesgo para que esta pueda llevar a cabo su función. El capital suele ser gestionado por la entidad de capital riesgo durante un periodo de entre cinco y diez años (Alemany, 2004).

La entidad de capital riesgo es la sociedad que gestiona el capital de los inversores y lleva a cabo las inversiones (Alemany, 2004). Esta entidad puede presentar diferentes estructuras societarias en función de la legislación vigente en cada momento. La empresa participada es la entidad receptora de los fondos de capital riesgo (Alemany, 2004).

Para King (2011) en el sistema intervienen tres agentes principales: los *Limited Partners* (LP) que proporcionan los fondos, pero no participan en la gestión, las empresas del *portfolio* que necesitan el capital y que si son exitosas generarán los retornos financieros y, las firmas de *Venture Capital* que gestionarán los fondos aportados por los inversores.

Los autores Shepherd et al. (2005) diferencian un agente más, los empleados. Los principales agentes involucrados en el proceso de financiación por parte de un inversor privado según Shepherd et al. (2005) serían los inversores, los gestores o socios fundadores, los empleados y los emprendedores.

En este trabajo nos apoyaremos en la aportación de estos autores, por considerar relevante en algunos casos tener en cuenta de forma independiente la actitud y tareas desarrolladas por los empleados que forman parte de la plantilla de profesionales de la sociedad que gestiona los fondos para invertir (los VC).

Los ***inversores*** son los proveedores de los fondos monetarios que van a ser invertidos en las empresas con la esperanza de obtener una rentabilidad futura. En función de cómo estén diseñados los vehículos de inversión de los “inversores profesionales”, los inversores pueden ser personas físicas o jurídicas, instituciones, entidades financieras, corporaciones industriales, fondos de pensiones, administraciones públicas, etc., quienes pueden invertir en solitario en el vehículo del inversor profesional o lo pueden hacer en compañía de otros inversores.

Gilson (2003) señala como los inversores generalmente son socios pasivos, no participando en las decisiones que adopta el inversor profesional para la gestión de los recursos captados. Aunque generalmente no van a tener contacto directo con las compañías invertidas, sí se preocuparán por el desempeño profesional de los gestores y de los empleados que gestionan su dinero para que este se ajuste a lo previamente pactado (Gilson, 2003).

Para obtener y calcular la rentabilidad obtenida por el inversor es muy importante el momento exacto en el que el dinero del inversor es puesto a disposición del gestor para ser invertido en las empresas.

Para maximizar la rentabilidad, el tiempo y la cantidad desembolsada en cada proyecto son factores determinantes. Generalmente se opta por inversiones de duraciones temporales cortas (entre 3 y 5 años) y depositando en cada una de ellas la cantidad estrictamente necesaria para que pueda llevarse a cabo con éxito la puesta en marcha de los planes de negocio de los proyectos.

Por su parte, los ***gestores*** son aquellas personas que impulsan la creación del vehículo de inversión, captan los fondos de los inversores y definen la estrategia de inversión, tomando las principales decisiones relacionadas con la gestión del patrimonio captado de los inversores.

Los ***empleados*** formarán parte de la estructura del “inversor profesional” tras haber sido reclutados por los gestores. Serán los que apoyarán en la realización de las tareas previas y posteriores a la inversión y trabajarán en contacto directo con la empresa invertida.

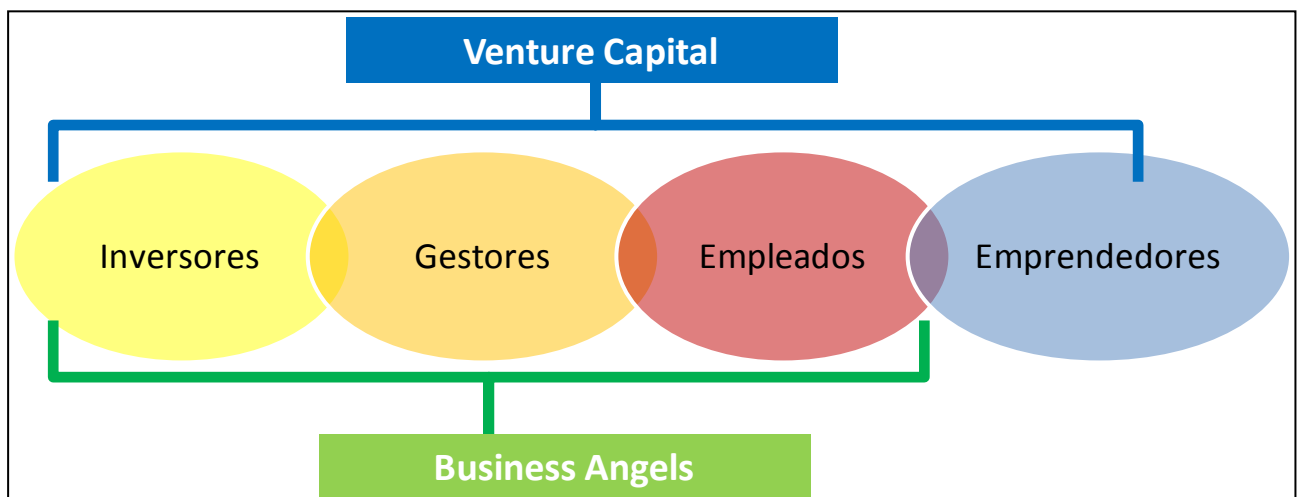
Pueden ser profesionales contratados esporádicamente para realizar ciertos trabajos puntuales especializados o estar contratados directamente dentro de la estructura fija de las empresas de *Venture Capital*.

El interés de los empleados debería ser el realizar su trabajo de la mejor manera posible para maximizar la rentabilidad de los inversores, contribuyendo así al interés general del “vehículo de inversión” y, por tanto al suyo propio, para poder conservar su trabajo o mejorarlo dentro de la estructura de la empresa de inversión (el VC creado por los gestores).

Por último, los **emprendedores** son quienes generarán la idea, la desarrollarán y la pondrán en marcha utilizando la financiación proporcionada por el inversor. Asumimos que, partiendo de la racionalidad como agente económico su objetivo será arrancar un proyecto que cree valor y que pueda proporcionarle retornos económicos, al incrementarse el valor de su empresa materializándose en la venta de sus acciones, así como satisfacciones personales y un reconocimiento social, personal y profesional.

En algunos casos, un inversor individual al que se denomina *Business Angels*, desempeñará y aglutinará los roles de inversor, gestor y empleado. Proporcionará los fondos, tomará las decisiones, realizará las labores de seguimiento de la compañía en la cual ha invertido y le proveerá de sus consejos (Harrison y Mason, 1992). Elitzur y Gavius (2003) indican que el *Business Angel* suele invertir en fases mucho más iniciales del proyecto que el inversor profesional y, a diferencia de éste, no hace de las inversiones su principal negocio, ni actividad profesional.

Figura 24: Actores intervinientes en el proceso de financiación.



Fuente: Elaboración propia

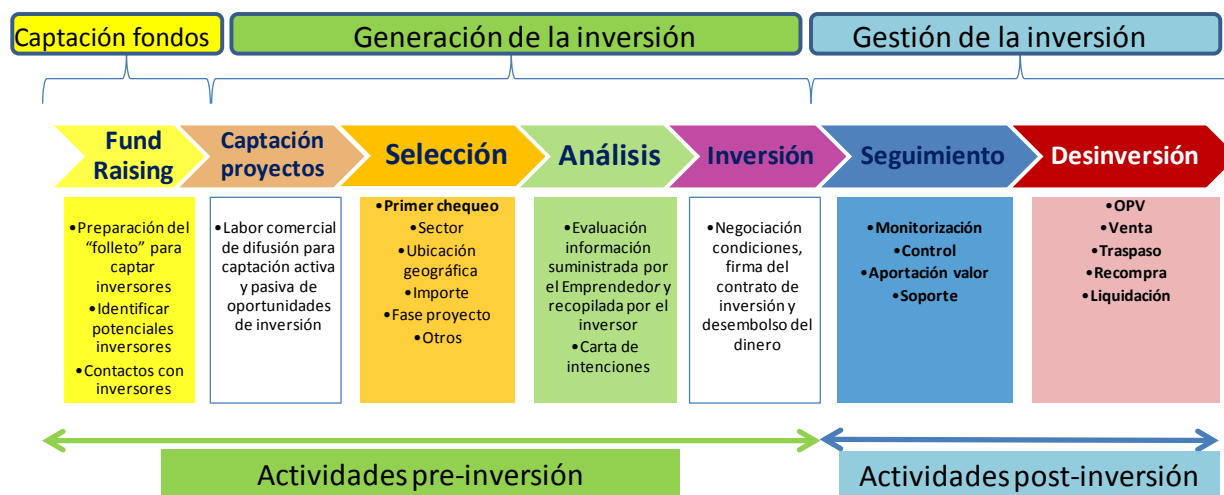
2.3.2. Fases del proceso financiador.

Las distintas fases del proceso inversor que describiremos en este apartado podrían extenderse para la casuística general del capital riesgo, e incluso muchas de las características que comentaremos serían aplicables a la actividad concreta del *Private Equity*. Sin embargo, si queremos matizar, que el desarrollo de este apartado lo realizaremos desde la perspectiva de la actividad del *Venture Capital*.

En la revisión bibliográfica realizada hemos podido comprobar cómo, aunque con ciertos matices entre unos y otros autores, estos finalmente coinciden en señalar que existen tres fases fundamentales y diferenciadas. Tendríamos una fase previa de captación de los fondos (*fund raising*), otra con diversas tareas que abarcaría desde la generación de las oportunidades de inversión hasta que se realiza la inversión (generación de la inversión) y una tercera que llegaría hasta la fase de desinversión (gestión de la inversión) (Ver figura 25). Es decir, fundamentalmente un grupo de

actividades previas a la realización de la inversión (pre-inversión) y otras posteriores a la inversión (actividades post-inversión).

Figura 25: Esquema del funcionamiento de los *Venture Capital*.



Fuente: Elaboración propia

King (2011) identifica tres actividades principales: *Fund raising* (captación de fondos), *Deal flow* (captación de oportunidades de inversión), y la gestión de las empresas del *portfolio* hasta su desinversión.

A través de su revisión bibliográfica Williams (2013) indica como el proceso se dividiría en los siguientes pasos: filtro inicial, evaluación, *due diligence*, negociación e inversión (Zacharakis y Meyer, 2000; Petty y Gruber, 2011; Rasmussen y Sorheim, 2012).

Según Torrejón (2016) la *due diligence*, en sus distintas variables (financiera, técnica, legal, etc.), consiste en analizar por parte del inversor la viabilidad de la empresa que busca financiación presentada por el emprendedor, para ello evalúa las métricas, el plan de negocio, los ingresos, el EBITDA, la generación de flujos de caja, el mercado, la competencia e incluso las opciones de desinversión; además también evalúa aspectos relacionados con la calidad del equipo gestor del proyecto.

Para los autores Tyebjee y Bruno (1984) el trabajo de un VC es predecir el éxito de los nuevos negocios, dependiendo su supervivencia futura de una valoración satisfactoria de estas nuevas empresas. Así, estos autores presentaron un modelo de valoración para ayudar a los VC a predecir el éxito o el fracaso de los nuevos negocios. Distinguieron dentro del proceso inversor las siguientes fases: *deal origination*, *deal screening*, *deal evaluations*, *deal structuring*, *post investment activities*:

1. *Deal origination*: es la iniciación del acuerdo
2. *Deal screening*: es una evaluación preliminar de los proyectos que limite el foco de los proyectos hacia las áreas en las que trabaja y está familiarizado el VC, por ejemplo en función de la tecnología, el producto o el foco del mercado

3. *Deal evaluation*: es una valoración de los riesgos contenidos en el plan de negocio. Acompañada de una evaluación multidimensional de las características para calcular la tasa esperada de retorno.
4. *Deal structure*: es la construcción del acuerdo de inversión entre el inversor y el emprendedor
5. *Post-investment activities*: el VC cambia su rol desde “inversor” al rol de “colaborador”.

Hemos mantenido su terminología en inglés, ya que esta es así utilizada por los profesionales del sector. Seguidamente haremos su reseña en castellano y la explicación de cada una de ellas.

Un VC, para desarrollar su actividad, recorre una serie de fases en las que aportará su valor diferencial y que le distinguirán del resto de opciones de financiación disponibles para el emprendedor. Las fases según se aprecia en la figura 25 son:

1. **Fase de captación de fondos (*Fund Raising*):**

La materia prima fundamental, necesaria e imprescindible para la industria del *Venture Capital* son los recursos económicos, es decir el dinero. Los fondos captados irán a la tesorería disponible del *Venture Capital* con una doble finalidad. Por un lado, se utilizarán para desarrollar el objeto de la existencia de los *Venture Capital*, realizar operaciones de financiación; y por otro lado servirán para hacer frente a los gastos corrientes que deba afrontar el VC por su actividad del día a día.

No es objeto de este trabajo profundizar en explicar el proceso de captación de fondos, el proceso de constitución de los vehículos de inversión ni las distintas formas legales que estos pueden adoptar, ni siquiera en como financian sus actividades los *Venture Capital*. Sin embargo, si aportaremos algunas ideas básicas para poder entender la casuística de este sector.

Si remarcar que el objetivo final del *Venture Capital* es perpetuarse en el tiempo. Así, una vez consumidos sus recursos disponibles generados en el “*Fund Raising 1*” deberá comenzar de nuevo una fase de captación de otros fondos (“*Fund Raising 2*”) con los que poder continuar con la actividad que motiva su existencia, que no es otra que la de realizar nuevas operaciones de financiación.

Son fundamentalmente dos circunstancias las que incrementan las probabilidades de captar esos fondos. Estas serían, un balance positivo en el histórico de su cartera de participadas y/o de la experiencia (*expertise*) y conocimiento (*know how*) del equipo de profesionales que forman o formarían la sociedad de *Venture Capital*.

Para conseguir un saldo positivo en su cartera de participadas, el objetivo final del VC será realizar buenas inversiones. Por ello, para que las empresas que componen su cartera de participadas se desarrollen con éxito se involucrarán, si fuese necesario, aportando más valor que el propio dinero (*Smart Money*).

Además de facilitarles la obtención de nuevos fondos, un histórico de inversiones exitoso les reportará otras consecuencias positivas. Les supondrá el cobro de una “comisión de éxito”, en el caso de que así lo haya pactado el VC con sus inversores. También, les ayudará a atesorar una buena reputación dentro del sector, lo que contribuirá a incrementar el número y la calidad de oportunidades de inversión a las que podrá acceder. También, les facilitará el acceso a otras fuentes

de financiación (entidades financieras, otros inversores, administraciones públicas, etc.) para si fuese necesario ponerlas a disposición de las empresas de su cartera de participadas.

El VC, cada vez que se plantea iniciar un proceso de captación de fondos, realizará un trabajo de reflexión interna para definir su “estrategia de inversión”. Todas las características acerca del uso que el VC aplicará a los fondos captados quedarán reflejadas en un “folleto informativo”. Así, uno de los primeros pasos para la captación de los fondos será el diseño de un folleto que poder mostrar a los potenciales inversores.

En ese documento se especificará lo que el VC ofrece al inversor, reflejado en la “estrategia de inversión”. Por un lado, se marcarán las características que definirán los proyectos potencialmente candidatos a ser invertidos (estado o fase de madurez, el sector de actividad al que pertenece, su ubicación geográfica, etc.). Igualmente se fijarán cuales son los rangos de inversión. Tanto el importe máximo como el mínimo que podrá ser destinado a financiar cada proyecto, además del porcentaje máximo de fondos a destinar a cada inversión en función de su peso relativo sobre el volumen total captado bajo gestión del VC. También se fijará el período de tiempo que el inversor cederá sus fondos al VC para que este los gestione. Una vez transcurrido ese tiempo se entraría en lo que se conoce como fase de liquidación. El VC debería haber hecho líquidas todas sus inversiones (desinviertiendo) para poder repartir entre sus inversores el saldo neto disponible tras las operaciones realizadas³⁶. El periodo medio de inversión de un VC en una empresa se sitúa entre tres y cinco años, y entre diez y doce años el tiempo que suelen disponer los VC para gestionar el dinero cedido por sus inversores.

El inversor cede su dinero a un VC con las expectativas de obtener una rentabilidad superior a la que podría conseguir a través de otras alternativas de inversión. La rentabilidad además de por el tipo de inversión en sí misma también estará condicionada por los costes de gestión. Por tanto, en el folleto también se especificarán los costes que tendrá para el inversor la gestión de su dinero por parte del VC.

Mientras que para el inversor serán un coste, para el VC supondrán la fuente de ingresos que le permitirá cubrir sus gastos corrientes y generar un beneficio industrial. Suelen establecerse dos tipos de comisiones. Una parte fija, en forma de “comisión de gestión”, a la que se podrá sumar otra parte en forma de variable habitualmente conocida por “comisión de éxito”. Mientras que la primera se devengará fundamentalmente sobre los fondos aportados por los inversores; la segunda se percibiría si el VC ha sido capaz de generar ganancias para sus inversores y se devengaría realizando su cálculo aplicando el porcentaje pactado sobre estas plusvalías.

Una vez definido el “folleto de inversión” los gestores y/o socios de los VC comenzarían una labor comercial para recabar los fondos por parte de uno o de varios inversores con los que poder realizar su actividad inversora. Si el inversor toma la decisión de aportar sus fondos al VC, se firmará un contrato entre el inversor y el VC que regulará la relación entre ambos agentes.

³⁶ La duración del vehículo inversor, suele ser entre 10 y 12 años, estando repartida su vida entre las sucesivas fases de desembolsos, inversión, seguimiento, desinversión, reparto de los retornos financieros entre los inversores y su liquidación.

Según Da Rin et al. (2011) los VC atraen los fondos con la promesa de alcanzar rentabilidades por encima de la que se podría obtener fácilmente y con menor riesgo como por ejemplo con la inversión en deuda pública o en bonos, captando fondos de diferentes fuentes (*Family Offices*, inversores privados, entidades financieras, empresas, instituciones, fondos de pensiones o seguros, administraciones públicas, etc.).

Recordar como ya hemos mencionado anteriormente en este trabajo, que en función del origen de los fondos los VC podrán considerarse públicos, corporativos, independientes o mixtos. Para King (2011) los VC independientes consiguen dinero de sus proveedores de capital conocidos como *Limited Partners* con los que ha negociado las condiciones de su inversión (Gompers y Lerner, 1996); por su parte la mayoría de los VC corporativos tienen una única fuente de financiación que coincide con la empresa matriz propietaria.

Los autores Sahlman (1990); Gompers y Lerner (2001) y Gilson (2006) indican como práctica habitual, especialmente en los *Venture Capital* americanos, que los socios de las firmas de VC inviertan al menos el 1% sobre el total del dinero del vehículo de inversión creado y gestionado por ellos. En este caso los *Venture Capital* tendrían tres fuentes potenciales de ingresos. En la desinversión recibirán la parte proporcional a su porcentaje de participación sobre el total de los fondos captados. Percibirían también la comisión de gestión pactada en el contrato que será descontada de los fondos captados con la que se pretenden cubrir los costes administrativos y los salarios fijos. Más una tercera (comisión de éxito) y que potencialmente será su mayor recompensa que se produce cuando sus inversiones resultan exitosas, devengando sobre la plusvalía de la desinversión una comisión sobre las ganancias. Esta última es el mayor y mejor incentivo para que los VC se involucren de diversas maneras con sus participadas aportando su valor diferencial sobre el resto de financiadores existentes en el mercado.

2. Fase de generación de la oportunidad de inversión:

Una vez los inversores han confiado a los VC sus fondos para su gestión, los gestores y/o los empleados abordarán la fase de generación de las oportunidades de inversión.

Para ello deben realizar una labor de difusión y marketing para ser conocidos entre los emprendedores que están buscando financiación. Así, generarán un flujo de proyectos (*deal flow*) entre los que poder seleccionar las mejores propuestas de entre aquellas que encajen dentro de los objetivos de inversión definidos en su “folleto”.

Continuará con un proceso de selección, análisis, valoración del proyecto y estructuración de la operación que culminará con la firma del contrato entre las partes (pacto de socios) que regule las normas de funcionamiento durante la inversión y el desembolso del dinero en la compañía.

Martín de Vidales y Sampedro Martín (2008) definen el pacto de socios como un acuerdo entre varios o todos los socios de la empresa que se instrumenta como un pacto privado no estatutario por la dificultad que sus partes encuentran para conseguir que sea inscrito como parte de los estatutos sociales. Además, su principal objetivo es completar y/o modificar el contenido recogido en los Estatutos con respecto a los derechos y obligaciones de los firmantes, ya que este acuerdo privado por lo general prevalece entre sus firmantes y se superpone a lo contenido en ellos.

Los recursos que los VC tienen bajo gestión, a través de su “vehículo de inversión” los inyectarán en más de un proyecto. Los distintos proyectos en los que van a ir depositando sus recursos económicos formarán la cartera de participadas o el portfolio.

Dentro de la fase de generación de la oportunidad de inversión se incluirían:

- **Captación de proyectos (*Deal origination*):** El primer y principal objetivo de esta actividad es generar un sostenible y atractivo *deal flow*. Esta fase consiste en la creación de oportunidades de inversión, proceso que comprende todas las actividades que permiten al VC tener conocimiento de todos aquellos emprendedores, empresas o proyectos que puedan plantearse captar financiación o que ya hayan iniciado ese proceso de búsqueda. Desde el VC se comunicará su disponibilidad de recursos para financiar proyectos a todos los agentes que forman parte de este ecosistema de manera que se capte su atención.

Se incluirá desde la asistencia a foros especializados a una comunicación específica a los distintos profesionales del sector tales como consultores, asesores o especialistas de *corporate finance*. Así, tanto los contactos del *Venture Capital* como de los propios profesionales que forman el equipo del *Venture Capital* jugarán un papel muy importante y diferencial para generar un continuo *deal flow* en la cantidad y de la calidad adecuada a los objetivos del VC.

Según Böhner (2007), uno de los principales motivos de que los VC no realicen más inversiones es el reto al que se enfrentan de poder identificar prometedoras oportunidades de inversión en las que ellos puedan llegar a financiar. Por eso, para Tyebjee y Bruno (1984) un elemento fundamental en el modelo de negocio de los VC es el hecho de disponer de un flujo constante de oportunidades de inversión entre las que poder seleccionar. Este flujo es denominado “*deal flow*”, en el que debe distinguirse entre cantidad (número de oportunidades de inversión entre las que poder seleccionar) y calidad (relacionado con que las oportunidades de inversión satisfagan los objetivos de inversión y criterios del VC) (Tyebjee y Bruno, 1984). Como veremos más adelante en este documento, la contestación que da Ramón (2011) a la pregunta de “¿Por qué los VC no materializan más operaciones de financiación?”, es debido a existencia de la asimetría de la información, a la selección adversa y los comportamientos oportunistas.

Esta fase podría culminar eventualmente con un primer contacto entre el VC y el emprendedor.

- **Selección de oportunidades (*deal screening*):** Es un primer filtro. Se trata de una fase esencial ya que en ella se eliminarán un gran número de proyectos y solo unos pocos pasarán a las siguientes fases. Por ello, según Hudson y Evans (2005), es vital que los emprendedores conozcan los trámites y sean capaces de enviar aquellas señales sobre su proyecto que los gestores esperan recibir cuando valoran y filtran las propuestas para no quedar fuera del proceso. Uno de los recursos más escasos de los que dispone el *Venture Capital* es el tiempo. Su equipo de profesionales dispondrá de un tiempo limitado para realizar todas las actividades que comprenden el ciclo completo de funcionamiento de un *Venture Capital*. Para alcanzar el éxito los VC deberán ser capaces de asignar las horas de trabajo de sus profesionales a aquellas tareas que puedan reportar un mayor valor añadido para sus intereses. Este es uno de los motivos del escaso tiempo que dedican a cada una de las oportunidades de inversión en esta fase.

De acuerdo con el modelo del proceso de financiación de los VC, más allá de seleccionar prometedoras solicitudes de candidatos a la financiación, los gestores de los VC emplearán su

tiempo en originar, evaluar y estructurar transacciones. Adicionalmente, después de haber realizado la inversión, dedicarán una porción significativa de su tiempo a actividades tales como la orientación y dirección, el reclutamiento de gestores, encontrar futuros inversores y gestionar la estrategia de desinversión del *Venture Capital* (Lerner 1994, 1995). Elango et al. (1995) indican como los VC invierten de media por inversión entre 7 y 35 horas al mes dependiendo en cada momento de su importancia en estas actividades de post inversión.

Para Gera (2009) el tiempo es el principal recurso que los VC invierten en seleccionar propuestas de inversión. Las empresas de VC reciben cientos de propuestas en un año mientras que solo financian un puñado de estas compañías de reciente creación. Dentro de un *Venture Capital* únicamente un pequeño grupo de profesionales son los que van a tomar todas las decisiones de inversión (Gera, 2009).

Así, la asignación de estos escasos recursos y su distribución es fundamental para el éxito de los VC. La limitación de recursos y la necesidad de asignarlos a las tareas más productivas hacen que los VC solo inviertan unos pocos minutos para revisar cada solicitud antes de tomar la decisión de descartar o continuar con su evaluación. Dada esta limitación, los decisores dentro de los *Venture Capital* realizarán un esfuerzo especial para minimizar el tiempo que ellos destinan a cada solicitud antes de ser desestimada por no ser atractiva para sus objetivos. Únicamente invertirán su tiempo en las oportunidades que ellos estimen que les puedan llegar a resultar rentables (Gera, 2009).

En su proceso racional de decisión de limitar la asignación de recursos, los decisores se esforzarán en eliminar la mayoría de las oportunidades tan pronto como sea posible (Gera, 2009). Especialmente en las primeras fases del análisis, cuando la ambigüedad sobre las solicitudes es alta, los VC preferirán emplear criterios y recibir señales que les permitan tomar decisiones rápidamente. Por ello, es vital para los emprendedores que su solicitud sea capaz de enviar las señales adecuadas para capturar la atención del VC e incrementar la probabilidad de que su solicitud progrese y avance hacia las siguientes fases del proceso (Gera, 2009).

Böhner (2007) expone la necesidad de minimizar los costes de evaluación en esta fase de filtro inicial de los proyectos, de manera que la decisión de desestimar inmediatamente (*screening*) un proyecto o darle la oportunidad de analizarlo con mayor detalle únicamente les lleve unos pocos minutos. Según este mismo autor explica como en un estudio reciente para el mercado alemán, los *Venture Capital* emplean una media de 5 profesionales de inversión y tienen una cartera de 18 participadas por lo que la media es que cada profesional se haga responsable de 3-4 inversiones (Achleitner, 2010), dato similar al obtenido por la NVCA (2012) para los Estados Unidos, donde los *Venture Capital* emplean a 7 profesionales de inversión y estos son responsables de 4-5 empresas del *portfolio*. Estos profesionales destinarán el mínimo tiempo posible, estimado en una media de simplemente 15 minutos, a este primer chequeo cuyo objetivo es comprobar si la propuesta de inversión encaja con la estrategia global de inversión del *Venture Capital*.

Williams (2013) expone como en estas fases iniciales de revisión los VC rechazan planes de negocio empleando un tiempo medio de 6 minutos y un máximo 20 minutos (Hofer y Hall, 1993), ya que reciben miles de propuestas cada año y deben vigilar donde ellos asignan su tiempo y su foco.

Hay que tener en cuenta que unos VC se centrarán en unos determinados sectores de actividad o tecnologías, otros en determinadas fases de desarrollo de los proyectos y otros solamente en determinadas áreas geográficas (Böhner, 2007).

Para Ramón (2011) en esta fase se evalúan los aspectos relacionados con la localización, el tamaño, el sector de la industria de actividad de la empresa y el estado de desarrollo para filtrar las propuestas que merezcan una consideración más seria y puedan pasar a las siguientes fases del proceso. El VC solicitará además información a la empresa reflejada en un plan de negocios que se convertirá en uno de los elementos más importantes para su toma de decisiones (Manigart et al., 1998; Ramón, 2011) y en punto de partida para una evaluación posterior (Sahlman, 1990).

Cuando el emprendedor prepara su plan de negocio debe ser consciente de que ha de ser capaz de transmitir al inversor ciertas señales realistas sobre las perspectivas futuras de la empresa que minimicen las diferencias de información existentes entre el inversor y el emprendedor, debiendo permitir al VC que evalúe tanto lo tangible como lo intangible, siendo capaz de transmitir el valor de la empresa y su grado de compromiso con el proyecto (Ramón, 2011). Entre otros los aspectos que van a condicionar la toma de decisión en esta fase son:

- ✓ **Fase de desarrollo** en la que se encuentre la empresa candidata, ya que algunos inversores tienden a especializarse en determinadas fases como una herramienta para acotar los riesgos de su inversión (Barry, 1994).
- ✓ **Ubicación geográfica de la candidata**, los inversores que invierten especialmente en fases iniciales, tienden a invertir en empresas próximas, ya que la relación entre ambos será mucho mayor (Sapienza et al., 1996)
- ✓ **Tipo de información suministrada por la empresa y las apreciaciones subjetivas del inversor** (Myers y Majluf, 1984). Las apreciaciones subjetivas son factores relevantes dado que puede llevar a conclusiones sobre la propuesta que harán variar la decisión independientemente del análisis económico financiero. La “química interpersonal” con el emprendedor será un factor determinante y clave. El proceso de toma de decisión del VC tendrá dos hitos:
 - Contactos previos “informales” para una primera selección y evaluación de la propuesta. Son muy importantes pues de ellos se derivan la eliminación o la aceptación de un buen número de proyectos.
 - Fase de valoración (*deal evaluation*), en la que el proyecto es sometido a una exhaustiva evaluación con el fin de determinar si la información suministrada es correcta y para comprobar si será capaz de generar las tasas de rentabilidad estimadas por el emprendedor y las esperadas por el inversor.
- **Análisis de oportunidades (deal evaluations)**: La propuesta presentada por el emprendedor, tras haber llegado hasta aquí, será sometida a un proceso conocido dentro del sector como *due diligence* (de negocio, financiera y legal son las más habituales e importantes). Este análisis se realizará tanto para comprobar si la información recibida es correcta, como para evaluar si la oportunidad de inversión es capaz de cumplir con las expectativas del inversor y generar tasas de rentabilidad evaluando si realmente se financiará a una empresa con alto potencial de crecimiento.

Hay muchos estudios de investigación que centran su trabajo en definir cuáles son los criterios y aspectos tanto objetivos como subjetivos que evalúan los VC. Destacaremos algunos de ellos tales como la etapa de desarrollo del proyecto, la experiencia y personalidad del empresario y su equipo, el mercado, las ventajas competitivas, los aspectos financieros, el entorno, etc. (Tyebee y Bruno, 1984; MacMillan et al., 1985; Wright y Robbie, 1996; Manigart et al., 1998).

Gursel (2013) explica como en el típico proceso de *due diligence* usado por la mayoría de los VC estos tratarán de entender las oportunidades del mercado, una previsión de las ventas potenciales y anticipar la evolución de la compañía después de una cierta cantidad de años tras la inversión. A través de este proceso, los VC hablarán con líderes de la industria, amigos y colegas para recoger información. Los VC llamarán a mucha gente para aprender y conocer más acerca de esos emprendedores y de su pasado. Finalmente, años de experiencia, métodos cuantitativos y básicamente mucho esfuerzo será empleado en determinar el potencial de éxito de una empresa de reciente creación de una manera muy sistemática (Gursel, 2013).

La realización de la *due diligence* a sus potenciales empresas candidatas a recibir su financiación le supondría al VC una considerable cantidad de tiempo y recursos, ambos escasos (Williams, 2013). El VC no puede permitirse el lujo de derrochar sus recursos, por este motivo deberán ser pocos los proyectos candidatos a someterse a un proceso de *due diligence*. En la fase previa de “*screening*” se desecharán la gran mayoría de los proyectos, y el objetivo de productividad del VC será conseguir tomar esa decisión de desestimación en unos pocos minutos.

Durante el proceso de evaluación, los VC además de revisar cuidadosamente los planes de negocio de las empresas, diseñarán los contratos para minimizar los potenciales costes de agencia (Gompers, 1995; Ferrer, 2011). En ese análisis los VC considerarán los atractivos de la oportunidad de inversión frente a los factores de riesgo, el equipo gestor y los términos del acuerdo reflejados en el contrato (Gorman y Sahlman, 1989).

Además, al mismo tiempo identificarán las áreas en las cuales ellos podrían añadir valor a través de la monitorización y el soporte (Kaplan y Strömberg, 2003). Cuando finalmente los VC realizan una inversión, estructurarán la operación y establecerán unos incentivos y unos sistemas de compensación apropiados (Kaplan y Strömberg, 2003). Apoyándose en su evaluación del conjunto de la operación, los VC ajustarán sus derechos de control y diseñarán el procedimiento para la liberación de los fondos comprometidos en la inversión en las distintas sucesivas etapas (Kaplan y Strömberg, 2003).

Si el resultado de este proceso es positivo el VC entregará un documento al emprendedor denominado “carta de intenciones”. En este documento se mencionará la voluntad del VC de financiar el proyecto y las condiciones base de dicha operación.

- **Inversión (*deal structuring*)**: finalmente una vez se toma la decisión de participar en el proyecto es necesario diseñar de qué forma se llevará a cabo la participación. La forma más habitual empleada por el VC y que caracteriza su forma de trabajar es la adquisición de una parte del capital con derechos económicos y políticos en proporción directa a la participación comprada. Otras podrían ser la concesión de préstamos o préstamos participativos. La participación en el capital social de la empresa tiene una ventaja fundamental para la empresa sobre la financiación mediante deuda y es que mostrará una estructura de balance más saneada con un mayor peso en el pasivo de recursos propios sobre ajenos.

La toma de participación se formalizará a través de la firma de un contrato de “pacto de accionistas”. El objetivo de este contrato es crear un marco para el entendimiento mutuo entre las partes. Se incluirán todas las condiciones negociadas y pactadas entre las partes. Siendo aspectos claves la forma de entrada y salida del inversor y el poder que tendrá el VC en la participada como el número de consejeros, los derechos de control y veto, los acuerdos con las personas clave del equipo o la forma de reportar información periódica (Kaplan y Strömberg, 2004). Además, se incluirán los mecanismos para la vigilancia y el control de la empresa (Kaplan y Strömberg, 2004) tratando de cubrir el riesgo de la posibilidad de que los empresarios tomen sus propias decisiones de espaldas al inversor (Sahlman, 1990), procurando así de evitar los comportamientos oportunistas.

No obstante, la existencia de asimetría de información hará que el contrato entre las partes no pueda cubrir todas las casuísticas. Por ello, el objetivo final del proceso de estructuración de la inversión será reducir los riesgos existentes en la inversión, a la vez que se fijarán los términos que permitirán recibir unos pagos atractivos de la inversión en el futuro. El proceso de negociación y las actividades recogidas en el contrato girarán entre la necesidad de un equilibrio entre lo que concierne a los fundadores de la empresa (tales como dilución de su participación o pérdida de derechos de control) y lo que concierne a los VC (retorno de la inversión y reducción del riesgo de quiebra de la empresa y por tanto de pérdida de su inversión).

Finalmente, y a consecuencia de este intenso proceso de evaluación, solamente un pequeño porcentaje de los proyectos que entran en el *deal flow* terminarán recibiendo la financiación. Las múltiples barreras que debe superar un emprendedor para conseguir la financiación y el trabajo exhaustivo que realizan los VC se muestran en el estudio de Audretsch y Lehmann (2004) para el caso del mercado alemán en el que solo un 3,7% lo consiguen. Esta cifra se encuentra dentro del rango del resultado obtenido por otros estudios que sitúan el porcentaje entre el 2% y el 10%. Williams (2013) y Klingler-Vidra (2014) rebajan la cifra, indicando que los VC solo invierten de media en el 1% de las propuestas de inversión que reciben.

La fase de pre inversión concluirá con el cierre satisfactorio de la transacción. Normalmente se materializará en la firma del acuerdo en escritura notarial que será elevada a público.

3. Fase de gestión de la inversión realizada:

Este periodo se inicia en el momento exacto de la firma del pacto de socios y culmina tras la firma del contrato de desinversión y salida del *Venture Capital* del accionariado de la empresa financiada.

Para Da Rin et al. (2011), los *Venture Capital* están caracterizados por rasgos que les diferencian claramente de otros productos financieros. El trabajo del VC típicamente no finaliza con la selección de interesantes oportunidades de inversión. Van a tomar un papel activo en hacer crecer las empresas de su cartera de participadas una vez que la inversión ha sido realizada, ya que el trabajo del VC únicamente podrá considerarse por concluido una vez que ha realizado la desinversión completa en dicha compañía (Sorensen, 2007; Metrick y Yasuda, 2011).

- **Seguimiento (*post investment activities*):** el seguimiento y control de la participada, así como el asesoramiento de la misma, se constituyen en una de las señas de identidad del *Venture Capital* que lo diferencian de la financiación tradicional. Para poder desarrollar el trabajo de seguimiento

del estado de su inversión, generalmente el VC disfrutará de un puesto en el consejo de administración de la empresa.

Las acciones post inversión incluyen una monitorización de la gestión, el encontrar profesionales para la gestión, el conseguir fondos adicionales, ofrecer asistencia estratégica y proporcionar asesoramiento (Gorman y Sahlman, 1989; Wright y Robbie, 1998; Kaplan y Strömberg, 2003), incluso llegan a tomar parte como consejeros en el consejo de administración (Gompers y Lerner, 2001).

Según Fried y Hisrich (1995), además de aportar dinero para la financiación del proyecto, utilizarán su conocimiento y experiencia aportándolo a la empresa en diversas áreas, como la planificación estratégica, las operaciones, el marketing, las finanzas, la selección de personal, con diversos tipos de contactos, e incluso asumiendo roles gerenciales si esto llegase a ser necesario (MacMillan et al., 1988).

También los gestores de los *Venture Capital* aportarán valor a las empresas en las que invierten con su red de contactos, su imagen e impartiendo disciplina y apoyo moral. Para Gupta y Sapienza (1992) aportarán una serie de valores intangibles que contribuirán a crear una buena imagen de la empresa (prestigio) lo que puede ayudar posteriormente a la obtención de nueva financiación.

Todas estas características del VC le convierten en una financiación muy eficaz. Este aspecto de aportación de valor añadido "*Smart Money*" lo trataremos en profundidad más adelante.

- **Desinversión (Exit):** Es la fase final del proceso. Un VC cuando entra en una empresa lo hace teniendo una estrategia clara de salida o al menos habiéndolo considerado seriamente durante la fase de análisis de la inversión.

Este es el momento de la verdad, en el que se retrata la profesionalidad y buen hacer de las personas que forman parte del *Venture Capital*. El VC deposita en las oportunidades de inversión seleccionadas el dinero cedido por terceros para su gestión con el objetivo de alcanzar determinadas rentabilidades. Así, el desempeño del VC se medirá mediante las plusvalías que sea capaz de obtener individualmente de cada una de sus inversiones y de forma global por el rendimiento acumulado de su cartera de participadas.

Generalmente, el proceso desinversor se acuerda entre las partes dentro del conjunto de condiciones de la operación de inversión y viene recogido en el pacto de socios. Como hemos visto al abordar la cuestión del contenido del "folleto de inversión", los vehículos de inversión se diseñan como una estructura que incluye un final pactado. Por tanto, el VC para llegar a ese momento de liquidación del vehículo de inversión previamente deberá tratar de recuperar el dinero invertido en los distintos proyectos. Para generar liquidez de las inversiones el gestor y los empleados deberán realizar la operación de salida del accionariado de la empresa invertida. Gorman y Sahlman (1989); Cumming y MacIntosh (2003) y Böhner (2007) definieron 5 posibles vías para materializar y ejecutar la desinversión:

- ✓ **Venta (*Trade sale*):** Vende sus acciones de la empresa a un tercero que suele ser una empresa o un grupo industrial conector del sector. Probablemente, tras la compra de la empresa existe más allá de una finalidad puramente financiera, un objetivo estratégico. Este

puede ir desde fusionar ambas empresas e integrarlas horizontal o verticalmente, o hasta el tener acceso a su modelo de negocio, a la tecnología de la compañía, a su cartera de clientes, a su mercado, etc.

- ✓ **Traspaso (*Secondary purchase*):** el inversor vende sus participaciones a otro inversor. Suelen ser inversores con un vehículo inversor de mayor tamaño y que invierten en compañías que se encuentran en una fase diferente a la que estaba la empresa cuando el primer inversor realizó su operación de financiación.
- ✓ **Recompra (*Buy-Back*):** es el propio emprendedor o la propia empresa la que recompra las participaciones del inversor.
- ✓ **OPV (*Going public*):** el inversor vende sus acciones de la empresa, a través de una oferta pública de venta de acciones mediante la incorporación de la sociedad al mercado bursátil.
- ✓ **Liquidación (*Write-off-Liquidation*):** Ante la mala evolución de la compañía, la falta de viabilidad y la necesidad de seguir aportando más fondos bajo la premisa de una escasa o nula probabilidad de recuperación de los mismos a medio o largo plazo, el inversor toma la decisión de no destinar más tiempo a la empresa, esfuerzo, ni capital. Las empresas financiadas terminarán en un alto porcentaje en un proceso de liquidación. Produciéndose la pérdida total de la inversión.

La OPV junto con la venta a un industrial son las vías a través de las cuales el VC puede obtener mayores plusvalías. En el caso de la venta al industrial, la mayor rentabilidad estará motivada porque este comprador al ser un gran conocedor del mercado y poder generar sinergias con la compra de la empresa estará en condiciones de ofrecer una mayor valoración por la compañía.

En el caso de que con el dinero obtenido por el VC en una de las operaciones de desinversión obtuviera más de la totalidad de los recursos totales del “vehículo de inversión” estaríamos hablando de que con la desinversión a obtenido un “*home run*” (término proveniente de la jerga del beisbol).

Por su parte, se conocen como “*Walking dead*” o zombis a aquellas empresas pertenecientes al *portfolio* del VC que consiguen sobrevivir en el tiempo de una manera plana, no habiendo alcanzado ninguno de los objetivos previstos por la empresa en el momento de llevarse a cabo la operación de financiación. Esto impediría o dificultaría encontrar un comprador interesado con el que poder cerrar una operación de desinversión.

2.3.3. Asimetría de información entre los agentes implicados.

Los *Venture Capital* son una de las fuentes más importantes de financiación de las nuevas empresas, especialmente en el área de la tecnología (Hellmann y Puri, 2000; Li, 2012). La inversión del *Venture Capital* siempre está rodeada por la incertidumbre y por la asimetría de la información.

La relación entre los 3 principales agentes intervinientes en el proceso inversor del *Venture Capital* se ve significativamente influenciada por la existencia de un escenario de asimetría de información y por comportamientos potencialmente oportunistas. (Ver el esquema de la figura 26)

Así, podemos considerar la existencia de asimetría de la información entre los agentes implicados como uno de los motivos más importantes de que se efectúen pocas transacciones dentro de esta industria, ya que este hecho incrementa la aversión al riesgo en la toma de decisiones de inversión.

Por un lado, existe asimetría entre el inversor y el gestor del *Venture Capital*, lo que hace que el inversor ponga a disposición del VC un menor volumen de fondos de los que a priori estaría dispuesto a aportar. Así, se disminuyen los fondos que se inyectan al ecosistema debido a que la percepción de riesgo por parte del inversor es mayor de la que potencialmente debería ser de acuerdo al escenario “real”. El inversor responde frente a esta situación adoptando una actitud más conservadora y una exposición menos elevada de sus recursos económicos destinados a ser invertidos a esta herramienta de inversión. Por lo que existirá un menor volumen de fondos para abordar las oportunidades de inversión existentes en el ecosistema, pudiéndose cruzar un menor número de operaciones en el conjunto del mercado.

A su vez, la situación de asimetría existente entre el VC y, el emprendedor y su proyecto, hará que un menor número de proyectos superen esa barrera. Por tanto, el número de operaciones realizadas por cada VC se verá reducido significativamente si lo medimos en relación al volumen total de propuestas sobre las que tendrá acceso.

Ramón (2011) se pregunta por qué no se cruzan y formalizan más operaciones de financiación por parte de los VC. Encuentra que la existencia de asimetría de la información, la selección adversa y los comportamientos oportunistas se situarían entre las principales razones que darían contestación a su pregunta. Ramón (2011) establece como premisa la existencia de asimetría de información a lo largo de todo el proceso.

Así, la existencia de información asimétrica impide al gestor del *Venture Capital* conocer la verdadera naturaleza de los rendimientos del proyecto antes de financiarlo (selección adversa) y controlar las posibles acciones oportunistas por parte del empresario una vez la financiación ha sido concedida (problema de riesgo moral) (Ramón, 2011).

Las empresas financiadas por el *Venture Capital* se caracterizan por acusados problemas de información asimétrica (Chan, 1983; Amit et al., 1990; Van Auken, 2001; Busenitz et al., 2005) incrementados por la inexistencia de activos tangibles y antecedentes históricos (Amit et al., 1990; Ramón, 2011) y la presencia de un producto sin un demostrado mercado potencial (Cumming, 2006) que compite en industrias de alta tecnología sujetas a altos niveles de incertidumbre (Bygrave et al., 1989). Esto hace que el proceso de toma de decisiones sea difícil y arriesgado y deba realizarse de manera rigurosa, ya que en ello va implícito el futuro de la firma de *Venture Capital* (Gompers y Lerner, 2001; Hsu, 2004; Busenitz et al., 2005).

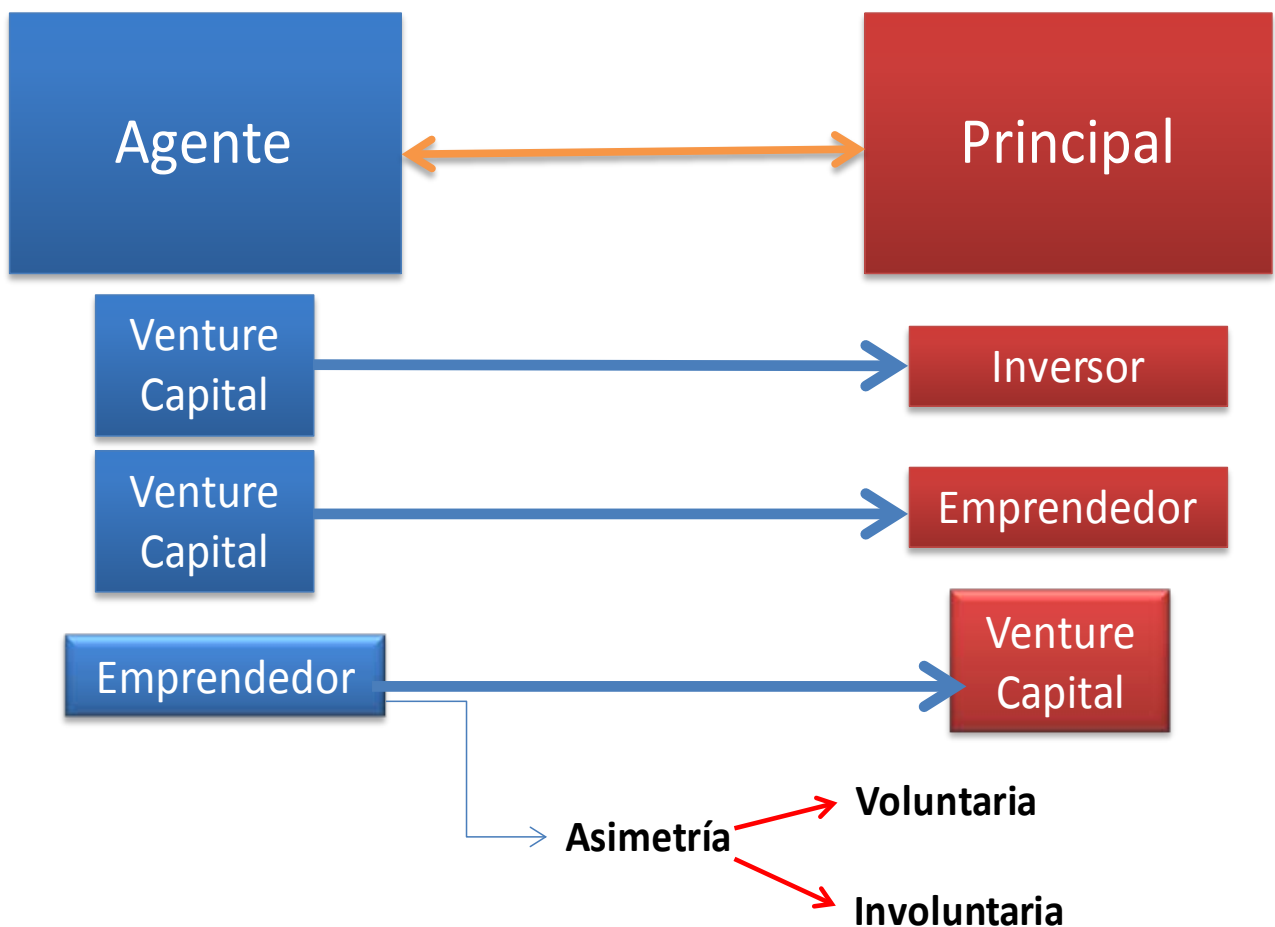
El informe del Consejo Empresarial para la Competitividad 2015-2018 presentado en noviembre de 2014 abunda en estos temas al indicar que la asimetría de la información existente en las pequeñas empresas es un hándicap para conseguir financiación. Expone como las pequeñas empresas tienen una menor cantidad y calidad de información financiera, lo que dificulta la valoración de su riesgo por parte del financiador.

Según Ferrer (2011) las pequeñas y medianas empresas están más afectadas por la asimetría de la información en las relaciones con sus fuentes de financiación externas. Este grupo de empresas está caracterizado por la falta de historia o un track record financiero, y acentuado por la falta o bajo nivel de activos tangibles que puedan ser utilizados como garantía colateral (Chittenden et al., 1996; y Berger y Udell, 1998). Los diferentes agentes no van a tener acceso al mismo nivel de información. Así, los problemas derivados de la asimetría de información parecen ser más acentuados en este grupo de empresas, y el acceso a los mercados de capitales y de deuda es más difícil o incluso imposible de alcanzar (Ferrer, 2011).

La falta de información suficiente para valorar la calidad de los diferentes proyectos de inversión determina la existencia de un alto riesgo al que se deben enfrentar los financiadores. Este alto riesgo se verá reflejado en un alto coste del capital que puedan llegar a obtener para su financiación (Ferrer, 2011).

Así, para Ferrer (2011), los *Venture Capital* representan una fuente alternativa para financiar oportunidades de inversión para las compañías recién creadas con un alto potencial de crecimiento. Estos inversores especializados pueden operar y ejecutar transacciones eficazmente a pesar de la existencia de problemas de selección adversa y riesgo moral, y aliviar los problemas de asimetría de información entre estas pequeñas y medianas empresas y los inversores.

Figura 26: Escenarios de asimetría de información entre los tres principales agentes.



Fuente: Elaboración propia

La asimetría de información se puede manifestar principalmente a través de:

- Selección adversa (*Hidden information*): el problema surge porque la parte informada tiene un incentivo para no facilitar la información y usarla en su propio provecho.
- Riesgo moral (*Hidden actions- moral hazard*): una parte observa las acciones de la otra, pero no sabe si está trabajando duro y tomando las decisiones adecuadas o si simplemente cogerá el dinero y saldrá corriendo. La parte informada tiene un incentivo para actuar en su propio interés, incluso si esto implica altos costes para la otra parte.

La posibilidad de que estos comportamientos oportunistas ocurran se ve mitigada por el hecho de que estas actuaciones tengan efectos colaterales y efectos dañinos sobre su propia reputación e intereses que le perjudiquen en futuras operaciones empresariales y/o de financiación.

Según la teoría de la agencia, el agente no actuará de acuerdo al mejor interés del principal. En general, la teoría de la agencia trata de explicar la relación entre el “principal”, quien delegará su poder de decisión en otro que es el “agente”, quien desarrollará el trabajo (Jensen y Meckling, 1976).

Para Jensen y Meckling (1976) la relación de la agencia es una relación de tipo contractual en la que una o más personas que ejerzan el papel de principal contratarán a otra persona que actuará como agente para que este realice en su nombre algún tipo de servicio determinado, para ello delegará el poder de decisión y su representación sobre el agente. Se entiende tácitamente que el agente actuará en función del mejor interés del principal. Balboa (2007) explica como dadas las características de esta relación existe una determinada información que solo estará disponible para el agente, surgiendo un problema de asimetría de la información que provocará problemas si el agente decide utilizarla en su propio beneficio. La asimetría informativa podrá presentarse bien como información oculta originando el problema de la selección adversa, o como acción oculta ocasionando el riesgo moral (Balboa, 2007).

La selección adversa está relacionada con la incapacidad del agente por incompetencia de actuar en el mejor interés del principal. Mientras que el riesgo moral hace referencia a que el agente actúe intencionadamente en su propio interés y en contra del interés más adecuado para el principal (Balboa, 2007). Así se plantea como una alternativa para solucionar el problema de selección adversa la emisión de señales. Por tanto, de acuerdo a la Teoría de señales, la parte informada tendrá un incentivo para proporcionar señales acerca de su calidad.

Como vemos en la figura 26, el gestor del *Venture Capital* podría adoptar el rol de “agente” en su relación con el inversor y el emprendedor; y desempeñaría el papel de “principal” en su interacción con la compañía del emprendedor.

Si observamos la primera de las situaciones según la figura 26 que puede producirse en la relación entre los tres agentes, comprobamos que cuando analizamos la interacción entre los inversores y los gestores de los *Venture Capital*, Balboa y Martí (2007) indican que esta se desarrolla dentro del marco de la teoría de la agencia y de señales.

El objetivo de los gestores de los *Venture Capital* es conseguir de los inversores el mayor volumen de fondos y en las mejores condiciones posibles (mayores costes para el inversor que repercutan en

unos mayores ingresos para el VC y un menor control del inversor que suponga mayor libertad de actuación del VC).

Por su parte, el inversor estará dispuesto a ceder al VC una cantidad de fondos tal que optimice su ecuación de potencial retorno frente al riesgo percibido. El objetivo de los VC debería ser contribuir a que se minimice esta relación de asimetría entre las partes. Para ello, los VC enviarían más señales para incrementar la información disponible para los inversores y así estos dispondrían de una mejor información que les ayudara a reducir su percepción de riesgo. Con este esfuerzo, los gestores serían capaces de conseguir un mayor número de inversores y de fondos aportados por estos para el *Venture Capital* que ellos gestionan con el que poder desempeñar su actividad profesional.

Alemany (2004) indica como por la existencia de asimetría de información los gestores de los fondos tienen muchas oportunidades para aprovecharse de los inversores que aportan los fondos, denominándose problema de la agencia (Fama y Jensen, 1983; Sahlman, 1990). Con el objetivo de limitar los problemas de riesgo moral (*moral hazard*) en la relación entre inversores y gestores de los *Venture Capital* se formalizará un contrato entre las partes, en el que se incluirán cláusulas que incentiven a los gestores a redirigir sus comportamientos hacia el interés del inversor protegiendo al principal (Fama y Jensen, 1983 y Megginson, 2004).

Balboa (2007) identifica como el inversor actuará como principal cuando este seleccionando un capital riesgo que gestione sus fondos mientras que la Sociedad de Capital Riesgo desempeñará el papel de agente. La relación entre ambos se formalizará en un contrato mediante el cual el inversor delegará la toma de decisiones en el Sociedad de Capital Riesgo.

Para minimizar los costes asociados a este problema se incluirán en el contrato entre ambas partes entre otras las siguientes salvaguardas: se especificarán los derechos del agente, el criterio para evaluar los resultados de su gestión y las recompensas por su buen desempeño; además de sistemas de premios e incentivos a los gestores que les motiven a incrementar su implicación para alcanzar los retornos esperados por los inversores, una limitación de la vida del vehículo de inversión a gestionar por el VC, la prohibición de que los gestores del *Venture Capital* compren acciones en condiciones diferentes a las del vehículo de inversión por ellos gestionado, una política de reparto obligatorio de cantidades tras las sucesivas operaciones de desinversión en las empresas o la posibilidad de cancelar la obligatoriedad de nuevas aportaciones si los gestores incumplen con el contrato y sus obligaciones (Fama y Jensen, 1983; Sahlman, 1990; Megginson, 2004; Alemany, 2004). Los costes de diseñar, negociar y firmar ese contrato generalmente son muy altos, y unido a las cláusulas que se incluirán en el contrato hará que solo los “mejores” y los más preparados gestores serán capaces de cerrar un acuerdo satisfactorio entre las partes.

El coste de la selección adversa para el inversor, puede reducirse mejorando los procesos de selección de los gestores de *Venture Capital* y/o identificando las señales enviadas por los gestores más reputados. Para cubrir ese hueco de información, las partes informadas usarán herramientas para enviar señales que muestren su valor a la parte no informada.

Esto permite distinguir las partes informadas de calidad de las que no la tienen. Para buscar un mejor posicionamiento, las partes tratarán de convencer al mercado de su valor real a través de señales, pero debido a su alto coste los VC de baja calidad evitarán realizar este trabajo para no asumir esos costes.

En la literatura encontramos diversos tipos de señales que pueden mostrar la calidad de los gestores. Así, la reputación de los gestores está vinculada con su histórico de operaciones. Los gestores que acumulan un mayor número de inversiones obtendrán un mayor volumen de fondos. Pero con un límite, ya que los inversores penalizarán aquellos *Venture Capital* que tengan una ratio elevada de número de inversiones por gerente de inversiones, ya que las expectativas de retorno de cada inversión disminuirán a medida que se reducen los niveles de atención y seguimiento por cada inversión (tamaño del *portfolio*).

Los inversores penalizan el hecho de que un gerente de inversiones sea responsable de un alto número de proyectos, ya que esto le obligará a repartir su tiempo entre un mayor número de proyectos y le permitirá dedicar muy poco tiempo a cada uno de ellos. De aquí se deduce como los inversores interpretan que los *Venture Capital* son susceptibles de aportar valor diferencial a las empresas en las que invertirán.

Con respecto a esta cuestión, Braly (2011) aporta su visión exponiendo que las motivaciones de los VC son relativamente honestas en la realización de las inversiones con el dinero que ellos reciben y gestionan de los inversores (*Limited Partners*, LPs). Los gestores de los *Venture Capital* estarían obligados a ese comportamiento al tener un deber fiduciario con sus inversores (LPs).

Así, mientras que las motivaciones personales de los gestores del *Venture Capital* podrían tener influencias en la elección de la industria o el tipo de firma en la que ellos invierten. Sin embargo, desde un punto de vista profesional en último término los gestores deben tomar decisiones que busquen el mejor interés del fondo y de sus inversores (LPs). Pues finalmente, los VC también tienen un interés prioritario en maximizar el valor de sus fondos, ya que unos mayores retornos les permitirán conseguir un mayor tamaño de fondos para su próximo vehículo de inversión y obtener más ganancias a través del devengo y cobro de las comisiones de gestión y de éxito.

Un segundo escenario sería el señalado por diversos autores que analizan una situación en la que el *Venture Capital* adoptaría un comportamiento oportunista en lugar de tener una actitud cooperativa. Aquí se considera al *Venture Capital* como el “agente” y al emprendedor como el “principal” (Cable y Shane, 1997). Esta situación podría darse cuando el VC actúa buscando su propio beneficio en lugar de que la propia compañía reinvierta en nuevos productos y desarrollos para su supervivencia a futuro (Sahlman, 1990); pudiendo presionar al emprendedor para obtener beneficios a corto plazo en detrimento de rentabilidades a largo plazo (Gómez-Mejía et al., 1990; Cable y Shane, 1997).

En este estudio nos centramos en la situación de asimetría que se produce entre el *Venture Capital* (principal) y el proyecto de inversión presentado por el emprendedor (el agente).

Para Ramón (2011) la premisa en este tipo de relación es la existencia de información asimétrica que impide al gestor del *Venture Capital* conocer la verdadera naturaleza del proyecto antes de financiarlo (problema de selección adversa) y controlar las posibles acciones oportunistas por parte del empresario-emprendedor una vez realizada la inversión (problema de riesgo moral).

En el proceso de inversión, los VC se encuentran con algunos problemas específicos a esta industria como la asimetría (Kaplan y Strömberg, 2004), e incluso puede que eventualmente los intereses del emprendedor y del VC no estén perfectamente alineados y la monitorización sea costosa y deba ser realizada continuamente (Gompers, 1995; Wright y Robbie, 1998), entonces los inversores

estructurarán contratos para proporcionar incentivos a los emprendedores con el objetivo de conseguir un comportamiento óptimo (Kaplan y Strömberg, 2004). Además, los contratos se realizarán a la medida, adaptados a cada caso. Así, los VC podrán emplear mecanismos para ejercer sus derechos de control, realizar los desembolsos de su inversión por fases en lugar de un único desembolso en el momento inicial (Wright y Robbie, 1998) y syndicar su inversión junto con otros *Venture Capital*.

La teoría tradicional de intermediación financiera se ha centrado en el papel desempeñado por los distintos actores implicados, con el fin de abordar y disminuir los problemas de la agencia que entran en juego cuando se pone en marcha un nuevo negocio (Trujillo y Guzmán, 2008). Estos problemas de la agencia se generan entre los VC, como proveedores de la financiación, y los emprendedores, como responsables de las empresas que reciben y buscan la financiación. Lerner (1995); Hellmann (1998); Kaplan y Strömberg (2001 y 2004) y Hsu (2004) indican que el seguimiento y el control se convierten en elementos imprescindibles para disminuir los problemas de la agencia entre las partes.

Muchos de los problemas de la agencia están relacionados con la asimetría de la información fundamentalmente de aspectos internos. El emprendedor, conoce acerca de su propia preparación y habilidades, y de la idea del negocio y de su ejecución, más de lo que lo puede llegar a hacer el *Venture Capital*. Kaplan y Strömberg (2004) indican que poca información en cantidad y calidad, de este tipo de empresas puede ser fácilmente observada. Por ello, los VC profundizan en el conocimiento de las cualidades intangibles, tales como la calidad del equipo gestor, su competitividad o la aceptación del cliente.

Sin embargo, en lo referente a los riesgos externos del proyecto que se deben más a la propia incertidumbre del negocio, el *Venture Capital* podrá tener acceso a tanta información disponible en el exterior de la empresa como la que puede llegar a disponer el emprendedor (Kaplan y Strömberg, 2004).

La hipótesis de partida es considerar que una compañía liderada por un emprendedor se encuentra buscando financiación para poner en marcha un proyecto que supone una oportunidad de inversión y si no alcanza pronto la financiación para iniciar e impulsar el proyecto, la oportunidad se diluirá. Se asume que el emprendedor conocerá más del valor de su proyecto que el potencial inversor (equipo de profesionales del *Venture Capital*).

El emprendedor obtendrá la financiación del VC fundamentalmente través de la adquisición de acciones de la compañía por lo que éste se convertiría en socio del emprendedor. La dificultad principal en la fase de captación de la financiación suele ser si el emprendedor va a ser capaz de transmitir al VC toda la información necesaria, para que éste adopte una decisión de inversión positiva en función del riesgo percibido y del que esté dispuesto a asumir. Así como que considere realista el retorno esperado de su inversión.

Las empresas tienen un conjunto de información que es difícil traducir y convertir en información asumible, entendible e interpretable por el mercado y por los inversores. La asimetría se produce porque el VC no conoce toda la información que hay dentro de la empresa y dispondrá de menos información que el emprendedor para la toma de decisiones y además no se fía que no se lleguen a producir comportamientos oportunistas en algunos casos.

Este déficit de información puede ser voluntario por parte de los emprendedores. Estos toman la decisión conscientemente de no transmitir parte de la información de la que disponen al VC (podría ser por cuestiones de confidencialidad). También, el déficit puede ser por causas involuntarias, ya que, aunque hayan decidido comunicar la información, estos no sean capaces de hacerlo con un lenguaje inteligible para los profesionales del *Venture Capital* que evaluarán y tomarán la decisión de inversión.

Por tanto, el VC no es capaz de percibir o interpretar de la mejor manera posible la información de la que se dispone. Educar al VC por parte del emprendedor para que se familiarice con su proyecto es una actividad prioritaria que requiere de recursos, capacidades y tiempo de dedicación.

En la literatura financiera analizada hemos encontrado distintas referencias sobre esta cuestión. Argumentan que las empresas tienen una información muy valiosa, pero que es muy difícil y costoso transmitirla al mercado. Además de que una buena parte de aquella es confidencial, por contener información sobre los pilares estratégicos y de negocio de la empresa. El VC sólo puede observar una parte de las capacidades del emprendedor y de su grado de compromiso con el proyecto.

Además, el emprendedor conocerá las expectativas de retorno para su proyecto, elemento que el inversor desconocerá. Por otra parte, los VC y los emprendedores tendrán diferentes percepciones del riesgo y del retorno que esperan de la oportunidad de inversión, así como de la evaluación del riesgo que supone la inversión en sí misma. También, los emprendedores pueden seguir estrategias dirigidas a enriquecer únicamente su reputación a costa de los intereses de los accionistas, invirtiendo en estrategias, investigaciones o proyectos con alto retorno personal, pero con bajas expectativas de retorno para los accionistas.

Según Jensen y Meckling (1976) cuando las empresas consiguen dinero procedente de inversores de fuera de la empresa, sus gestores tienen un alto incentivo para derrocharlo gastando el dinero por ejemplo en unas instalaciones desproporcionadas, en salarios fuera de mercado o en vehículos. Ya que en ese caso el gestor tendrá un beneficio directo, pero no tendrá que asumir el coste en su totalidad. En estos casos la supervisión del *Venture Capital* hará que la empresa invertida gestione sus propios recursos de una manera más eficiente (Sahlman 1990; Barry, 1994; Gompers, 1995; Amit et al., 1998).

Para Gompers y Lerner (2001) el problema es aún mayor en empresas nuevas de alta tecnología que desarrollan una gran actividad en investigación y desarrollo, con un gran peso de ésta sobre el porcentaje total de gastos de la empresa. Estos autores citan dos tipos de costes de la agencia.

El primero sería cuando estas empresas nuevas de alta tecnología persiguen estrategias comerciales o invierten en ciertos proyectos de I + D que tienen altos rendimientos personales para el emprendedor, pero con unas bajas expectativas de retorno económico para sus accionistas (Gompers y Lerner, 2004). Por ejemplo, un científico convertido en fundador de una empresa podría invertir más en proyectos de investigación básica que le "satisfagan personalmente", sin que luego se pueda llevar dicha investigación a la fase de desarrollo.

Otro tipo común de coste de la agencia ocurre cuando la empresa dispone de información potencialmente perjudicial a sabiendas, pero elige no compartirla con los inversores ni hacer los ajustes necesarios que la información justifica. Por ejemplo, los fundadores de la compañía pueden

ignorar a sabiendas los resultados iniciales de las pruebas de mercado que indican poca demanda de un nuevo producto, y prefieren continuar con la empresa porque reciben importantes beneficios privados a través de la gestión de su propia empresa (Gompers y Lerner, 2004).

Por ejemplo, una empresa biotecnológica podría llegar a invertir en cierta tecnología que reportará un reconocimiento personal al emprendedor (investigador) dentro del mundo científico, pero con nulos retornos para los inversores. También se podría dar el caso de que el emprendedor, tras el lanzamiento del prototipo al mercado, pudiera recibir la señal del mercado de que éste tendrá una muy baja demanda, pero decide continuar con esta estrategia porque él está recibiendo unos importantes beneficios por gestionar su propia empresa. Otro escenario que podría aparecer sería cuando el emprendedor toma una decisión precipitada de lanzarse al mercado con un proyecto pionero para ganarse la reputación de ser el primero en llegar, a pesar del coste que esto podría tener en las ganancias a medio y largo plazo de la empresa y del inversor.

En otras ocasiones, los emprendedores con una información privilegiada y privada, y con grandes beneficios personales, no querrán liquidar un proyecto, incluso cuando tengan información de que éste está teniendo un valor neto negativo para los accionistas.

Los recursos financieros aportados por los *Venture Capital* pueden llegar a tener un efecto perverso, ya que los recursos captados podrían generar una sensación falsa de seguridad, de manera que se viese reducida la necesidad de focalizarse en el cliente y la necesidad de generar ingresos rápidamente. Todo esto forma parte de lo que se le denomina “costes de la agencia” que deben ser soportados por la propia empresa en la que se ha invertido (Gompers, 1995). Además, entre los costes de transacción que hay que asumir se encuentran los relacionados con los costes de la búsqueda del proyecto, de su análisis, la negociación, la redacción y hacer cumplir el contrato entre las partes, etc., que serán mayores cuando el futuro sea más impredecible (Park y Steensma, 2012).

Gompers (1995) obtiene en su estudio unos resultados que demuestran que los costes de agencia esperados aumentan cuando los activos son menos tangibles y más específicos, así como cuando las expectativas de crecimiento se incrementan. Si la asimetría de la información no existiese, el coste de la información sería irrelevante.

La asimetría de la información es más acusada en las primeras fases de desarrollo de un proyecto, dado que existe poca información contrastada sobre la empresa (Pintado y García, 2002). La inversión en empresas jóvenes hace que la “gestión” del *Venture Capital* sea muy importante para minimizar los problemas de agencia (búsqueda y selección de los proyectos, revisión del plan de negocio, diseño del pacto de socios, seguimiento, etc.).

Los activos tangibles reducen parcialmente la necesidad de seguimiento de la inversión y de la monitorización del proyecto. Los emprendedores utilizarán y dispondrán de información privilegiada, proveniente de su conocimiento técnico, o tomarán decisiones para demostrar su estatus tecnológico o adoptarán estrategias que podrán entrar en conflicto con los intereses del inversor. Esto hace especialmente difícil para el *Venture Capital* su trabajo de evaluar su potencial desempeño y requiere una técnica y una pericia no únicamente financiera.

En algunos casos, se crea una situación entre el inversor y el emprendedor de conflicto de intereses en la que el *Venture Capital*, como veremos más adelante, podrá utilizar diversas herramientas. Unas

las podríamos calificar como “duras” siendo las principales los derechos de control, reemplazar al emprendedor, las acciones convertibles, etc. (Casamatta, 2000); o bien la vía “blanda” consistente en aportar consejos y monitorizar al emprendedor y su empresa.

Para Du (2009) la opacidad de la información y la asimetría en la información retenida por los fundadores con respecto a los potenciales inversores, convierte el proceso de obtención de la financiación en un reto, lo que afectará a las estructuras de propiedad de las compañías de nueva creación y a la asignación de los derechos de control.

Según Dushnitsky y Lenox (2006) las empresas de los emprendedores tienen información reservada acerca de las perspectivas de futuro que frecuentemente no puede ser observada directamente por el potencial inversor.

Gilson (2006) plantea que el problema de la asimetría de la información, las incertidumbres y los costes de la agencia son debidos a la composición de la cartera de participadas del *Venture Capital* con empresas que se encuentran en las fases tempranas de su evolución. Existirá asimetría a favor del emprendedor, ya que este domina su proyecto y además sus intereses no están alineados con los del inversor (duración de la inversión, su riesgo, etc.) (Gilson, 2006). Incluso cuando el emprendedor esté realmente motivado e implicado con el objetivo de maximizar el valor para el accionista, sigue existiendo una situación de asimetría de la información, lo que supone un riesgo para el inversor lo que motivará el encarecimiento de la financiación conseguida por el emprendedor para su proyecto (Lerner, 2002).

La cantidad de asimetría de información varía en función del tipo de “proyecto” en el cuál se esté analizando la inversión. Así, en una operación en la que el inversor proporciona el capital suficiente para que el emprendedor-empresario compre una línea de producto, una división de la compañía o la propia empresa (*Buyout*), dispondrá de un *track-record* (histórico) del proyecto y de cierta estabilidad del negocio. Además, el emprendedor como gestor también tendrá una experiencia demostrada con un desempeño visible, por lo que existirá una menor asimetría de información.

En este tipo de inversiones, ya que el negocio está en marcha, se requiere proporcionalmente un gran esfuerzo por parte del emprendedor que posee toda la experiencia sobre el sector y conoce el negocio, y exigirá relativamente poco esfuerzo del inversor. El papel típico del inversor será proveer los fondos que necesita el emprendedor, siendo aquél el especialista en esa área de negocio.

Sin embargo, en los casos de inversiones en capital semilla (*seed capital*) o arranque (*startup*), estos proyectos se encuentran en las fases iniciales de desarrollo y tienen un riesgo sistémico significativo. Los retornos de este tipo de inversiones tienen una alta dependencia de la situación económica. Su riesgo sistémico se encuentra en la propia investigación y desarrollo realizado por la empresa, en el desarrollo del producto y de la forma en que esté realizado el estudio y el análisis del mercado. Además, tienen comparativamente más costes fijos que variables, lo que vincula parte de su éxito a la situación de la economía.

A esto se une que tienen poco o ningún *track record* (histórico) de la empresa, con una vida media alrededor de un año (Macdonald, 1992), tienen un solo producto, o a veces ni siquiera lo tienen todavía desarrollado, y no tienen demostrado su potencial y su capacidad de éxito en el mercado.

Las dificultades con las que se encuentran estas empresas surgen como consecuencia de que generalmente, su éxito dependerá en gran proporción de las habilidades, capacidades y la perseverancia del emprendedor. A ello hay que sumar todas las dificultades con las que se encuentran este tipo de compañías para alcanzar el éxito incluidas las inherentes al propio negocio. Por tanto, desde fuera y sin estar dentro de la piel del emprendedor, al inversor le resultará muy complejo hacer una evaluación del emprendedor.

Por tanto, será difícil valorar la propensión al riesgo del emprendedor, sus preferencias no económicas y su capacidad de equilibrar trabajo y ocio. Por ello, será una tarea ardua para el *Venture Capital* evaluar el riesgo de su inversión (Myers y Majluf, 1984). Así, Gompers y Lerner (2001) expresan que las empresas jóvenes están caracterizadas por la incertidumbre y la asimetría de la información.

Williams (2013), explica como los *Venture Capital* focalizan sus inversiones en las primeras fases del negocio. En esas fases tempranas existe una alta asimetría de la información entre el inversor y el equipo del emprendedor e incluso una gran incertidumbre acerca del producto, el emprendedor, el mercado, o una combinación de todos ellos (Rasmussen y Sorheim, 2012).

Dentro de este grupo, particularmente las industrias tecnológicas tienen un grado más alto de asimetría de la información que las no tecnológicas. Un porcentaje significativo de los activos de las empresas tecnológicas serán difíciles de valorar y tendrán significativos costes de selección adversa. Su tecnología suele tener una aplicación única y, por tanto, en caso de no conseguir el objetivo perseguido, se reducen las posibilidades de obtener algún valor en la liquidación, en consecuencia, la aportación del emprendedor será más difícil de ser sustituida (Gompers, 1995). El esfuerzo del emprendedor va a ser difícil de cuantificar y la previsión de los resultados será altamente incierta, lo que dificultará enormemente la redacción del contrato de financiación y la gobernabilidad de la empresa.

Como hemos visto en este apartado, la asimetría de la información existente en los proyectos analizados por los *Venture Capital* va a dificultar enormemente el que estos lleguen a obtener la financiación que están buscando. Para Shane (2003), la incertidumbre y la asimetría de la información entre los emprendedores y los inversores suponen muy a menudo un gran reto a la hora de optar y conseguir cerrar la consecución de la financiación buscada.

En este entorno, si el emprendedor quiere obtener la financiación por parte de un *Venture Capital*, deberá emplear todas sus habilidades y sus conocimientos para tratar de amortiguar la situación de asimetría de información. El emprendedor deberá enviar señales claras y entendibles, tanto de la calidad y viabilidad del proyecto como de sí mismo, desde el punto de vista de sus conocimientos y capacitación, así como de su fiabilidad en cuanto al buen uso de los recursos obtenidos del inversor. Con estas señales enviadas estarían manifestando y comunicando que va a tener en consideración los intereses del VC y que tratará de defenderlos durante el tiempo que dure su relación como financiador.

Si las señales son de calidad, el inversor podrá conocer mejor al emprendedor y su proyecto, de manera que se familiarice con ambos y con su estrategia, pudiendo medir el riesgo de una forma más ponderada. Así, el emprendedor podrá alcanzar la financiación que está buscando y además conseguirá rebajar su coste.

También y dado que va a tener lugar un conflicto de intereses y problemas de la agencia entre los inversores y el emprendedor, Kaplan y Strömberg (2001) indican como el emprendedor deberá transferir una porción de los beneficios generados a los inversores externos a cambio de su financiación para contribuir a mitigar esta situación y que los incentive a asumir los riesgos de la financiación.

Gera (2009) indica que, bajo condiciones de incertidumbre, en las cuales las entidades externas estarán imperfectamente informadas acerca de la organización (la empresa), los agentes externos buscarán las señales que envíen información acerca de su calidad. Basarán sus decisiones en dos aspectos de las señales. Los que recaen en la información directa sobre las capacidades de la organización, y los que se basan en aspectos de la legitimación a través de acciones de entidades terceras. El uso de cada uno de estos aspectos está determinado por las habilidades del emisor para emitir señales y de la capacidad de interpretación del receptor de las señales (Gera, 2009).

Los aspectos informativos de las señales serán los más destacados para reducir la asimetría de información existente entre el emisor y el receptor (Gera, 2009). Los aspectos legitimadores de las señales cualificarán la reputación de la organización hacia el exterior. Derivado de acciones visibles y de decisiones realizadas por terceras partes con respecto a la organización, los aspectos legitimadores de la señal proporcionan un indicador indirecto del emisor, subrayando su calidad (Gera, 2009).

Para Gera (2009), un emisor con un alto nivel de habilidades de señalización, generará más señales, mientras que un “señalizador” con un bajo nivel producirá un menor número de señales. Pero puede ser que el receptor no sea capaz de interpretarlas adecuadamente. Esto puede ser por distintos motivos tales como el no tener una experiencia adecuada, por la falta de capacidad de análisis, por carecer de recursos de atención o puede ser debido simplemente a que el emisor y el receptor hablan lenguajes diferentes (jergas). Así, un receptor tendrá más información potencial que analizar de un emisor con grandes capacidades, independientemente de que la utilidad que este aplique a las señales dependerá de las propias habilidades y capacidades del receptor. Por tanto, un receptor con grandes capacidades de interpretación será capaz de utilizar más de cada señal recibida.

Entonces si por un lado el emisor puede generar únicamente limitadas señales, y las habilidades del receptor para su interpretación son escasas o no existen, entonces el VC adoptará la decisión de no financiar ese proyecto, salvo en el escenario de operaciones realizadas por familiares y amigos en las primeras fases de la empresa (Gera, 2009).

Gera (2009) explica como las empresas maduras pueden emitir un gran número de señales, generando un exceso de información disponible para el análisis del receptor. Sin embargo, pocas de estas fuentes de emisión de señales estarán disponibles en las empresas más jóvenes de reciente creación y que tienen una escasa trayectoria. Así, el receptor interesado en empresas recién creadas estará forzado a confiar más intensamente en los mensajes emitidos por el emprendedor. Esto es debido a que estas jóvenes compañías generalmente tienen pocos logros y muy difícilmente medibles, y además operarán en sectores emergentes las señales emitidas por el emprendedor serán muy difíciles de verificar.

Durante la fase de interacción entre el emisor (emprendedor) y el receptor (*Venture Capital*) la situación de información asimétrica puede ser causada tanto por omisión como por tergiversación, lo cual puede entorpecer el intento de la compañía de creación reciente de atraer los recursos

necesarios de terceros. Por ello, el VC deberá buscar señales alternativas. Cuando los inversores no pueden establecer el valor de una empresa de nueva creación por sus acciones, ellos buscarán señales alternativas acerca de su calidad (Gera, 2009).

Tal como ya hemos explicado los VC cuentan con recursos limitados para seleccionar oportunidades de inversión para su evaluación, por ello Gera (2009) afirmó que las compañías de reciente creación necesitan enviar señales legitimadoras a los VC si quieren superar satisfactoriamente la fase de filtro previo “*screening*”. Estas señales legitimadoras conferirán el estatus o la reputación de un tercero ajeno al “señalizador” (emisor). Así, la empresa de nueva creación candidata en busca de financiación se beneficiará de la reputación del referente social (prestigio). Otros estudios han demostrado (Shane y Cable, 2003) el papel significativo de los contactos sociales en el incremento de las oportunidades de éxito en este proceso. Gera (2009) corroboró en su estudio la teoría de que utilizar referentes sociales para enviar las solicitudes de financiación es una señal que transmite legitimación, demostrando que es especialmente importante en las fases iniciales de selección durante el proceso de financiación por parte de un VC.

Gera (2009) explica además como uno de las principales herramientas que utilizan estas empresas para proporcionar información durante el proceso de solicitud de financiación es el envío a los inversores de documentación, tal como un plan de negocio o un resumen ejecutivo. La efectividad de estas señales dependerá de la credibilidad inherente al señalizador (emisor-emprendedor). Por ello, diversos estudios sugieren que la composición de los escalafones superiores de la empresa (equipo directivo, consejo asesor, consejo de administración) sirve como una fuente y una señal de legitimación frente a los potenciales inversores. Incluir en la documentación enviada por el emprendedor un currículum con la trayectoria de estas personas, reforzará la imagen y la credibilidad de la empresa y servirá para reducir la asimetría de la información.

Gera (2009) concluye que las organizaciones con unas relativamente bajas capacidades para interpretar las señales tienen más probabilidades de confiar en los aspectos legitimadores de las señales a la hora de tomar sus decisiones; y las organizaciones con altas capacidades sus interpretaciones estarán más influenciadas por los aspectos informativos de las señales.

Los autores Amit et al. (1998) se preguntan la razón de la existencia de los *Venture Capital* y plantea como principal hipótesis el hecho de que han desarrollado habilidades especiales para seleccionar y monitorizar proyectos de emprendimiento. Así, los *Venture Capital* son intermediarios financieros con una ventaja competitiva sobre otros financiadores, como es el trabajar en entornos donde la información asimétrica es importante. Ese es su nicho de especialización de la actividad profesional.

Están especializados en realizar inversiones en entornos con información asimétrica, aunque no pueden eliminarla. Tendrán más sentido en entornos donde su experiencia en seleccionar y monitorizar inversiones les reporta una ventaja competitiva. Esta ventaja va a ser más relevante en sectores como la biotecnología o las tecnologías de la información, que en otros como la restauración o el comercio minorista, lo que explica la concentración de sus inversiones en ciertos sectores.

No obstante, los *Venture Capital* dentro de los sectores donde tienen ventaja, prefieren proyectos en los que los costes de seguimiento sean menores y el efecto de la asimetría sea menos severo. Por eso prefieren proyectos con un cierto recorrido histórico, que financiar empresas en fases más

embrionarias. Perciben la asimetría como un coste, aunque éste sea menor que para otro tipo de inversores.

Gompers y Lerner (2001) indican que los *Venture Capital* desempeñan un papel importante en minorar los conflictos de la agencia entre el emprendedor y los propietarios del capital, que deciden ceder su gestión a un *Venture Capital*. Han evolucionado como un importante intermediario financiero, facilitando financiación a empresas que por otras vías tendrían dificultades. Estas empresas frecuentemente tienen un tamaño pequeño y nuevas características que les otorgan un alto grado de incertidumbre y una gran diferencia entre lo que saben acerca de ellas el emprendedor y el inversor.

Además, estas empresas tienen pocos activos tangibles y operan en mercados donde se producen cambios muy rápidamente. Los *Venture Capital* financiarán estos proyectos de alto riesgo con la expectativa de obtener unos potenciales altos retornos de su inversión, proporcionando financiación que se convertirá en participaciones de la empresa (*Equity*) o en préstamos convertibles o participativos.

Para Sahlman (1990) la industria del *Venture Capital* ha desarrollado procesos operacionales y prácticas contractuales bien adaptadas a entornos caracterizados por la incertidumbre y asimetrías de la información entre el principal y los agentes, estando sus profesionales muy involucrados en las empresas en las que invierten.

Según Scarlata (2011), en lo que concierne a los VC, los investigadores han argumentado que la cuestión más importante que caracteriza la actividad de los VC es el significativo nivel de asimetrías de información entre el principal (el VC) y el agente (el emprendedor) (Sahlman, 1990; Amit et al., 1993; Amit et al., 1998). Desarrollando un modelo formal de actividad inversora del VC, Amit et al. (1998) muestran que los VC son principales que llegan a estar cualificados en la selección de buenos proyectos en entornos con información oculta y son buenos en la monitorización y asesoramiento de agentes que de otra manera serían vulnerables a los problemas de riesgo moral. Gracias a sus habilidades en la reducción de las asimetrías de información, los VC pueden resolver los problemas relacionados con la apropiabilidad y fiabilidad de la información proporcionada por las empresas en mercados con información imperfecta. Esto les permite tener una ventaja competitiva y de este modo obtener retornos superiores (Scarlata, 2011).

Más particularmente, la asimetría de la información surge de la separación entre la propiedad y el control tal como fue previsto por Jensen y Meckling (1976). La teoría de la agencia sugiere que a mayor ventaja debida a la información poseída por los miembros de dentro de la organización, más grande será el daño que resultará a los propios intereses del principal que fracasará en su detección. Más aún, a mayor conflicto de intereses, mayor será el incentivo para comportarse de manera oportunista. Todo esto conduce al VC al establecimiento de disposiciones contractuales con el objetivo de minimizar la probabilidad de tener comportamientos oportunistas y conflicto de intereses del lado del emprendedor (Scarlata, 2011).

Chan (1983) enfatiza el rol del VC en mitigar los problemas de selección adversa en el mercado donde se encuentran los emprendedores y muestra como la selección adversa está derivada de la ausencia de VC informados. En cambio, la presencia de inversores (VC) informados alivia este

problema, incrementando la eficiencia informativa del mercado y redistribuyendo la riqueza de los propietarios de malas empresas a aquellos con las buenas (Tyebjee y Bruno, 1984).

Los *Venture Capital* son vistos por muchos como una solución del mercado para la financiación de la innovación (Hall, 2002). Esto se debe principalmente a su habilidad y capacidad para gestionar la asimetría de información contenida en las empresas innovadoras (Hall y Lerner, 2010), ya que cuentan con profesionales que son capaces de evaluar el riesgo y el potencial retorno (Lerner, 1995; Kaplan y Strömberg, 2003); también pueden minimizarlo realizando una inversión por fases, estableciendo cláusulas de control y derechos de propiedad. Su capacidad para gestionar la asimetría de la información les da mayor capacidad para realizar inversiones en empresas tecnológicas que otras formas de financiación (Arqué-Castells, 2012).

Los *Venture Capital* juegan un importante papel en la financiación de nuevas empresas, como una llave del desarrollo tecnológico y económico (Li y Zahra, 2012). Actúan como impulsores del proceso para llevar las invenciones desde el laboratorio hasta el centro de producción y de ahí hasta el consumidor (Bygrave y Timmons, 1992; Hellmann y Puri, 2000; Engel, 2002; Sorenson, 2007). Por ello los *Venture Capital* tienden a invertir en aquellas empresas que cuenten con invenciones que, tras cierto desarrollo del producto, puedan generar retornos (Arqué-Castells, 2012). Incluso, como veremos más adelante, existen evidencias que sugieren que las empresas que cuentan con la financiación de un *Venture Capital* son más innovadoras, aceleran la velocidad con la que llegan al mercado y crecen más rápido que sus empresas comparables (Kortum y Lerner, 2000; Hellmann y Puri, 2000; Boadway et al., 2007)

El *Venture Capital* asume el papel de inversor informado. Poseerá un conocimiento superior que el resto de inversores y fuentes de financiación, especialmente en un tipo de sector de actividad, y con las capacidades necesarias para una mejor selección de las oportunidades de inversión. Esto además proporcionará una importante motivación a los emprendedores al convertirse en una señal de “selección positiva de su proyecto” (efecto del prestigio – reputación).

Para Rosenbusch et al. (2013), el *Venture Capital* previamente a materializar una inversión realizará una evaluación (*Due*) de la empresa. Por tanto, la inversión del *Venture Capital* servirá como señal positiva para otros agentes que deben facilitar la consecución de los objetivos de la empresa (clientes, proveedores, empleados, otros financiadores, etc.)

Para Black y Gilson (1998) los *Venture Capital* proporcionan asistencia en la gestión, seguimiento y control, además de capital reputacional con terceros. Los gestores profesionales con talento tendrían más posibilidades de incorporarse a la compañía, ya que la participación del *Venture Capital* envía una señal de credibilidad del proyecto; los proveedores estarán más dispuestos a proporcionar crédito a la nueva empresa y los clientes se tomarán más en serio las características, prestaciones y fiabilidad de los productos. Por tanto, el emprendedor también debe evaluar la credibilidad del propio *Venture Capital*, tanto en la calidad de las aportaciones no financieras (seguimiento, control, etc.) así como la calidad del capital reputacional (efecto del prestigio).

De la revisión bibliográfica se sugiere que, en entornos de incertidumbre, los *Venture Capital* pueden crear un valor en sí mismos, desarrollando unas habilidades especiales para la búsqueda, selección de las inversiones y su posterior organización interna, monitorizando y siguiendo las mismas con el

conocimiento suficiente para controlar sus decisiones (Gompers, 1995; Amit et al., 1998; Kaplan y Strömberg, 2001; Baum y Silverman, 2004).

Los *Venture Capital* pueden seguir estrategias para cubrirse en cierta manera contra los riesgos resultantes de la propia incertidumbre diversificando y sindicando sus inversiones (Manigart et al., 2006). Mientras que estas herramientas pueden ayudar a mejorar los resultados de los *Venture Capital* como inversores, el debate por parte de los investigadores también aborda el hecho de si las propias empresas que han recibido la inversión pueden obtener algún tipo de beneficio.

Estas empresas podrán beneficiarse de los recursos inherentes al propio *Venture Capital*, incluido su red de contactos (*networking*) ejerciendo una influencia positiva y añadirán valor (MacMillan et al., 1988; Sapienza, 1992; Gompers, 1995; Kaplan y Strömberg, 2004).

Los *Venture Capital* responden a esta situación especializándose en la búsqueda, selección y seguimiento de los proyectos, dentro de determinados sectores de actividad o bien en diversos estados de madurez de las empresas. Con el objetivo de explotar de una forma más óptima su conocimiento y experiencia técnica, y supervisar y controlar mejor sus inversiones (Barry, 1994).

Gracias a esa especialización los *Venture Capital* también van a ofrecer consejos a esas empresas pequeñas y jóvenes, para ayudarles a superar las dificultades de los inicios; debidos a su falta de conocimiento y experiencia sobre el mundo de los negocios, empujando con habilidad para que una buena idea se convierta en una empresa con beneficios (rentable) (Boadway et al., 2007).

La especialización que van alcanzado les convierte en inversores informados y con habilidades que les capacitan para reducir los costes de la agencia existentes entre los emprendedores y los inversores (Chan, 1983; Amit et al., 1998; Casamatta, 2002). Además, proporcionan una gran cantidad de *inputs* no financieros a lo largo de la duración del periodo de su contribución financiera participando en el accionariado (Chan, 1983; Sahlman, 1990; Sapienza et al., 1996).

Sorensen (2007) indica que los emprendedores en el supuesto de poder elegir, preferirán inversores especializados y con experiencia porque serán más valiosos para ellos y su empresa. Además, tendrán una mayor habilidad para trabajar con los emprendedores y serán capaces de influir positivamente y con una mayor intensidad en ellos.

Precisamente veremos más adelante lo que los *Venture Capital* pueden aportar a los proyectos, siendo la definición y la valoración de esa contribución parte fundamental de los objetivos de este trabajo.

2.3.3.1. Manifestaciones de asimetría durante el proceso inversor.

Dentro de este apartado veremos cómo se va a ir manifestando a lo largo de las distintas fases que componen el proceso inversor el escenario de asimetría de información y del comportamiento oportunista. En el ámbito de la relación del VC con el proyecto, podemos distinguir tres momentos en los que las decisiones que se deberán tomar son muy importantes y, por tanto, la existencia de asimetría de la información será muy negativa para el inversor.

El primero de ellos será el momento en el que el inversor debe adoptar la decisión de invertir o no en el proyecto, el segundo sería una vez realizada la inversión se abre un periodo en el que serán muy importantes las decisiones que vaya adoptando el emprendedor, como máximo responsable en la gestión de la compañía, y el tercero sería la fase en la que el VC debe ejecutar su desinversión.

Partiendo de la premisa de la existencia de asimetría de información a lo largo de todo el proceso del VC (Ramón, 2011), mencionaremos las más significativas:

- **Asimetría en la fase previa a la inversión:** Antes de realizar la inversión, la selección de aquellas empresas que prometen elevados beneficios se convierte en una tarea difícil para el gestor de capital riesgo, debido a la diferente información que sobre ella poseen empresario y gestor (Sahlman, 1990). Ante esta situación de asimetría informativa, el gestor se enfrenta a un problema de selección adversa (Sahlman, 1990; Cumming, 2006), más acusado cuando la empresa se encuentra en sus fases iniciales de desarrollo (Sahlman, 1990).

Para comprender en qué medida empresarios y gestores pueden poseer diferente información sobre la empresa no es suficiente con identificar aquellas características de la compañía que son obviamente conocidas por el gestor, como su etapa de desarrollo o la industria en la que opera (información cuantitativa), sino que existen otras características cualitativas que son difícilmente identificables por los gestores, como las cualidades e inteligencia del empresario, sus habilidades de gestión y su capacidad de esfuerzo (Cumming, 2006).

Por tanto, el riesgo de selección adversa existirá en diferentes grados en función de las características empresariales que el gestor del *Venture Capital* sea capaz de identificar (Cumming, 2006). El escenario de asimetría se acrecentará por la existencia de poca información contable acerca de la empresa.

Durante la generación de oportunidades de inversión (*Deal origination*) una estrategia para ayudar a disminuir la asimetría sería centrar los esfuerzos de inversión en aquellos proyectos que vengán recomendados o referenciados. Estaríamos asumiendo que la calidad de la fuente de la oportunidad de inversión sería una aproximación bastante buena sobre su calidad, que a priori es desconocida. También es adecuado emplear métodos proactivos para disminuir la asimetría tales como la participación en foros, conferencias, contactando con otras entidades, con consultores, etc. (Tyebjee y Bruno, 1984).

Ya en la fase de evaluación (*Deal screening*), el hecho de que el emprendedor quiera captar la mayor cantidad de dinero y en las mejores condiciones posibles creará el caldo de cultivo para que el emprendedor tenga la tentación de manipular la información que suministrará al VC. El principal solicitará al agente la mayor cantidad de información posible que le aporte criterios de evaluación. En ausencia de esa información perfecta, el VC se tendrá que apoyar en otros indicadores tales como el capital humano, el entorno exterior, el potencial de la operación de inversión, etc. (Tyebjee y Bruno, 1984). Sahlman (1990) explica como los emprendedores solo mostrarán aquello que sea necesario para obtener la financiación, ellos deliberadamente o de manera involuntaria podrán ocultar información y/o hechos relevantes a los VC durante el proceso.

- **Asimetría en la toma de decisión de inversión:** La falta de información puede hacer que se tome una inadecuada decisión de inversión que no reporte los retornos esperados. Además, si la decisión de inversión se efectúa bajo una valoración inadecuada de la compañía, aunque no tendrá repercusiones negativas para la empresa ni para su futuro, sí la tendrá para los antiguos accionistas, pero fundamentalmente para los nuevos (Myers y Majluf, 1984).

Una importante herramienta de la que disponen los inversores para disminuir la asimetría de la información en esta fase es realizar una inversión sindicada³⁷. La sindicación consiste en un grupo de inversores invirtiendo al mismo tiempo, repartiéndose entre ellos el riesgo existente.

La sindicación es la inversión simultánea de al menos dos *Venture Capital* diferentes en la misma empresa y en la misma ronda de inversión (Bygrave, 1987; Lerner, 1994; Brander et al., 2002; Dimov y De Clercq, 2007). Esta estrategia de inversión dependerá de las capacidades de *networking* de los profesionales del *Venture Capital* para acceder a esos contactos con coinversores. Además, la sindicación es un importante mecanismo para mitigar la asimetría de la información entre los inversores que ya están dentro de la empresa y los nuevos que entrarán, servirá para mitigar la asimetría frente a futuras rondas de inversión.

Puede darse la situación en la que un inversor que ya esté en el accionariado (*lead Investor*) lidere desde dentro a los que se incorporan y acompañe en la inversión (*inside investors - outside investors*). Los coinversores deben compartir y generar habilidades complementarias para mitigar los costes de la selección adversa.

Brander et al. (2002) indica que hay dos motivos fundamentales para la sindicación: la selección de proyectos, de manera que se pueda disponer de una segunda opinión acerca de la calidad del proyecto, y las habilidades complementarias de gestión del grupo durante la fase de seguimiento tras la realización de la inversión.

En este sentido, la sindicación permite también compartir riesgos y aunar esfuerzos acumulando un mayor *expertise* en la fase de selección del proyecto y en la de seguimiento y soporte (Lerner, 1995; Brander et al., 2002).

Una vez que la oportunidad de inversión ha sido evaluada como viable, la operación se materializará si el VC y el emprendedor son capaces de estructurar un acuerdo aceptable por ambas partes (*Deal Structuring*) (Iyebjee y Bruno, 1984). El VC tratará de protegerse con los términos del contrato de un comportamiento oportunista por parte del emprendedor.

La relación entre el VC y el empresario se caracteriza por problemas de información asimétrica, producidos por el distinto conocimiento que sobre la empresa poseen cada una de las partes (Sahlman, 1990). Así, una vez que el VC ya participa en la empresa, el empresario tiene incentivos para llevar a cabo acciones oportunistas en beneficio propio y en detrimento de los intereses de los gestores de capital riesgo (Cumming y Johan, 2007). Por ejemplo, el empresario podría no esforzarse lo suficiente en intentar maximizar el valor de la empresa o amenazar con abandonarla a sabiendas de que su presencia es fundamental para el éxito del proyecto (Kaplan y

³⁷ Este factor será tenido en cuenta dentro de nuestro cuestionario desde un punto de vista descriptivo al recabar información acerca del número de VC dentro del accionariado de la empresa en cuestión.

Strömberg, 2004). El empresario también podría vender sus derechos de control sobre la empresa a una tercera parte, por lo que el VC perdería su capacidad de decisión sobre el futuro del negocio, o llegando incluso a maquillar el balance de la empresa con el objetivo de obtener financiación (Cumming y Johan, 2007).

Para intentar solucionar estos problemas el gestor del VC propone establecer un acuerdo con el empresario mediante la firma de un contrato financiero (Landström et al., 2002), que les permita alinear sus incentivos con los objetivos de los empresarios, estableciendo una relación a largo plazo entre ellos (Sapienza y Korsgaard, 1996). A través de los acuerdos alcanzados en el contrato de participación financiera, empresarios y gestores definen sus derechos y responsabilidades (Sapienza y Korsgaard, 1996; Landström et al., 2002), y controlan las tensiones o conflictos que puedan surgir en su relación (Sahlman, 1990; Barney et al., 1994; Landström et al., 2002; Kaplan y Strömberg, 2003).

Muchas investigaciones han trabajado sobre el papel que desempeña el contrato financiero entre el inversor y el emprendedor a la hora de reducir el efecto del coste de agencia y la asimetría de la información entre ambas partes (Sahlman, 1990; Trester, 1998; Hellmann y Puri, 2002).

Para Repullo y Suarez (2004) los problemas de riesgo moral (*moral hazard*) pueden acotarse con la elaboración y firma entre las partes de un óptimo pacto de socios, lo que va a posibilitar el establecimiento de una estructura de “seguridades” óptimas.

Un contrato de pacto de socios entre el *Venture Capital* y el emprendedor es una herramienta necesaria para contribuir a minorar los costes de la agencia y la asimetría de información, debiendo incluir entre otras cláusulas una asignación de los derechos de control (Chan, 1983), una programación de la inversión por fases (Sahlman, 1990; Hege et al., 2003), una sindicación de la inversión (Brander et al., 2002), o un plan de acciones convertibles que incluyan implícitamente una valoración de la compañía variable (Schmidt, 2003; Repullo y Suarez, 2004).

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

Por su parte Braly (2011) explica que cuando la asimetría de la información entre el *Venture Capital* y el emprendedor es más alta, frecuentemente se incluirán en el acuerdo términos más agresivos como los derechos de liquidación preferente³⁸, cláusulas anti dilución e incluso

³⁸ Se trata de un acuerdo en el que se daría prioridad al VC (inversor) para recuperar el capital aportado en casos de liquidación de la compañía o de venta a un tercero.

protecciones frente a una eventual salida como podría ser el establecer un suelo para el valor de su inversión.

Ramón (2011) explica en su estudio como a consecuencia de la Teoría Institucional, existe un alto grado de estandarización de los contratos ya que con el paso del tiempo el contenido de los pactos de socios tiende a estandarizarse. No obstante, la experiencia del gestor financiero es una característica que influye en la elaboración del contrato financiero. El contrato contendrá un mayor número de cláusulas cuanto mayor sea la experiencia de los gestores de los *Venture Capital* y cuanto mayor sea el número de inversores que participan en la operación de financiación. Los gestores sin experiencia tienden a imitar los acuerdos contractuales de los más experimentados a fin de legitimar su posición. También influye en el contenido del contrato la fase de desarrollo en la que se encuentra la empresa participada.

Dentro del pacto de socios se incluirán y regularán aspectos como la inversión por fases, los derechos de control, la valoración dinámica o la posibilidad de sustituir al equipo gestor. Veremos todos ellos con más detalle en el siguiente apartado.

- **Asimetría durante la inversión:** En este caso, Jensen y Meckling (1976) definen el riesgo de agencia como aquel en el que el emprendedor, que desempeña el papel de gestor (agente) adoptaría decisiones contrarias a los intereses de sus inversores; por tanto, éstos deberán tomar medidas para desincentivar esta posibilidad (Fiet, 1995). Se busca minimizar los riesgos de la agencia durante esta fase mediante una frecuente relación y contactos entre el gestor (emprendedor) y el inversor (*Venture Capital*), lo cual proporciona una oportunidad para obtener información y para tener un conocimiento personal acerca del negocio y del equipo que forma el proyecto (Fiet, 1995).

Una vez que el gestor del *Venture Capital* ha valorado positivamente la propuesta y decide realizar la inversión puede surgir uno de los principales problemas de la agencia, el riesgo moral, que se produce cuando el empresario utiliza información desconocida para el gestor o lleva a cabo acciones ocultas para el mismo con la intención de beneficiarse a su costa.

Estos conflictos se deben a que el emprendedor tiene incentivos para llevar a cabo acciones oportunistas que favorezcan su función de utilidad en detrimento de los intereses del VC. El emprendedor puede no trabajar duro para maximizar el valor de la empresa, amenazar con abandonarla sabiendo que su presencia es vital para el éxito del proyecto (Kaplan y Strömberg, 2004), vender sus derechos de control a terceros que podrían tomar decisiones contrarias a los intereses de los propios gestores, maquillar el balance de la empresa con el objetivo de obtener financiación (Cumming, 2006) e incluso aprovecharse de vacíos o lagunas en los contratos para, una vez realizada la inversión, intentar lograr ventajas forzando al gestor del *Venture Capital* a renegociar el contrato.

Barney et al. (1994) clasifican estas acciones oportunistas en dos categorías. La primera sería el oportunismo de gestión. Este se produce cuando los emprendedores realizan acciones que reducen la riqueza de la empresa, como gastar demasiado dinero en actividades de I+D o disfrutar de salarios elevados. La segunda sería el oportunismo competitivo. Este tiene lugar cuando los emprendedores realizan acciones que reducen el beneficio del VC, como por ejemplo

abandonar la empresa para establecer una nueva compañía competidora, divulgar la tecnología propia o aconsejar y asesorar a la competencia.

Otra situación aparece cuando el emprendedor en su gestión de la empresa tiene que enfrentarse a nuevas situaciones de incertidumbre. El emprendedor estará “informado” acerca de su capacidad para afrontar y gestionar la situación. Sin embargo, el *Venture Capital* estará totalmente desinformado ya que no sabrá nada acerca de su habilidad real para solventar la situación planteada, pues no tiene experiencia demostrada al respecto (Kaplan y Strömberg, 2004).

Establecer **mecanismos de compensación (incentivos)** para el emprendedor, en función de su desempeño ayudará a desincentivar comportamientos oportunistas y alinear intereses, incluso se podría llegar a premiar al emprendedor en la medida en que el *Venture Capital* logre una desinversión de mayor o de menor éxito.

- **Asimetría en la fase de desinversión:** La capacidad para realizar desinversiones exitosas es el fundamento de la actividad del *Venture Capital* (Sahlman, 1990; Gompers y Lerner, 2001). La desinversión puede ser total o parcial. En el momento de la desinversión puede existir también una importante asimetría de información entre el vendedor (inversor-*Venture Capital*) y el comprador. En ese caso, una desinversión parcial en la que el vendedor conserve temporal y parcialmente una parte de sus acciones en la empresa se interpretará como una señal positiva de la calidad de la empresa. La desinversión parcial será más frecuente a medida que se incrementa la asimetría de información (Cumming y MacIntosh, 2003); en consecuencia, una desinversión parcial típicamente está asociada con un mayor riesgo.

La hipótesis será suponer que un inversor querrá salir de la compañía participada (desinvertir) cuando el valor marginal que haya previsto que pueda llegar a alcanzar como resultado del esfuerzo del propio inversor para un periodo determinado, es menor que el coste proyectado de realizar ese esfuerzo. En una desinversión parcial, el inversor puede llegar a perder total o parcialmente sus derechos de control sobre las participaciones y la gestión de la empresa. El poder del *Venture Capital* para ejercer su influencia en la compañía se verá diluido, en consecuencia, se reduce la influencia que podría ser empleada en implantar disciplina en el control y la gestión de la empresa para maximizar su valor.

Disminuir la inversión parcialmente no suele ocasionar que se vean disminuidos los costes de mantenimiento en la misma proporción, ya que son costes relativamente fijos, y no suelen ser proporcionales al tamaño de la inversión. Por lo tanto, con una desinversión parcial el inversor estaría renunciando a una economía de escala en los costes.

Esperamos que una desinversión parcial sólo tenga lugar en un reducido número de casos, y únicamente cuando los beneficios de mitigar la asimetría de la información al tercero (comprador), así lo aconsejen y sea menor el coste que el beneficio obtenido (Cumming y MacIntosh, 2003)

Cumming y MacIntosh (2003) encontraron una relación positiva entre el grado de selección adversa y la duración de la inversión; además cuando los VC son capaces de mitigar la asimetría de información y los costes de la agencia frente a los potenciales nuevos propietarios tendrán más posibilidades de alcanzar una desinversión exitosa.

Existen abundantes referencias bibliográficas que relacionan la desinversión parcial como una señal al mercado de la calidad de la empresa (Gompers y Lerner, 2001). La señal de calidad se manifestará al transmitir que para el inversor será menos caro y más interesante mantener una proporción de una buena inversión que de una mala.

A continuación, enumeraremos distintos motivos que puede tener el inversor para ejecutar una desinversión parcial:

- Dar entrada en el consejo de administración o en el comité asesor e implicar en la gestión, a un inversor experto y con habilidades relacionadas con la propia empresa.
- Enviar señales al mercado sobre la calidad de la empresa y del *Venture Capital* como gestor. Al recuperar un dinero para poder invertir en más empresas y aumentar y diversificar su cartera de participadas.
- Si aparecen divergencias de criterios entre los distintos inversores o incluso con el equipo directivo y el emprendedor.
- Cuando el inversor está obligado a desinvertir, porque vencen los plazos en los que debe liquidar uno de sus fondos.
- Con el objetivo de captar nuevos fondos. Podría ser una vía para obtener retornos y poder mostrar un histórico de éxitos frente a inversores para recabar más fondos para otras inversiones.
- Mejora de la imagen del VC al enviar una señal de actividad al propio mercado de manera que se pudiese incrementar su *deal flow* y su calidad.

En la literatura financiera se pone de manifiesto cómo diferentes tipos de desinversión están asociados con distintos grados de asimetría de información entre vendedores y compradores, accionistas salientes y accionistas entrantes. Por tanto, habrá un mayor número de casos de desinversiones parciales en las ocasiones en las que los salientes no sean capaces de resolver la situación de asimetría frente a los entrantes. En el trabajo de Cumming y MacIntosh (2003) se concluye que a mayor asimetría de información existe mayor probabilidad de que suceda una desinversión parcial.

Cumming y MacIntosh (2003) analizan la situación en función de los 5 tipos de desinversiones definidos, identificando que sólo afecta a 4 de ellos:

- **OPV**: el problema es la fijación del precio de venta de las acciones. Una desinversión parcial, en la que se quede parcialmente el inversor puede ser utilizada como una ratificación de la equidad del valor. Además, una buena parte de la colocación de las acciones suele hacerse entre minoritarios, que son inversores no cualificados y más expuestos a la influencia de la asimetría, lo que incrementa su desconfianza hacia la operación.
- En una **recompra (*buy-back*)** por parte del emprendedor, la desinversión parcial se suele emplear como una herramienta para financiar al emprendedor, y posibilitar la desinversión, ya que no existe esa asimetría.
- **En una adquisición (*trade sale*)**: El comprador puede ser una empresa que quiera adquirir el proyecto con una finalidad estratégica de fusionar, adquirir un determinado tipo de productos de su catálogo, una determinada tecnología, una cartera de clientes, etc. (vertical u horizontal). En este caso, la empresa adquirente conoce en profundidad el sector y la actividad por lo que suele desinvertirse totalmente, ya que no existiría esta asimetría tan acusada.

- ***Traspaso (Secondary)***: Al quedarse en el accionariado otros accionistas antiguos, se reduce la asimetría enviando una señal positiva, por lo que el inversor (*Venture Capital*) podrá desinvertir el 100% de su participación.

Los autores Amit et al. (1998) llegan a la conclusión mediante la construcción de un modelo formal de la actividad inversora de los VC de que los *Venture Capital* son el principal que atesora unos perfiles adecuados para seleccionar buenos proyectos en entornos con información oculta y, en la fase posterior de monitorización y asesoramiento de los agentes (emprendedores). Gracias a sus habilidades en la reducción de la asimetría de información, los VC pueden resolver problemas relacionados con el uso indebido de la información y la fiabilidad de la información proporcionada por los emprendedores en mercados con información imperfecta. Esto les permite competir con ventajas y obtener superiores retornos financieros.

2.3.3.2. Herramientas para atenuar la asimetría de información.

Las condiciones que regulan la relación entre el VC y el emprendedor cambiaron sustancialmente tras el estallido de la burbuja de las “.com”. Los VC sufrieron una enorme pérdida de valor debido a su incorrecta evaluación “de la información existente y disponible” unido en muchos casos a la aparición de comportamientos oportunistas por parte de los emprendedores. Como consecuencia de esa y otras situaciones los VC han ido incrementado los mecanismos de defensa para proteger su inversión.

Partiendo de que el modelo inversor del VC está basado en la existencia de una severa asimetría de la información (Scarlata, 2011); el papel del VC es mitigar el problema de selección adversa y riesgo moral (Tyejee y Bruno, 1984). La presencia de estos VC “informados” incrementaría la eficiencia del mercado, redistribuyendo los recursos económicos hacia los buenos proyectos, en lugar de a los malos.

Jensen y Meckling (1976) explican como los problemas de la agencia pueden ser reducidos si es establecido un óptimo contrato entre el principal y el agente. No obstante, para elaborar un contrato óptimo el principal necesita llevar a cabo una recopilación de información previa a la inversión seguida por una investigación del agente de manera que tanto la agencia como los problemas de selección adversa puedan ser disminuidos y un mejor contrato pueda ser negociado. En ausencia de información perfecta el VC necesitará mirar a diversos indicadores para entender cuales podrán ser los resultados en el futuro. MacMillan et al. (1987) indican que la selección adversa se puede limitar a través de un amplio proceso de “*Due Diligence*” focalizándose en elementos como el capital humano, la actividad de la organización, elementos del entorno externo o la valoración de la oportunidad de negocio y su potencial.

Por su parte, Sahlman (1990) enumera en su trabajo tres herramientas a emplear por los *Venture Capital*, el empleo de activos financieros convertibles, sindicación de la inversión o diseñar un plan para ejecutar la inversión en distintas fases. Kaplan y Strömberg (2001) proponen los contratos financieros (pacto de socios) como una solución a los conflictos que se puedan generar, además de ir acompañados de un intenso trabajo de selección de los proyectos previo a la inversión y, tras la inversión, realizar una labor de seguimiento y de aportación de consejos.

Además, Kaplan y Strömberg (2001), encontraron como los riesgos internos de un proyecto están asociados con un mayor control por parte del VC, con un incremento del número de salvaguardas en cada ronda de inversión adicional y con más compensaciones en función de las contingencias relativas al comportamiento del emprendedor. Mientras que los riesgos externos están asociados a otorgar a favor del VC más derechos de liquidación preferente (Kaplan y Strömberg, 2001).

Gilson (2003) en su trabajo analiza como minorar los problemas generados por la asimetría, concluyendo que el *Venture Capital* puede utilizar como herramientas: la financiación por fases, la realización de un contrato entre las partes que recoja las reglas del juego incluyendo cláusulas de control, estableciendo mecanismos de incentivos en función del desempeño del emprendedor e incluso en función del resultado de la desinversión para el *Venture Capital*. Añade otro elemento como es el hecho de tratar de mantener y mejorar la reputación profesional del emprendedor y del *Venture Capital*, lo que sin duda repercutirá en una mejor evolución de la empresa y en un mejor retorno para el *Venture Capital*.

En la figura 27 podemos ver esquemáticamente las distintas herramientas utilizadas para disminuir la asimetría de la información en cada una de las fases de la relación entre el emprendedor y el *Venture Capital*.

Figura 27: Herramientas del *Venture Capital* para mitigar la asimetría de información.



Fuente: Elaboración propia

En este apartado explicaremos las principales herramientas de las que dispone el VC destinadas a mitigar el escenario de asimetría de información existente durante la ejecución de su actividad de financiación de los proyectos de los emprendedores.

Además, como veremos en apartados posteriores de este documento, algunas de estas herramientas serán tenidas en consideración al plantear las hipótesis de nuestra investigación, en el diseño del cuestionario, la toma de datos y la descripción de la población y de la muestra.

2.3.3.2.1. Selección de los proyectos.

El examen en la selección de las propuestas de inversión (Sahlman, 1990) y la evaluación previa a la operación (Brady, 2011) es una herramienta primordial en la lucha de los VC contra la asimetría.

Para Ramón (2011), el gestor del VC como experto en el descubrimiento de nuevos negocios de éxito es el responsable de gran parte del proceso de selección de las inversiones, momento clave de todo su proceso de actuación, pues de su éxito depende la continuidad del propio VC. Por este motivo, deben extremar sus precauciones a la hora de evaluar los proyectos recibidos y comprobar la información suministrada por la empresa candidata a ser financiada (Ramón, 2011). En los resultados obtenidos por Ramón (2011) muestran como la intuición del VC juega un papel diferenciador importante en los rechazos de los proyectos, aunque no así en la eficacia del proceso de aceptación.

Los gestores de los VC que evalúan proyectos que se encuentran en las fases iniciales de desarrollo deben ser más exigentes en la aplicación de los criterios de selección de inversiones debido a que se enfrentan a mayores problemas de selección adversa. Este tipo de empresas tendrán mayores problemas potenciales de asimetría ya que aún no están consolidadas y no se dispone de información verificable y comprobable sobre ellas (Ramón, 2011). Esta mayor información asimétrica e incertidumbre que presentan esas empresas que se encuentran en fases iniciales, junto con las presiones miméticas a que se enfrentan los gestores, hace que los que invierten en etapas iniciales tiendan a imitar el comportamiento de los que realizan sus inversiones en etapas maduras (Isaksson et al., 2004).

Con el fin de reducir los efectos negativos de este problema de selección adversa y hacer una correcta toma de decisiones, el gestor realiza un exhaustivo examen de la propuesta. En una primera evaluación, descarta aquellos proyectos que puedan parecer no rentables a priori (Fried y Hisrich, 1994; Gompers, 1995; Wright y Robbie, 1996; Manigart et al., 1998), convirtiéndose el plan de negocio y la información contable en herramientas fundamentales.

A continuación, realiza la *due diligence* y evalúa si la propuesta cumple con toda una serie de criterios que las entidades de capital riesgo tienen en cuenta a la hora de efectuar las valoraciones (Tyebee y Bruno, 1984; MacMillan et al., 1985). Se valora la capacidad del proyecto para alcanzar las tasas de rentabilidad fijadas como objetivo por el VC, la etapa de desarrollo en que se encuentra la empresa candidata (Ramón, 2011) y la viabilidad de la propuesta (Manigart et al., 1998). En definitiva, con el proceso de *due diligence* se pretenden atenuar los problemas de información asimétrica (Wright y Robbie, 1996).

En este proceso el VC no solo solicitará al emprendedor información acerca de la situación patrimonial y financiera de la empresa, sino también sobre sus intenciones futuras y sus posibilidades de desarrollo; siendo importante que el proyecto encaje en la estrategia inversora del *Venture Capital* (Pintado y García, 2002).

Es muy importante realizar un buen análisis del proyecto para recabar toda la información posible que ayude al VC a disminuir la asimetría y dotarle de argumentos para poder tomar una decisión con la mejor perspectiva posible. Las cuestiones a analizar las agrupamos en:

- Cuestiones externas al proyecto
 - Cuestiones regulatorias, entorno macroeconómico, mercado, etc.
- Cuestiones internas al proyecto:
 - Revisión del plan de negocio.
 - Producto, patentes, ventajas competitivas, etc.
 - Calidad del equipo gestor y del emprendedor, su experiencia y su compromiso.
 - Posibilidades reales de desinversión.
 - La opinión de su entorno: clientes, proveedores, etc.
 - Valoración y estimación de la rentabilidad.
 - Otras.

Para Lockett y Wright (2001) las patentes son una evidencia muy positiva a tener en cuenta por los inversores como criterio de evaluación de una inversión.

Alemany y Villanueva (2014) explican como la mayoría de la literatura relacionada con esta cuestión se centra en lo que buscan los inversores en una nueva oportunidad de inversión en la etapa de pre inversión, y no en cómo estos criterios se correlacionan posteriormente con el resultado real de la inversión.

Sin embargo, Alemany y Villanueva (2014) concluyen que los inversores no están actuando irracionalmente y que existe una relación entre estos criterios y el posterior rendimiento de nuevas empresas. Así, es de sentido común concluir que si, de media, se considera que una oportunidad tiene un equipo fundador superior, un mercado potencial atractivo y un producto o servicio altamente calificado; será más probable que esta oportunidad tenga como resultado una nueva empresa exitosa. Estos autores tienen en consideración cuando plantean en su estudio sus hipótesis, la relación de la calidad del equipo emprendedor, la calidad del mercado potencial y la calidad del producto o servicio con el subsiguiente desempeño de la empresa.

2.3.3.2.2. Derechos de control.

Los derechos de control son otro instrumento del que disponen los VC para reducir la asimetría de la información. Black y Gilson (1998) indican que los derechos de control extra, otorgados a los *Venture Capital*, están directamente relacionados con la existencia de problemas de asimetría de información entre el VC y el emprendedor. Gompers (1996) centra su estudio en los derechos de control y analiza cómo éstos pueden atenuar los conflictos entre el gestor de capital riesgo y el empresario.

De acuerdo con Kirilenko (2001), los derechos de control pueden ayudar al VC a vencer los problemas de asimetría de información y además contribuir a que el emprendedor redirija su comportamiento, de manera que su talento se enfoque hacia el éxito comercial. Para Cable y Shane (1997), estos derechos de control son necesarios cuando la confianza entre el empresario y el gestor es nula.

Esta herramienta le permite al VC poder participar en las decisiones más importantes de la compañía. No buscan interferir en las decisiones del día a día del emprendedor. Pero si pretenden que el emprendedor informe, consulte y consensue con el VC las cuestiones estratégicas y aquellos hechos que puedan llegar a afectar de manera dramática al estado de su inversión y que puedan perjudicar unilateralmente sus intereses. De esta manera se pacta que determinadas cuestiones de la empresa deban pasar por el tamiz del VC. En según qué asuntos el VC puede reservarse incluso un derecho de veto sobre determinadas cuestiones que deban someterse a una sesión del consejo de administración (Black y Gilson, 1998).

En ocasiones pueden pactarse unas cláusulas de control progresivas, de manera que cuando la firma va teniendo un pobre desempeño se irán incrementando para el VC sus derechos de voto, sus derechos en el consejo de administración y sus derechos de liquidación, llegando incluso a dar un control completo al VC; pero por otro lado a medida que el desempeño mejora los emprendedores podrían ir obteniendo y/o recuperando progresivamente derechos de control (Kaplan y Strömberg, 2001; Tykvová, 2007).

La seguridad jurídica en el entorno influye en el grado de implantación de esta herramienta. Así, Lerner y Schoar (2005), estudiando las inversiones financiadas por el capital riesgo concluyeron que en un sistema legal de baja calidad, el capital riesgo sustituirá la falta de protección del sistema legal adquiriendo más derechos de control y posiciones mayoritarias en las compañías en las que invierten. Esto supondrá para los emprendedores asumir unos costes más elevados, que podrían llegar a incluir la pérdida de control de su compañía.

Gompers (1996) destaca como gracias a los derechos de control, se producirá una separación entre la propiedad y el control de la gestión, lo que redundará en una mejora de la eficiencia de la empresa.

2.3.3.2.3. Monitorización y seguimiento.

Lerner (1995), Gompers, (1995); Hellmann (1998); Kaplan y Strömberg (2001 y 2004) y Hsu (2004) indican que el seguimiento y el control se convierten en elementos imprescindibles para disminuir los problemas de la agencia entre las partes.

Sahlman (1990) y Gompers (1995) añaden que la monitorización y el control son de vital importancia para el alineamiento del esfuerzo de los gestores de la empresa con los objetivos financieros del VC.

Gilson (2006) examina la relación entre el principal y el agente en un escenario de riesgo moral donde el principal tiene la habilidad de monitorizar las acciones del agente en la ejecución del proyecto. Para ayudar a comprender el papel que desempeñará la monitorización en la relación entre

el principal y el agente se considera que el principal empleará al agente para gestionar el proyecto (Gilson, 2006). El éxito del proyecto dependerá, entre otros factores, del esfuerzo realizado por el agente en su papel de gestor del proyecto. El objetivo del principal será inducir al agente a realizar un determinado nivel de esfuerzo para conseguir maximizar los pagos que se puedan extraer del proyecto (Gilson, 2006).

Si se produjese un escenario donde el principal pudiera observar directamente el esfuerzo del agente, no existirían cuestiones relativas al “riesgo-moral” y el principal podría alcanzar su meta a través de la negociación de un contrato con el agente (Gilson, 2006). Sin embargo, si el nivel de esfuerzo del agente no es observable directamente, entonces el principal tendrá dos elecciones, la monitorización y la incentivación (Gilson, 2006).

En primer lugar, el principal puede negociar con el agente un contrato incentivador basado en los pagos que se puedan obtener del proyecto, este tipo de contratos son utilizados para alinear las acciones del agente con los deseos del principal (Gilson, 2006). Desafortunadamente, el uso de contratos “incentivo” generalmente no llevará a soluciones eficientes de los problemas existentes entre el principal y el agente. Por ello entra en juego una monitorización en la que se tengan en cuenta la identificación de los elementos que muestren señales del esfuerzo del agente. La monitorización podría inducir así al agente a ejercer unos niveles de esfuerzo más altos (Gilson, 2006).

Para los proyectos que están caracterizados por un alto riesgo, donde el agente es estimulado a través de la monitorización a ejercer unos niveles más altos de esfuerzo, tanto el principal como el agente podrán disfrutar de las recompensas del esfuerzo extra a través de un incremento de los retornos del proyecto (Gilson, 2006).

Según Gilson (2006), el coste de esta monitorización debería pasar por el valor adicional creado por la mejora en la precisión de la medición. El uso de la monitorización y de los contratos “incentivo” puede reducir los costes asociados con el riesgo moral existente en la relación entre el principal y el agente. En estos casos, incluso después de contabilizar los costes del esfuerzo adicional, el agente mejorará su parte de riqueza y las rentas que extraiga del proyecto (Gilson, 2006). Factores como el coste y la efectividad de las tecnologías de monitorización, el coste del esfuerzo del agente, el impacto del esfuerzo del agente sobre los pagos del proyecto y el impacto de eventos exógenos sobre los resultados del proyecto, determinarán el mix exacto entre la monitorización y la intensidad de los incentivos (Gilson, 2006).

Gilson (2006) explica como desde el punto de vista de que el principal solo implementará un sistema de monitorización si es en su propio interés, se plantea la cuestión de si el agente será indiferente o contrario al uso de la monitorización por parte del principal. Fried y Hisrich (1994) y Barney et al. (1996) mostraron como los emprendedores en ocasiones valoran el papel del rol de la monitorización y de los consejos y soporte no financiero proporcionado por los VC. Los resultados obtenidos por Gilson (2006) muestran como la monitorización ejercida por el principal nunca inducirá al agente a reducir su nivel de esfuerzo.

Recordar cómo además la inversión por fases incentivará a los emprendedores a facilitar información a los VC, facilitando sus tareas de seguimiento y monitorización (Sahlman, 1990).

Para Tyebee y Bruno (1984), el VC monitoriza activamente el progreso de sus inversiones para implementar actividades correctoras si se reciben señales de un mal desempeño, además cooperarán en un nivel estratégico y de gestión para contribuir con el emprendedor hacia la maximización del desempeño de la empresa.

Scarlata (2011) para explicar las actividades que el VC puede realizar tras la inversión tiene en consideración como los investigadores han puesto su foco en la teoría de la agencia. Por un lado, el VC monitoriza activamente el progreso de las empresas que han financiado de manera que diversas actividades correctoras pueden ser implementadas si son recibidas señales de malos desempeños. Por otro lado, los VC también cooperarán con estas compañías en un nivel estratégico y gestor en la línea de contribuir con el emprendedor hacia la maximización de los resultados de la empresa (Scarlata, 2011).

Las actividades de monitorización y seguimiento se podrían realizar bajo un canal formal, por ejemplo, según Lerner (1995) a través de la participación en los consejos de administración.

Para Rosenstein (1988), bajo condiciones óptimas, el Consejo de Administración es un lugar donde las contribuciones de valor añadido de algunas compañías de VC pueden jugar un papel constructivo que es apreciado por los gestores. Por otro lado, también puede ser un lugar caracterizado por la tensión y la frustración, donde VC inexpertos traten de dirigir la estrategia o donde se produzca un enfrentamiento con los gestores que han fallado en su misión de conseguir los resultados recogidos en el plan de negocio (Rosenstein, 1988).

Barney et al. (1989) exponen como a mayor nivel de riesgo debido al propio negocio o a la agencia, más alto será el nivel de seguimiento formal que realice el VC, el cual será normalmente realizado por el VC a través de su asiento en el consejo de administración, teniendo además un poder de voto durante estas reuniones oficiales. Esto está en la línea de los resultados alcanzados por Jensen y Meckling (1976) o Fama y Jensen (1983), quienes afirman que el Consejo de Administración es un mecanismo utilizado por los propietarios que no participan en la gestión de la empresa para detectar y corregir los problemas de la agencia.

Lerner (1995) también encuentra que la representación de los VC en los Consejos es más fuerte cuando las necesidades de supervisión son más altas, por ejemplo, cuando los riesgos de la agencia son considerados como severos. Así por ejemplo, cuando MacMillan et al. (1988) preguntaron a los VC acerca de su implicación en diversos tipos de actividades que podían realizar tras ejecutar la inversión, su participación en el consejo de administración fue la más valorada.

Rosenstein et al. (1993) utilizaron el mismo esquema de clasificación para las actividades, pero en esta ocasión desde el punto de vista del emprendedor. Así, se pidió a los emprendedores que evaluarán 17 tipos de actividades distintas que podía realizar el VC tras la inversión, eligiendo la “participación en los consejos de administración” como la más útil.

Sapienza y Korsgaard (1996) utilizaron un esquema ligeramente diferente para clasificar las actividades del VC, diferenciando entre su importancia y efectividad, siendo examinadas tanto desde la perspectiva del emprendedor como del VC. El principal hallazgo fue que su participación en el consejo de administración fue valorada como la actividad más importante, y también como la actividad donde los VC fueron evaluados como los más efectivos, con una media de puntuación de 8 sobre 10.

Fried et al. (1998) en el estudio que realizaron con los VC de los Estados Unidos obtienen como resultado que los Consejos de las empresas financiadas por los VC son mucho más activos que los consejos de administración tradicionales, indicando además como quizás la teoría de la agencia sea el principal motivo que explique esta activa involucración.

Clarysse et al. (2007) indican como generalmente las nuevas empresas tecnológicas disponen de pocos recursos, por lo que los accionistas fuera del ámbito del equipo fundador pueden desempeñar un rol importante en el acceso a los recursos externos críticos. Realizan un estudio con 140 empresas de nueva creación tecnológicas de la región de Flandes evaluando si los miembros del consejo de administración tienen o no atributos complementarios o sustitutivos a los del equipo fundador. Los resultados obtenidos por Clarysse et al. (2007) muestran que empresas de este tipo con accionistas externos tienen más probabilidades de crear Consejos con miembros externos que tengan habilidades complementarias a las del equipo fundador. Además, la composición de los consejos de administración en las grandes empresas es diferente a la que tienen en las pequeñas y medianas. De hecho, en las pequeñas y medianas empresas participan y se comprometen menos en las actividades de monitorización pero actúan más como consejeros de los gestores (Clarysse et al., 2007).

Más allá de las funciones de monitorización y seguimiento para Clarysse et al. (2007), los roles que pueden desempeñar los miembros del consejo de administración incluyen asesoramiento y consejos, la aportación de legitimidad o la actuación como un canal de comunicación y de acceso a recursos. Así, para una empresa recién creada con recursos limitados, un consejero externo tiene el potencial de ser un excelente vehículo para el acceso a recursos escasos o estratégicos.

También, una herramienta útil es el establecimiento de mecanismos para mantener una relación informal para la obtención de información (Li y Zahra, 2012).

Según Braly (2011) repetidas interacciones entre el principal y el agente contribuyen decisivamente a reducir la asimetría de la información.

La relación de cooperación entre los *Venture Capital* y los emprendedores es necesaria para el éxito de las compañías invertidas por los *Venture Capital*. Bygrave y Timmons (1992); Sapienza y Korsgaard (1996) y Cable y Shane (1997), destacan que es incluso más importante para alcanzar el éxito que el capital en sí mismo.

Se ha identificado que la distancia física entre el *Venture Capital* y el emprendedor es importante. A pesar de los avances en las telecomunicaciones, los *Venture Capital* tienden a invertir en empresas que estén localizadas cerca (Lerner, 1995) para promover esa relación informal y además será más fácil realizar su seguimiento, monitorización, colaboración y gestión de la inversión.

Está demostrado que una buena relación proporciona beneficios significativos. Sin embargo, la cooperación no suele caracterizar todas las relaciones entre los *Venture Capital* y los emprendedores (Sahlman, 1990), entrando en juego los riesgos de la teoría de la agencia (Fiet, 1995). Por tanto, aparecen riesgos cuando el principal (*Venture Capital*) se encuentra negociando con el agente (emprendedor) y debe utilizar todos aquellos recursos que le permitan reconducir y/o forzar a los emprendedores a colaborar.

Por ejemplo, puede utilizar aquellas penalizaciones que previamente se hayan incluido en el pacto de socios, como la dilución de su participación en el capital por comportamientos defectuosos o deficientes (Sahlman, 1990), la sustitución del emprendedores por un gestor profesional (Barney et al. 1994), a través de estructuras de compensación (Sahlman, 1990) o con mecanismos de control o derechos sobre la propiedad de las acciones (Kaplan y Strömberg, 2004).

2.3.3.2.4. Sindicación (Coinversión).

Sorenson y Stuart (2001) explican como las empresas nuevas frecuentemente obtienen financiación de sindicatos de inversores, lo que implica que reciben fondos de más de una firma de VC, incluso en ocasiones se produce dentro de la misma ronda de financiación. Una operación de sindicación se produce cuando dos o más VC comparten una ronda de financiación (Böhner, 2007).

Es decir, aportan sus fondos para financiar la empresa de manera simultánea. Lo normal es que en una operación de coinversión aparezca la figura del inversor líder (*lead investor*) que suele coincidir con aquel VC que aportará un mayor volumen de dinero y/o experiencia y conocimiento en el tipo de inversión concreta a realizar y su sector de actividad. Este inversor líder ejercerá la función de coordinar al resto de los VC que participen en la operación como coinversores (*co-investors*).

Las empresas de VC proporcionan financiación a empresas de nueva creación con un elevado componente tecnológico (Du, 2009). Para reducir los altos riesgos asociados con la inversión en este tipo de empresas, las compañías de VC pueden optar por syndicar sus inversiones (Du, 2009). La sindicación se forma cuando diferentes VC coinvierten en una ronda de financiación en una compañía (Du, 2009), siendo muy común entre los VC. Por ejemplo, alrededor del 60% de las empresas de nueva creación financiadas por VC han recibido al menos una ronda de financiación sindicada en las últimas dos décadas en los Estados Unidos (Du, 2009).

Fluck et al. (2005) sugirieron que la sindicación de las inversiones de los VC puede aliviar los problemas de la agencia entre el VC y el emprendedor.

Lockett y Wright (2001) plantean que detrás de una operación de sindicación hay dos hipótesis, compartir el riesgo que supone la inversión y poder acceder a un conocimiento adicional para proporcionar una mejor monitorización y mentorización.

Bygrave (1987); Brander et al. (2002) y Manigart et al. (2006) indican que los VC tienen dos motivos para syndicar. Uno desde el punto de vista de mitigar los riesgos de la inversión. El otro, basado en los recursos disponibles, donde los VC podrán tener a su alcance unos recursos escasos adicionales a los que solo se podría acceder a través de las operaciones de sindicación.

Según Sorenson y Stuart (2001) son varios factores los que justificarían esta práctica. Por ejemplo, permite una diversificación del riesgo al invertir menores cantidades de dinero en un mayor número de compañías; atenúan los efectos de la asimetría de la información entre el inversor inicial y los inversores de las rondas que se producen más tarde (Admati y Pfleiderer, 1994), y multiplican las habilidades para evaluar las inversiones gracias a la coalición que se produce entre varios VC (Lerner, 1994).

Con independencia de los motivos de cada uno para sindicarse, lo que se crea es una fuerte relación que permite expandir la distancia a la que viaja la información dentro de la comunidad existente entre los distintos VC (Sorenson y Stuart, 2001). Así, cada vez que un VC entra en un sindicato, esto desarrollará nuevas relaciones con esos VC o fortalecerá las ya existentes. Esto permitirá conocer las capacidades de otros colegas, lo que ayudará a que un VC pueda realizar inversiones de la mano de otro VC con el que ha entablado relaciones y del que tiene referencias, bien lejos de su ubicación geográfica o bien fuera de su foco sectorial de inversión (Sorenson y Stuart, 2001).

Por tanto, la sindicación es una poderosa forma para ampliar el foco de inversión geográfico y sectorial de los VC, creando una densa red de contactos entre las firmas de VC que permite la difusión de la información más allá de los límites geográficos y sectoriales, disminuyendo así los problemas de selección adversa (Sorenson y Stuart, 2001).

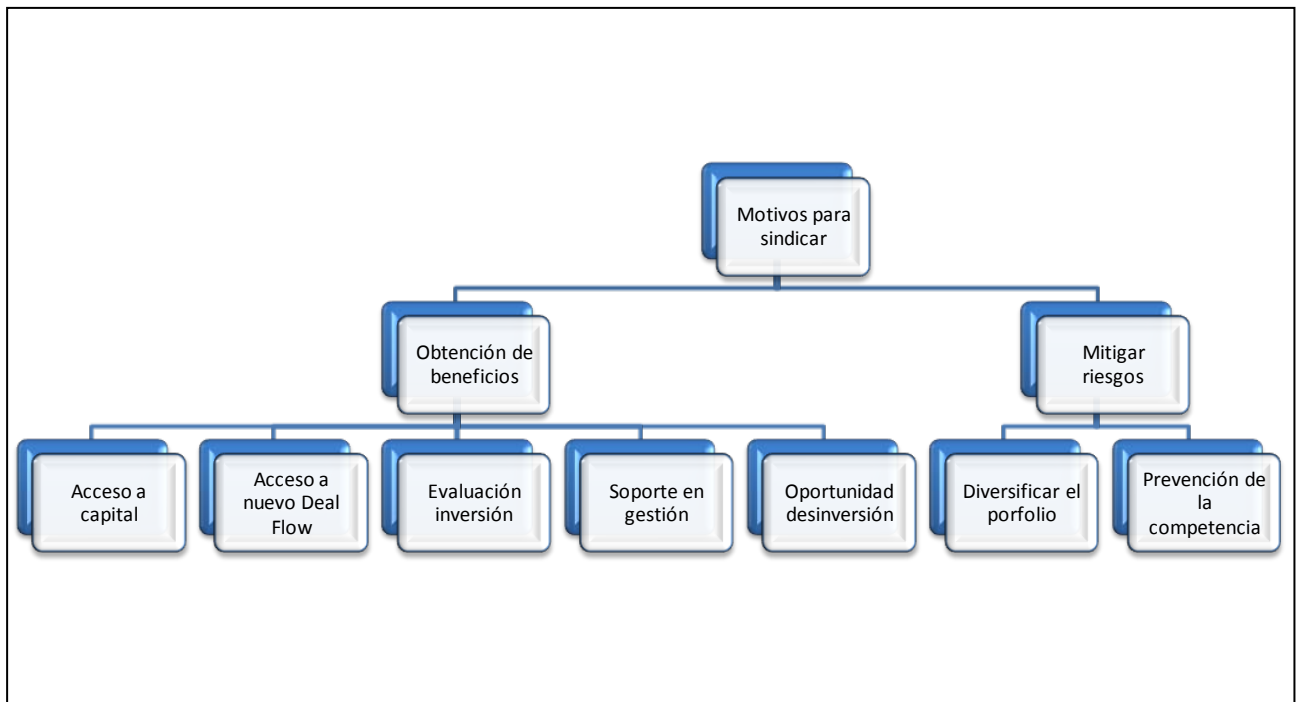
Böhner (2007) establece un esquema de las principales ventajas que supone para el VC realizar una operación de sindicación, agrupadas en la obtención de beneficios y la mitigación de los riesgos (Ver figura 28):

- Acceso a capital (*Capital Constraints*): los VC disponen de recursos limitados por lo que podrán repartir su escaso capital en más proyectos. Incluso les permitiría a estos VC poder llegar a financiar y participar en proyectos que necesiten un volumen de financiación superior al que este VC podría poner a disposición de la empresa por sí mismo en una inversión en solitario en la que aportara únicamente sus recursos.
- Acceso adicional a otras oportunidades de inversión (*Acceso a deal flow - Reciprocation of deal flow*): hemos visto como la generación de oportunidades de inversión (*deal flow*), es una de las actividades principales del VC. Cada VC será capaz de crear su propio flujo de proyectos (*deal flow*). Sin embargo, en la medida en que otros VC le inviten a participar en distintas operaciones de sindicación, esto le permitirá acceder a realizar inversiones en el *deal flow* de ese VC y en su cartera de participadas.
- Evaluación de la inversión (*Investment evaluation*) de acuerdo con la hipótesis de la selección, varios VC evaluarán las oportunidades de inversión más efectivamente que lo que lo podría llegar a realizar uno solo por separado, cada VC aprenderá de la evaluación del otro (Brander et al., 2002). Lerner (1994) sugiere que evaluar la misma propuesta de inversión por diferentes compañías de VC reduce el potencial daño del efecto de la selección adversa.
- Soporte en la gestión (*Management support*): diferentes VC tendrán diferentes perfiles, un VC podría no ser capaz de proporcionar todas las habilidades específicas para las empresas de su *portfolio* por lo que con la participación de otro VC tendría acceso a habilidades complementarias a las suyas. Para Brander et al. (2002) la sindicación proporciona beneficios en términos de valor añadido en la fase de post inversión.
- Oportunidad de desinversión (*Window dressing*): Introducir un VC dentro del accionariado de la empresa gracias a la operación de co-inversión puede suponer la generación de oportunidades adicionales de cara a la desinversión (Lerner, 1994). Siendo este mismo VC el que nos diera la opción de desinvertir, bien adquiriendo él directamente nuestra participación o, indirectamente a través de otros inversores pertenecientes a su cartera de contactos.
- Diversificación de la cartera de participadas (*Portfolio diversification*): El VC dispone de unos recursos limitados para financiar proyectos. En la medida, en que gracias a la coinversión se reduzca el importe de la aportación a realizar en una empresa, ya que las necesidades de

financiación son cubiertas con la ayuda de otros VC, liberarán recursos para poder participar en un mayor número de empresas. Esto potenciará la diversificación de su cartera de participadas y le otorgará una mejor posición frente a la situación de riesgo que presentan este tipo de inversiones.

- Prevención de la competencia (*Prevention of competition*): Cuando demasiado dinero está compitiendo por pocas operaciones se generará competencia entre los VC (Lerner 1994; Gompers y Lerner, 2000). Por tanto, si los VC compitieran entre sí por las mismas operaciones tratarían de ofrecer mejores condiciones a los emprendedores para conseguir cerrar la operación de financiación. Sin embargo, si esos VC participan en una operación de sindicación se estará produciendo una situación de colusión que evitaría la competencia entre estos VC sindicados, y por tanto se verían obligados a realizar menos cesiones a favor de los emprendedores. Este escenario de realización de coinversiones tendría mayor sentido cuando las oportunidades de inversión son escasas. De nuevo, para prevenir este escenario, cobraría especial importancia hacer una buena labor para tener el mejor *deal flow* posible con proyectos diferenciales y distintos. Se evitará tener que competir por los mismos proyectos con otros VC, especialmente en los momentos en los que exista una escasez de oportunidades de inversión.

Figura 28: Principales razones del *Venture Capital* para syndicar.



Fuente: Böhner (2007)

A pesar de todas las ventajas mencionadas anteriormente, Böhner (2007) también identifica la existencia de desventajas en la sindicación, tales como la aparición de los costes de coordinación manifestados en una mayor lentitud en la toma de decisiones, y de los costes que supondrá el compartir potenciales beneficios futuros.

Brander et al. (2002) ven el mercado de los VC como un grupo de recursos productivos en los cuales un VC puede acceder a recursos de otros VC a través de la sindicación. Estos recursos ayudarán al VC a conseguir entre otros objetivos una mejor perspectiva informativa para reducir la asimetría de información (Brander et al., 2002).

Por su parte, Lerner (1994) encontró como una de las vías para reducir la situación de diferencia de información entre las partes es invitando a participar en la inversión a otras entidades de capital riesgo. Así, la coinversión además de diversificar el riesgo permitiría compartir información entre los distintos VC implicados.

La sindicación permite al VC compartir sus riesgos de la inversión con los inversores sindicados (Wright y Robbie, 1998; Gompers y Lerner, 2001) al compartir la información con ellos ayudará a reducir la incertidumbre durante el proceso de selección mejorando las probabilidades de seleccionar proyectos de mayor calidad. Para Sorensen (2007) syndicate supone una mejor evaluación de la propuesta de operación.

Lerner (1994) menciona como los VC tienden a syndicate sus inversiones con otros VC en las primeras fases de inversión, debido a que la sindicación permite a los VC obtener información adicional para decidir si invertir o no en compañías con riesgo. Así, Lerner (1994) identifica que un nivel más alto de incertidumbre está directamente correlacionado con la coinversión y la compartición de información entre los VC, siendo una forma típica de compartir recursos. Según Hochberg et al. (2007) la sindicación mejora la selección de los proyectos en situaciones de extrema incertidumbre.

No obstante, hay que añadir como (Metrick, 2007) comprobó que el número de operaciones de sindicación varía a lo largo del tiempo, teniendo una mayor prevalencia en los periodos previos al boom que en los periodos de boom en los que es más rentable ir en solitario cuando la inyección de capital-fondos en los VC es más alta.

Lerner (1994) explica como los VC preferirán para participar en la operación de sindicación un socio que tenga un nivel similar o más alto de experiencia que la suya para poder legitimar una segunda opinión al respecto de la oportunidad de inversión.

Según Hopp (2008), la sindicación para el VC puede servir como una estrategia de entrada en nuevos mercados y para generar un mayor *deal flow*. La colaboración entre múltiples VC puede presentar una destacada oportunidad para el aprendizaje y la compartición de recursos que puedan ayudar a reducir el nivel de incertidumbre con el que se encuentran cuando financian negocios arriesgados (Hopp, 2008). Si más de un VC está involucrado en el proceso de revisión y evaluación antes de la sección de una oportunidad de inversión, la evaluación de la propuesta llegará a ser más eficiente, reduciéndose el peligro potencial de la sección adversa (Lerner, 1994; Brander et al., 2002; Wright y Lockett, 2003).

Cumming (2006) documenta que la sindicación de diferentes VC puede atenuar los problemas de selección adversa, y argumenta como la sindicación puede reducir la asimetría de información. Así, los VC al invertir conjuntamente serán capaces de combinar sus recursos con el objetivo de compartir información y mejorar las habilidades de evaluación (Cumming, 2006).

Para Du (2009), la heterogeneidad entre los socios de una operación de sindicación puede causar pérdidas de eficiencia e incremento de los costes de transacción en los entornos competitivos, pero ofrecer oportunidades valiosas de aprendizaje en el largo plazo, sugiriendo que puede existir una pérdida a corto plazo frente a los beneficios en el largo plazo. La heterogeneidad puede alentar a los miembros del grupo a recopilar nueva información, mejorar la capacidad de resolución de los problemas del grupo y puede conducir a una mayor innovación dentro de los grupos de sindicación (Du, 2009).

Además, Du (2009) encontró en su investigación como los VC tienen menos probabilidades de syndicar su inversión con “potenciales socios” con los que presenten muchas diferencias. Los VC tienen preferencias más fuertes de syndicarse con socios con niveles similares de experiencia y desempeño previo (Du, 2009). Así, a través de los servicios de selección de las operaciones de inversión y servicios posteriores de valor añadido, la experiencia de los VC tiene un impacto positivo en el éxito de la empresa (Gorman y Sahlman, 1989; Hellmann y Puri, 2002; Sorensen, 2007). En la medida en la que el desempeño anterior de un VC es un indicador apropiado de su desempeño futuro. Por lo tanto, la experiencia y el rendimiento son dos atributos clave que los VC utilizan para seleccionar a sus socios en las operaciones de sindicación (Du, 2009).

Hochberg et al. (2006) aportan una perspectiva adicional para analizar con respecto a las ventajas que puede suponer para un VC realizar operaciones de sindicación. Es un hecho empírico demostrado como los VC bien relacionados obtienen altos retornos. Por ello, realzar y reforzar su posicionamiento con respecto a su red de contactos podrá presentarse como una estrategia vital para un VC. Sus resultados indican que un VC que sea capaz de syndicar inversiones con un gran número de nuevos *partners* (VC) contribuirá a mejorar sustancialmente su posicionamiento. Este mejor posicionamiento incrementará a su vez las posibilidades de ser invitado en el futuro a otras beneficiosas operaciones de inversión (Hochberg et al., 2006).

Para Reiner (2013), la capacidad de syndicar operaciones y su habilidad de extender su *networking* son dos factores del éxito de los VC. A su vez Hochberg et al. (2007) explican como los VC más abiertos a participar en operaciones de sindicación van a disfrutar de una posición más favorable en sus relaciones (*networking*) en el ecosistema, lo que les permitirá beneficiarse a su vez del acceso a unas relaciones de una más alta calidad.

Por tanto, para Hochberg et al. (2007), la sindicación influirá en las principales claves de desempeño de un VC, aportando una fuente de oportunidades de inversión de mayor calidad y apoyo en el crecimiento de las empresas financiadas.

Hochberg et al. (2007) estudiaron la relación existente entre los *Venture Capital* cuando estos deciden syndicar una inversión. Hallaron que las empresas de la cartera de los *Venture Capital* que están más conectadas están asociadas con un mejor desempeño y, las mejor relacionadas con otros inversores tienen unas mayores posibilidades de sobrevivir, como consecuencia de la financiación y de la eventual desinversión. Además, los VC mejor relacionados tienen significativamente una mejor evolución de su cartera de participadas, medido como la proporción de las inversiones que son exitosamente desinvertidas, bien saliendo a bolsa o bien vendiéndolas a otra compañía. Por tanto, la sindicación afecta a las dos capacidades principales de los *Venture Capital*, su capacidad para generar flujo de proyectos de calidad y su habilidad para aportar valor a las empresas de la cartera (Hochberg et al., 2007).

En la investigación de Watkins (2013) también se enumeran y explican cuales serían los cuatro principales motivos de los VC para syndicar su operación de financiación:

- Razones puramente financieras: De esta manera, la sindicación permite a los VC poder invertir en empresas en las que no son el principal inversor (*lead investor*). Así, podrán aumentar el número de empresas que financian y diversificar su cartera de inversiones, disminuyendo la exposición general al riesgo de su *portfolio* (Cumming, 2006).

También, al VC que actúe como inversor líder al abrir la operación en sindicación con otros VC le permitirá distribuir el riesgo asociado a una empresa de su cartera de participadas en particular, proporcionándole además la disponibilidad de ese capital no utilizado para otras necesidades de efectivo tanto actuales como futuras (Gompers y Lerner, 2004).

Manigart et al. (2006) sugieren que la diversificación a través de la sindicación también puede ser importante para las empresas de VC centradas en inversiones iniciales. Así, la sindicación se utiliza para no invertir solamente en un reducido número de empresas que, aunque tengan un alto potencial, sin embargo, supongan un riesgo considerable debido a que se encuentran en sus fases iniciales. Así, las necesidades de financiación de estas empresas en ese momento serán compartidas entre varios inversores.

- Para mejorar la cantidad y calidad del número de oportunidades de inversión que reciben (*deal flow*) (Sorenson y Stuart, 2001): A través de la sindicación, las empresas de VC pueden aumentar su visibilidad y reputación dentro del sector. Esto redundará en el incremento del número de oportunidades de inversión de calidad que reciben procedentes de la red que van creando. De esta manera se incrementarán las posibilidades de participar en operaciones de financiación sin necesidad de actuar como inversor líder (*lead investor*). Así, la sindicación permite la expansión de la cartera de participadas de un VC sin tener que asumir los riesgos y costes de los recursos asociados por desempeñar el rol de inversor líder.
- Para mejorar el proceso de selección de las inversiones (Sorenson y Stuart, 2001): Esto es debido a que los VC frecuentemente comparten información acerca de sus oportunidades de inversión con otros VC con el objetivo de luchar contra la asimetría de la información y verificar el potencial de la empresa, para reducir incertidumbres.

Este intercambio de información entre empresas de VC en el proceso de selección y evaluación, y la sindicación son actividades de refuerzo; su repetición genera confianza entre las empresas (es decir, confianza en las capacidades, puntos de vista y opiniones), lo que a su vez permitirá compartir información regularmente con esta finalidad (Bygrave 1987, 1988).

- Para tener acceso a la experiencia y conocimiento especializado necesario para reducir la incertidumbre de las inversiones y poder proporcionar un valor añadido no financiero enfocado hacia el desarrollo de su cartera de participadas. Ya que las aportaciones pueden variar en función de diversos factores, por tanto, los diferentes socios del sindicato podrán aportar diferente valor añadido a una inversión.

Este acceso a estos recursos será un catalizador para que las operaciones de coinversión sean más frecuentes en las primeras etapas de desarrollo de las empresas, precisamente porque la incertidumbre técnica y del mercado está en su punto más alto. Manigart et al. (2006) también

sugieren que los VC de menor tamaño y con menor experiencia se asocian con otros VC más experimentados, precisamente para tener acceso a recursos que generen valor que por sí solos no podrían proporcionar.

Las operaciones de sindicación son una vía que permite que dentro del accionariado de una empresa exista más de un VC y además que surja la posibilidad de que uno de los VC pueda desempeñar el papel de inversor líder (*lead investor*). Ambos aspectos aparecerán en el apartado de definición de las variables al ser considerados dos elementos que nos ayudarán a describir nuestra población, y que veremos reflejados gracias a los datos facilitados por los cuestionarios completados por nuestra muestra.

Tras haber visto en qué consiste, los motivos de realizar las operaciones de coinversión y sus principales ventajas abordaremos otro aspecto: el valor añadido. El origen de nuestras hipótesis es el hecho de si los VC aportan valor a las empresas por ellos financiadas. A continuación, desde la perspectiva de la coinversión mencionaremos el valor añadido por los VC de forma breve, ya que en apartados posteriores lo abordaremos en profundidad.

Así, para Brander et al. (2002) el papel jugado por el VC en el proceso de financiación va más allá de la simple aportación de fondos, poniendo de manifiesto el efecto del valor añadido que aparece en las actividades de sindicación. Además, en rondas sindicadas se amplificará el valor añadido por la acumulación de VC en las tareas de monitorización y el desarrollo de perfiles que potencialmente conduzcan a un mejor desempeño de la inversión (Brander et al., 2002; Hellmann y Puri, 2002; Lindsey, 2008; Das et al., 2011). No obstante, mencionar la teoría social de grupos en la que los individuos reducen sus esfuerzos cuando trabajan en grupo en comparación a cuando trabajan de forma individual (Dimov y De Clercq, 2007).

Según Bygrave (1987), Brander et al. (2002) y Manigart et al. (2006) un inversor actúa de acuerdo a la hipótesis de valor añadido cuando cree que la involucración de otros VC podría añadir algún valor a la empresa invertida, el beneficio de involucrar coinversores parte de los perfiles heterogéneos y la diferente información disponible por cada VC que puede contribuir a la gestión de la empresa invertida.

Brander et al. (2002) ven el mercado de VC como un grupo de recursos productivos en los cuales un VC puede acceder a recursos de otros VC a través de la sindicación. El beneficio de implicar coinversores proviene de la disponibilidad de unos perfiles heterogéneos y con diferente información que pueda contribuir a la gestión de la empresa invertida. Los VC por lo tanto eligen compañeros (*Partners*) que tengan aquellos recursos (financieros o de gestión) de los que ellos carezcan (Brander et al., 2002). Seleccionar al compañero adecuado sustenta el reto de alcanzar superiores retornos sobre la inversión.

Unos mejores recursos permiten a los VC proporcionar mejores consejos y seleccionar mejores propuestas de inversión que generen retornos superiores en el largo plazo a sus proveedores de capital (Lerner, 1994; Brander et al., 2002). La experiencia inversora dentro de una industria en particular produce conocimiento para estructurar las operaciones y aconsejar al emprendedor

financiado lo que se convierte en una ventaja competitiva en la financiación del emprendimiento (Brander et al., 2002).

Por otro lado, los inversores que desempeñan el papel de líder tienden a invitar en sus operaciones de coinversión a aquellos otros VC que aportarán la ventaja competitiva que ellos no tienen o para que por un tema de reciprocidad en el futuro les inviten a ellos a otras operaciones atractivas (Casamatta y Haritchabalet, 2007). En definitiva, Brander et al. (2002) explican como la sindicación permite a los VC combinar conocimiento complementario, cada VC participante aportará un conjunto de recursos que serán combinados con los recursos de sus compañeros de sindicación con la expectativa de generar mejores consejos para el emprendedor y / o la operación de sindicación.

Cumming (2007) identifica la sindicación como un indicador excelente y ampliamente aceptado para el grado de asesoramiento y monitorización (Lerner, 1994; Gompers y Lerner, 2001; Lockett y Wright, 2001; Wright y Lockett, 2003). La sindicación además de facilitar las labores de *due diligence* previas a la inversión, llevará aparejada asesoramiento y seguimiento durante el periodo de la inversión que lleve a la empresa a una desinversión exitosa mediante una OPV o una venta (Cumming, 2007).

Audretsch y Lehmann (2004) mostraron empíricamente que las inversiones sindicadas pueden llevar a un más alto crecimiento en las ventas de las empresas financiadas. Para Hochberg et al. (2007) la sindicación implica un apoyo en el crecimiento de las empresas financiadas.

Otro punto de vista es el de Scarlata (2011) quien menciona como los VC asisten a las compañías que han financiado desde un punto de vista de los contactos que les pueden proporcionar fuentes alternativas de financiación (Gorman y Sahlman, 1989; MacMillan et al., 1989), siendo la sindicación o coinversión una vía para ello.

En definitiva, una herramienta clave utilizada por las firmas de VC para desarrollar las empresas de su cartera de participadas es la colaboración y el intercambio de información con otras firmas de VC vía sindicación y alianzas con otros socios inversores y conexiones con la industria local a través de contactos (Sorenson y Stuart, 2008).

En los siguientes tres apartados abordaremos tres elementos que a la vez que pueden servir como herramienta para luchar contra la asimetría de la información también, utilizadas adecuadamente, pueden convertirse en poderosos incentivos. Nos referimos a la aportación de financiación de manera secuencial, elementos que permitan la valoración dinámica de la empresa y la posibilidad de llegar a sustituir en sus cargos al emprendedor y su equipo gestor. Como veremos en apartados posteriores, estas tres cuestiones quedarán recogidas implícitamente en la variable “incentivos” de nuestro modelo.

Bengtsson y Sensoy (2011) explican como en economía, las teorías de contratación exploran como los problemas de la agencia y de la información entre los gestores y los inversores pueden ser atenuados mediante la asignación de derechos de control que incluso lleguen al detalle de los flujos de caja. Al mismo tiempo, habitualmente los inversores tendrán acceso a otros mecanismos para solventar los problemas de la incentivación pudiendo intentar monitorizar directamente los esfuerzos y acciones de los gestores, y podrían llegar a hacer los desembolsos por fases o incluso

terminar con la aportación de nuevos fondos si sus desempeños van siendo pobres (Bengtsson y Sensoy, 2011).

Por otro lado, las protecciones frente a la caída de la valoración difieren de una forma importante en función de las valoraciones *premoney*, ya que sus implicaciones en los flujos de caja dependen de si el desempeño de la empresa es bueno o malo (Bengtsson y Sensoy, 2011). Así, las protecciones del VC frente a una caída de valor proporcionan una vía para incentivar al emprendedor a través de su potencial penalización en los casos de un mal desempeño, aunque supone para él un coste desde la perspectiva del riesgo que asume (Bengtsson y Sensoy, 2011).

2.3.3.2.5. Aportación de la financiación de manera secuencial.

Una vez pactada la cantidad que el VC destinará a financiar el proyecto del emprendedor, se reflejará en el contrato (pacto de socios) que la liberación de los fondos no se realizará toda en el momento de la inversión, sino que se irá liberando en etapas sucesivas. Además, el acuerdo recogerá cuales serán los hitos que se deberán alcanzar para liberar un nuevo tramo, la cuantía de la aportación, y la contrapartida en forma de porcentaje de participación que recibirá a cambio el VC por cada tramo aportado.

En la financiación por tramos se vincula la decisión de liberar nueva financiación a la obtención de una nueva información a lo largo del tiempo. Los hitos establecidos para liberar los siguientes tramos de la inversión deben estar suficientemente correlacionados con variables objetivas y medibles, que tengan una influencia relevante en el beneficio futuro. Además, sería conveniente establecer planes de contingencia sobre estos hitos pactados.

Sahlman (1990) explica como el compromiso de desembolsar el capital por fases es uno de los mecanismos de control más fuertes para ayudar al VC a controlar a sus participadas y vencer el problema con el que se encuentra de la asimetría de la información. Invertir por fases permite a los VC obtener información y monitorizar el progreso de las empresas, manteniendo la opción periódica de poder abandonar los proyectos, argumentando además que así se fomenta el que los emprendedores desempeñen o faciliten información precisa (Sahlman, 1990).

La secuenciación de la entrada de capital permite al VC mantener al emprendedor amarrado (Sahlman, 1990; Gompers, 1995). En los entornos más inciertos, con activos altamente especializados y la correspondiente gran dependencia sobre el esfuerzo del emprendedor, los VC tienen muchas más probabilidades de encontrarse contingencias imprevistas, por lo que obtendrían un beneficio significativo al proporcionar el capital escalonadamente (Gompers y Lerner, 2002).

Para los autores Krohmer et al. (2009), la inversión por fases son pagos secuenciales de capital desde el VC hacia la empresa de su cartera de participadas, que con frecuencia dependen de si la empresa es capaz de alcanzar predeterminados hitos operativos o financieros. Además, indican como para los VC es una fuerte herramienta para controlar las actividades de las empresas de su *portfolio*. No es solo un método apropiado para reducir el riesgo inversor, también lo es para conceder o denegar fondos adicionales (Krohmer et al., 2009). Esto llevará a un uso más razonable de los recursos financieros escasos (Sahlman, 1990; Megginson, 2004; Krohmer et al., 2009).

Krohmer et al. (2009) explican como los inversores usan satisfactoriamente la inversión por fases en las empresas en sus fases iniciales para mitigar los problemas de la agencia y tomar un papel activo de primera mano en la gestión de la compañía que ayudará a estimular las probabilidades de éxito.

La inversión por fases es la herramienta de control más poderosas que los VC pueden emplear para prevenir un uso ineficiente de los recursos proporcionados por ellos (Sahlman, 1990). El capital invertido en cada momento debería ser suficiente para empujar a la empresa a la siguiente fase de su desarrollo (Tykvová, 2007), así permite a los VC proporcionar incentivos a los emprendedores al mismo tiempo que aplica disciplina (Gompers y Lerner, 1998).

Para Black y Gilson (1998), la herramienta de ir liberando secuencialmente los fondos comprometidos otorga al VC la opción de cortar el aprovisionamiento a la compañía de los fondos necesarios para completar su plan de negocio. Esto dará al emprendedor un incentivo que estimule su desempeño y al VC un incentivo para realizar las tareas de seguimiento, reduciendo además los costes de la agencia al trasladar la decisión de continuar desde el emprendedor hacia el VC (Black y Gilson, 1998). Pero surge la pregunta, ¿Qué puede hacer el emprendedor si el VC decide cortar la financiación comprometida?, el emprendedor podría buscarla en otras fuentes, aunque el rechazo del VC supondría una seria barrera. Por ello, para el emprendedor supondrá un incentivo para tener un desempeño adecuado que le permita acceder al resto de los tramos de la financiación comprometida (Black y Gilson, 1998).

Cumming (2007) explica en su estudio como la frecuencia con la que los VC gradúan sus compromisos de capital es un excelente y ampliamente aceptado indicador del grado de asesoramiento y seguimiento en una empresa (Gompers, 1995; Gompers y Lerner, 2001); así con mayor frecuencia monitorizarán y añadirán más valor a sus empresas financiadas (Cumming, 2007).

Hopp (2008) explica como todo el dinero podría ser proporcionado por adelantado en un solo pago inicial. Sin embargo, los emprendedores podrían tomar la decisión basándose en sus informaciones privadas, de continuar o abandonar el proyecto dejando en la estacada al VC una vez realizada la totalidad de la aportación. En la práctica, los emprendedores con esa aportación podrían acumular beneficios privados y tener incentivos para continuar invirtiendo en malos proyectos o para maximizar su propia riqueza en detrimento de sus financiadores (Hopp, 2008).

Incluso, los emprendedores podrían invertir en estrategias que tuvieran altos retornos personales pero bajos retornos monetarios (Gompers, 1995), tales como coleccionar investigaciones para su propio reconocimiento en lugar de buscar su posterior comercialización, o empeñarse en proyectos en los que ellos se podrían beneficiar en el lado positivo, pero no perderían nada en el lado negativo, ya que estarían jugando con el dinero de otras personas (Hopp, 2008).

Esta herramienta hará la inversión más eficiente, ya que permite abandonar el proyecto que no evolucione adecuadamente acotando las pérdidas, así se podrá discriminar los proyectos buenos de los malos (Gompers y Lerner, 2001; Dahiya y Ray, 2012). La inversión por fases contribuye a mitigar el “riesgo moral” (*moral hazard*), cuando el retorno del proyecto es bajo o el desempeño del emprendedor no es el esperado, ni el adecuado.

Generalmente el capital inicial invertido es insuficiente para permitir a la empresa desarrollar su plan de negocio completo (Sahlman, 1990; Gompers, 1995), el *Venture Capital* podrá decidir más tarde si

proporciona financiación adicional en función de su evolución. Invertir por fases fuerza al proyecto a cumplir y alcanzar una serie de hitos para garantizar los sucesivos desembolsos, por lo que además de disminuir los riesgos ocasionados para el inversor por la asimetría de la información, servirá para motivar al gestor de la compañía en la consecución de los objetivos (Sahlman, 1990; Black y Gilson, 1998).

Gompers (1995) realizó su estudio empírico en el que encontró como la inversión por fases posibilita a los VC obtener información de la empresa y realizar un seguimiento de su evolución, teniendo la opción de parar la inversión en el proyecto si las cosas no se están desarrollando según el plan previsto.

Gompers (1995) observó que cuando los inversores recibían malas noticias que afectaban significativamente a la futura rentabilidad de la empresa, tomaban la decisión de no seguir adelante con las rondas de financiación adicionales. Sin estas rondas, el futuro de la empresa se ve seriamente comprometido, implicando en muchos casos su cierre y liquidación. Además, los VC adoptan la decisión de concentrar sus esfuerzos. Así, las empresas que resultaban exitosas obtenían más rondas de financiación y recibían una mayor cantidad de financiación, mientras que las que no tenían éxito en este proceso dejaban de ser financiadas temprano y recibían menos financiación que las empresas exitosas (Gompers, 1995).

Así, Gompers (1995) demuestra como el escalado de la cantidad total de capital comprometido es una de las más importantes herramientas para el seguimiento formal usada por los VC para minimizar en el presente el valor de los costes de la agencia. La inyección secuenciada del capital permite a los VC recabar información y hacer una monitorización de los progresos de la firma, manteniendo la opción periódicamente de abandonar los proyectos (Gompers, 1995).

Por un lado, reduce la incertidumbre para el inversor, ya que si no se alcanzan los hitos pactados no tendrá que seguir invirtiendo y, por otro lado, el emprendedor se garantiza que no se cortará la inversión en las fases siguientes, ya que si se alcanzan los hitos pactados el inversor seguirá realizando desembolsos.

Si la aportación de la financiación se corta en una fase temprana se habrá empeñado y sacrificado poco por ambas partes, el inversor podrá invertir los recursos no enterrados en este proyecto en otros proyectos y el emprendedor podrá abandonar su proyecto, pudiendo continuar su carrera profesional en otras compañías.

Wang y Zhou (2004) llegan a la conclusión de que la financiación por etapas, además de reducir riesgos desempeña un papel crucial a la hora de inducir al emprendedor a dedicar un mayor esfuerzo al proyecto. En el caso de la inversión escalonada los gestores del fondo no invierten todo el dinero en el primer momento. Lo harán en una serie de rondas ligadas cada una de ellas a la consecución de una serie de hitos u objetivos que una vez alcanzados reducen significativamente el riesgo de la empresa (tecnológico, financiero o de mercado). Si se cumplen los hitos, la valoración en cada ronda adicional se irá incrementando (Wang y Zhou, 2004).

Además, las inversiones escalonadas reducen los costes asociados con la mala información (con una opción real de abandonar) y disminuyen los costes de la agencia asociados con comportamientos oportunistas de los emprendedores.

Wang y Zhou (2004) confirmaron empíricamente evidencias de que una inversión por fases es más rentable que una inversión realizada en una única aportación inicial. Con la flexibilidad de la financiación por fases, muchos proyectos los cuales podrían ser abandonados si tuviesen que recibir toda la financiación por anticipado, comienzan a ser rentables mostrando la eficacia de la financiación escalada (Wang y Zhou, 2004).

Los autores Fluck et al. (2005) señalaron además que la financiación escalonada beneficia al VC de dos maneras. Puede bloquear el incentivo del emprendedor de continuar invirtiendo en malos proyectos que generen beneficios particulares y permitir al VC explotar el verdadero valor de la compañía recién creada invertida siendo a su vez capaz de parar sus inversiones una vez que giren hacia una evolución menos exitosa de lo esperado. Fluck et al. (2005) argumentan además que inducirá al emprendedor para que desarrolle un mayor esfuerzo, estos mayores incentivos para el emprendedor redundarán en un incremento de valor para la empresa financiada.

Otros autores como Leiblein y Miller (2003); Mayer y Salomon (2006) y Hopp (2008) coinciden al señalar que a través de la financiación por fases los VC pueden crear opciones para diferir sus inversiones para limitar su exposición a la empresa financiada cuando esta se presenta menos rentable de lo esperado o para limitar los comportamientos oportunistas de los emprendedores financiados.

Giat (2005) presenta la inversión por fases como mitigadora de las ineficiencias creadas por los conflictos de la agencia que naturalmente surgen entre el VC y el emprendedor. En la presencia de información imperfecta, la inversión por fases hace que esta sea secuenciada a lo largo del tiempo. De esta manera se protegen las inversiones más cuantiosas de capital para que no sean realizadas antes de poder aprender más acerca de la calidad verdadera del proyecto (Giat, 2005).

Para Scarlata (2011) la financiación por fases se muestra como un dispositivo para el control, así como para la consecución de objetivos. Scarlata (2011) explica cómo una vez ha sido evaluada la operación como viable, el acuerdo es cerrado solamente si el VC y el emprendedor son capaces de estructurar un acuerdo de inversión recíprocamente aceptable (Tyebee y Bruno, 1984).

Desde la perspectiva del VC, el acuerdo sirve para estructurar la financiación de tal manera que sus intereses se vean protegidos contra el comportamiento oportunista del emprendedor, mientras que simultáneamente se incrementan las probabilidades de que la empresa tenga éxito (Scarlata, 2011). A medida en que se va revelando información del proyecto la financiación se va liberando (Scarlata, 2011).

Según Scarlata (2011) los VC están preocupados por el hecho de que los beneficios privados de los emprendedores manifestados a través de determinadas estrategias o inversiones, pueden no estar perfectamente correlacionadas con el retorno de los accionistas. Debido a que la monitorización es costosa y no puede ser desarrollada de manera continua, el VC revisará periódicamente el estado del proyecto manteniendo la opción de abandonarlo. La duración del proceso de financiación y por tanto la intensidad de la monitorización estaría negativamente relacionada con los costes esperados derivados de la agencia (Scarlata, 2011).

Por tanto, la inversión por fases reduce los riesgos de la inversión, alineando los intereses de los emprendedores e inversores, y sirve para descubrir las verdaderas capacidades del emprendedor y la credibilidad de las proyecciones de su plan de negocio. Se utiliza la inversión por fases para evitar el riesgo del comportamiento de *free riding*³⁹ por parte del emprendedor.

2.3.3.2.6. Valoración dinámica de la empresa y/o deuda convertible.

Otra herramienta que se puede utilizar y puede ser pactada previamente es una valoración del proyecto dinámica o variable. De manera que como no se dispone de toda la información para realizar una valoración adecuada, se acuerda un valor en el momento de la inversión que será revisable en función de la evolución de la empresa de acuerdo al plan de negocio. Esto se puede materializar mediante “acciones convertibles”.

Según Lerner (1994), los sistemas de compensación mediante opciones sobre acciones pretenden alinear los intereses de ambas partes.

Otra opción sería la entrega de paquetes de acciones. Para Hellmann y Puri (2002) los planes de stock options son importantes por diversas razones. Entre ellas, porque ayudan a atraer talento a la empresa, proporcionan incentivos a los empleados con respecto a su involucración con la empresa y deben ayudar a retener a los empleados; y además son un signo de profesionalización de la compañía.

Schmidt (2003) centra su modelo en las propiedades incentivadoras de los valores convertibles. De manera que el VC solo invertirá si ejercita los derechos de conversión, y esto se producirá si el emprendedor trabajó suficientemente duro, por lo que induce al emprendedor a aportar una cantidad de esfuerzo eficientemente.

Desde un punto de vista teórico, el efectuar la inversión mediante “acciones convertibles” y no directamente en capital, se ha mostrado como una herramienta que proporcionaba un incentivo para el emprendedor en la mejora de su desempeño y que ayuda a disminuir los problemas de la agencia en la toma de decisiones por parte del emprendedor (Cumming, 2005).

2.3.3.2.7. La sustitución del emprendedor y/o su equipo gestor.

En ocasiones se puede pactar que en caso de que la empresa no evolucione de la manera acordada y los motivos del bajo desempeño estén relacionados con el emprendedor y su equipo, el VC tendría la opción de cesar parte o la totalidad del equipo. El VC situaría al frente de la empresa unas personas seleccionadas específicamente para el cargo. Esta sustitución podría incluir incluso apartar al emprendedor-fundador de sus funciones ejecutivas.

³⁹ Persona que actúa de manera independiente actuando por libre

Hellmann (1998) señala como la experiencia del *Venture Capital* tiene un papel fundamental para poder reemplazar un emprendedor de su papel de gestor de la empresa cuando este tenga un bajo desempeño. Por su parte Braly (2011), explica como los VC también estarán dispuestos a actuar para cambiar la estructura de gestión de la empresa, incluso llegando a ser ágiles en la sustitución del fundador por un CEO externo.

Tanto si el CEO es un gestor seleccionado por el VC o es el fundador que ha permanecido en el puesto, se espera que muestre unos resultados de acuerdo con el plan de negocio y consecuentemente, la presión para que lo alcance es alta (Rosenstein, 1988). Dado que muchas compañías fallan en mantener su vinculación y el cumplimiento del plan de negocio, podría necesitarse que los gestores fueran reemplazados. Los VC a través del consejo de administración tendrán el poder de reemplazar al gestor (Rosenstein, 1988).

Para Gorman y Sahlman (1989) la existencia de un equipo gestor competente es un ingrediente importante en el éxito de una iniciativa emprendedora. Así, un gestor no tan bueno como debería ser o inadecuado contribuirá al fracaso de la compañía. En su estudio obtienen una serie de respuestas que inequívocamente reflejan que la principal causa del fracaso de la empresa está relacionada con el gestor principal. Por otro lado, Gorman y Sahlman (1989) indican como el VC actuando a través del consejo de administración generalmente tiene el poder de despedir al gestor principal.

Hellmann y Puri (2002) explican como la diversa bibliografía existente sugiere que el papel del VC se extiende más allá de la intermediación financiera tradicional como la que hacen las entidades financieras, y juegan un papel más amplio en la profesionalización de las empresas que financian.

En su estudio, Hellmann y Puri (2002) muestran como los VC desempeñan un papel en la construcción interna de las organizaciones, y especialmente en los recursos humanos de las empresas que financian. Presumiblemente, una de las posiciones más importantes en cualquier empresa es el CEO, persona que tiene un papel fundamental en la organización de la compañía. Los fundadores, toman el papel de líder en su propia compañía.

Mientras los fundadores serán muy adecuados en las fases iniciales de la empresa, no todos los fundadores pueden realizar la transición de emprendedor a gestor (Hellmann y Puri, 2002). Podría darse el caso de que a medida que la empresa se va desarrollando, se podrían beneficiar de traer una persona de fuera para ocupar el papel de CEO, lo que significaría un paso importante en la profesionalización de la empresa recién creada. La transición de un fundador en el puesto de CEO a un CEO llegado de fuera no siempre es fácil. Algunos fundadores estarán encantados de tener una persona experimentada llegada de fuera de la compañía que adopte el papel de líder de su nueva empresa, de manera que ellos se puedan centrar en otros aspectos. Sin embargo, para otros fundadores será un problema ceder el control a alguien de fuera (Hellmann y Puri, 2002).

Para Busenitz et al. (2004) debido a que la información que posee el gestor despedido podría ser privada y específica, es muy posible que encontrar gestores que lo reemplacen y que rápidamente puedan añadir valor sobre el negocio en marcha resulte problemático. Por tanto, el mercado para la sustitución de los gestores de los equipos de las nuevas empresas es ineficiente, y por ello no es una sorpresa que el despido de los miembros del equipo sea relacionado con un desempeño negativo en el largo plazo (Busenitz et al., 2004).

Por otra parte, la teoría de la agencia se utiliza ampliamente para explicar los comportamientos de los gestores cuando existe una separación entre la propiedad y la gestión (principales y agentes), y se aplica a la relación existente entre los VC y los equipos de las empresas invertidas (Busenitz et al., 2004). Así, un comportamiento oportunista, un bajo desempeño y las expectativas de los VC explicarían los motivos para la destitución de los equipos gestores, controlados y ejecutados a través de la participación del VC en el Consejo de Administración (Busenitz et al., 2004).

De Clercq y Sapienza (2006) explican como el VC solo quiere invertir en la empresa si tiene confianza en su director general. Así, si tras la inversión no tienen o han perdido la confianza en el gestor decidirán su sustitución o cesará cualquier tipo de financiación adicional en la empresa. Incluso, esta situación podría llegar a producirse, aunque la evolución de la empresa no estuviera defraudando las expectativas. Siendo por tanto la calidad de la relación entre ambos un factor importante para la toma de decisiones del VC (De Clercq y Sapienza, 2006).

2.3.3.2.8. Desinversión parcial.

Consiste en que el VC en su proceso desinversor, se mantenga parcialmente en el accionariado para transmitir “confianza” para que el comprador acceda a adquirir parte de su paquete accionarial.

El VC al mantener su permanencia parcial en el proyecto estará enviando señales al nuevo inversor que le ayudarán a reducir la asimetría de información. Así, manifestará su compromiso y su apoyo al proyecto a la vez que estará vinculando parte de sus retornos económicos a una operación de venta en un futuro que estará condicionada por la evolución futura de la empresa en el tiempo que compartirá su destino con el nuevo inversor.

Además, por el hecho de que la desinversión también se va a ver afectada por la asimetría, los VC deberán adquirir una reputación positiva presentando a terceros en su proceso de desinversión buenos proyectos como “oportunidades de inversión”. Esta calidad de los proyectos contribuirá a incrementar su credibilidad en el sector, lo que les ayudará a seguir activos dentro de esta industria y mantener intacto su prestigio (reputación).

2.3.3.2.9. Prestigio (reputación).

Balboa (2007) realiza un trabajo de investigación acerca de los factores que determinan la reputación de los operadores de capital riesgo en España. Lo aborda desde el punto de vista de la teoría de la agencia en la que el inversor (principal) deberá elegir a la sociedad de capital riesgo más adecuada, que actuará como agente para que gestione sus recursos. La sociedad de capital riesgo estará incentivada en proporcionar “señales” que contribuyan a crear y mantener una elevada reputación que les permita obtener un mejor posicionamiento en el mercado de cara a ser seleccionados por los inversores (Balboa, 2007).

Esta reputación contribuirá a reducir los problemas de riesgo moral y selección adversa, de manera que el principal decida confiarles sus fondos con los que poder desarrollar su actividad profesional

de financiación de empresas (Balboa, 2007). Por tanto, resulta muy relevante identificar cuáles son los factores que condicionan el que los inversores acudan a unas u otras sociedades de capital riesgo para encomendarles la gestión de sus recursos económicos.

Es de destacar como Balboa (2007) plantea como en un mercado de capital riesgo desarrollado la rentabilidad histórica otorgada por el capital riesgo a sus inversores sería el principal indicador acerca de su reputación. Así, los inversores mostrarían preferencia por aquellos capaces de generar mayores rentabilidades. Sin embargo, argumenta que tanto el largo ciclo necesario para la maduración de las participaciones como la ausencia de información al respecto, dado el carácter privado de las transacciones, suponen un serio impedimento para su utilización. Por ello, el inversor se ve obligado a recurrir a otras variables que le permitan definir la reputación del capital riesgo y por tanto como principal le ayuden en la toma de esa decisión de encomendarle el papel de agente (Balboa, 2007).

De entre todas las variables tenidas en consideración en el estudio de Balboa (2007) destacaremos el uso de la localización geográfica de la sociedad de inversión. Distingue entre sí está ubicada o no en la Comunidad de Madrid, al plantear la hipótesis de que ubicar su sede en la capital del España podría otorgarle una mayor reputación de cara a la captación de fondos. También hace referencia al tamaño de la sociedad (distingue entre mayores y menores de 60 millones de euros bajo gestión), planteando que un mayor tamaño podría suponer una mayor reputación (Balboa, 2007).

También tienen en consideración la experiencia de los gestores, medida como el número de años de experiencia del equipo directivo de la entidad de capital riesgo, esperando que una mayor experiencia fuese un referente de una mayor reputación (Balboa, 2007).

Mencionar también como Balboa (2007) argumenta que, debido a su complejidad, la competencia con otras sociedades de capital riesgo y la prolongada duración del proceso, sería un buen indicador reputacional su capacidad para atraer, negociar y cerrar un buen número de propuestas de inversión. Por tanto, un mayor número de inversiones realizadas en el pasado y/o un mayor importe total invertido en el pasado serían señales de una mayor reputación.

Ambos parámetros se ponen en cuestión al considerar las tareas de seguimiento que contribuyen a crear valor en las empresas participadas (Balboa, 2007). Así, una reducción en el seguimiento podría tener consecuencias negativas en la rentabilidad final obtenida por estas sociedades, y por tanto se vería perjudicada su reputación. Esto sería posible incrementando el número de inversiones sin necesidad de reducir el seguimiento de cada una de ellas, gracias al aumento de los profesionales a cargo de las empresas financiadas. Por tanto, el criterio a tener en cuenta sería las empresas que tiene al cargo cada uno de los profesionales que forman el equipo de la sociedad de capital riesgo (Balboa, 2007) es decir, el tamaño de la cartera de participadas.

Por tanto, el prestigio (reputación) es un activo que el agente otorga al principal (Balboa, 2007). Nosotros, en nuestro estudio hemos tratado la relación de asimetría en la que el emprendedor actúa como agente y la sociedad de capital riesgo como inversor. Pero, además, vemos como el prestigio de la sociedad de capital riesgo no solo puede enviar una señal al inversor, sino que también reportará una utilidad a la empresa financiada.

Es decir, uno de los valores añadidos de la sociedad de capital riesgo, y en nuestro caso concreto del *Venture Capital*, son las señales positivas que puede enviar a los distintos agentes con los que puede interactuar. Nos estamos refiriendo a posibles profesionales que puedan incorporarse al equipo de la

compañía, clientes, proveedores, otras fuentes de financiación, etc. que “confiarán” más en la compañía si cuentan con el respaldo de un *Venture Capital*, y como estas señales serán más o menos significativas en función de la mayor o menor reputación del *Venture Capital* que les ha proporcionado la financiación.

En este apartado se han enumerado diversas cuestiones que pueden influir en el prestigio del VC (localización, volumen de fondos gestionados, experiencia de los gestores, tamaño del *portfolio*), cuestiones que hemos tenido en consideración en nuestro estudio desde un punto de vista descriptivo. Además, se ha mencionado otro elemento como es el histórico de los resultados de sus operaciones de financiación. En este aspecto, el VC puede tener un papel desde el punto de vista del valor añadido que potencialmente podría llegar a aportar. El VC estaría incentivado a realizar este tipo de actividades para mejorar su prestigio en el mercado. De este prestigio es del que se podrían aprovechar las empresas financiadas como parte del valor añadido que potencialmente aportarían los VC. En apartados posteriores abordaremos todas estas cuestiones, que además formarán parte de nuestras hipótesis de investigación.

Como conclusión de este apartado en el cuadro 6, podemos ver un resumen esquemático de los distintos conceptos que pueden ayudar a reducir la asimetría de la información y los distintos autores que los mencionan.

Cuadro 6: Herramientas del *Venture Capital* para mitigar la asimetría de información.

Conceptos	Autores
Apoyo en la recomendación de terceros (Selección de proyectos)	Tyebee y Bruno (1984)
Evaluación de señales e información (Selección de proyectos)	Tyebee y Bruno (1984); Macmillan et al. (1985); Sahlman (1990); Fried y Hisrich (1994); Gompers (1995); Wright y Robbie (1996); Manigart et al. (1998); Braly (2011); Ramon (2011)
Existencia de patentes (Selección de proyectos)	Lockett y Wright (2001)
Pacto de socios -Contrato financiero	Tyebee y Bruno (1984); Sahlman (1990); Sapienza y Korsgaard (1996); Fiet et al. (1997); Trester (1998); Kaplan y Strömberg (2001); Hellmann y Puri (2002); Landström et al. (2002); Gilson (2003); Repullo y Suarez (2004); Ramon (2011)
Contactos-mantenimiento de un canal de comunicación	Sahlman (1990); Bygrave y Timmons (1992); Fiet (1995); Lerner (1995); Sapienza y Korsgaard (1996); Cable y Shane (1997); Braly (2011); Li y Zahra (2012)
Sindicación de la inversión	Bygrave (1987); Sahlman (1990); Lerner (1994, 1995); Wright y Robbie (1998); Gompers y Lerner (2001); Lockett y Wright (2001); Brander et al. (2002); Fluck et al. (2005); Manigart et al. (2006); Hochberg et al. (2006); Böhner (2007); Sorensen (2007); Hochberg et al. (2007); Hopp (2008); Du (2009); Reiner (2013)
Inversión por fases	Sahlman (1990); Gompers (1995); Black y Gilson (1998); Gompers y Lerner (2001); Hege et al. (2003); Leiblein y Miller (2003); Wang y Zhou (2004); Fluck et al. (2005); Gilson (2003); Giat (2005); Mayer y Salomon (2006); Hopp (2008); Krohmer et al. (2009); Dahiya y Ray (2012)
Mecanismos de compensación al emprendedor por su desempeño	Sahlman (1990); Gilson (2003); Kaplan y Strömberg (2004)
Acciones convertibles, Valoración dinámica en función objetivos	Sahlman (1990); Lerner (1994); Hellmann (1998); Schmidt (2003); Repullo y Suarez (2004); Cumming (2005)
Seguimiento, Control y Monitorización	Tyebee y Bruno (1984); Sahlman (1990); Fried y Hirsch (1994); Lerner (1995); Gompers (1995); Barney et al. (1996); Hellmann (1998); Kaplan y Strömberg (2001 y 2004); Hsu (2004); Gilson (2006)
Reemplazar al emprendedor, derechos de control	Chan (1983); Barney et al. (1994); Black y Gilson (1998); Gompers (1996); Cable y Shane (1997); Kaplan y Strömberg (2001); Kirilenko (2001); Lerner y Schoar (2005); Tykiová (2007)
Desinversión parcial	Sahlman (1990); Gompers y Lerner (2001); Cumming y MacIntosh (2003)
Reputación	Megginson y Weiss (1991); Gompers (1995); Lerner (1995); Gompers y Lerner (2001); Hellmann y Puri (2000); Balboa (2007); Rodríguez Gulías et al. (2015)

Fuente: Elaboración propia

En los siguientes apartados veremos más detenidamente como a través del papel que desempeña el VC en el seguimiento y control del emprendedor y su compañía, y el empleo del resto de instrumentos que pueden ayudarle a disminuir la asimetría de información, podrá llegar la aportación de valor que contribuya a mejorar el desempeño de la empresa por ellos financiada.

2.4. Valor aportado (*Smart Money* - Dinero inteligente).

Abdou (2006) explica en su trabajo como el principal objetivo de los VC es maximizar sus ganancias y minimizar sus pérdidas, para lo cual los VC utilizarán sus experiencias, sus contactos profesionales y las estrategias oportunas de financiación. Aunque los VC no participan directamente en el día a día y no asumen posiciones directivas en el equipo gestor, sin embargo, si podrán controlar las decisiones estratégicas a través de los asientos que se reservan en el consejo de administración (Abdou, 2006).

La aportación conjunta de capital y soporte no financiero por parte de los VC recibe el nombre de “*Smart Money*” (Sorensen, 2007).

Así, son varios los trabajos realizados en los Estados Unidos que han puesto de manifiesto la habilidad de los *Venture Capital* para seleccionar empresas prometedoras, proporcionarles la financiación adecuada e incentivar a estas empresas innovadoras para que se comporten más enérgicamente de forma que emerjan como líderes del mercado (Hellmann, 1998; Bottazzi y Da Rin, 2002).

Los *Venture Capital* realizan un barrido del mercado para seleccionar las mejores propuestas de inversión y proporcionan financiación, control, seguimiento y certificación en las firmas en las que han invertido. Pueden prestar servicios de gestión y soporte (Sapienza, 1992; Casamatta, 2003; Hsu, 2004; Lindsey, 2008), sugiriendo además que estos servicios de “*management*” y soporte crearán un valor en la empresa en parte debido a su profesionalización y, también por contribuir en la adaptación de su estrategia.

Los *Venture Capital* suponen un caso único de intermediario financiero en el que su contribución va más allá del dinero invertido en las compañías, ya que facilitarán servicios “costosos”, que crean valor y que incrementarán los retornos de sus inversiones (Hellmann y Puri, 2002; Kaplan y Strömberg, 2004).

Amit et al. (1998) explican como los VC cuentan con profesionales con los perfiles y conocimientos adecuados para seleccionar buenos proyectos y, para posteriormente proporcionar un servicio específico y especializado de asesoramiento a los emprendedores.

Para Reiner (2013), los VC se caracterizan por sus opciones de añadir valor a lo largo del periodo de la inversión, así los VC son considerados como inversores que contribuyen con un valor adicional generando servicios además de la aportación de su dinero invertido (Baum y Silverman, 2004; Busenitz et al., 2004; Fitz et al., 2009).

En España, el Foro de Expertos en Capital Riesgo y TIC (2008) concluyó que el *Venture Capital* puede jugar un papel esencial en la consecución de los objetivos de estas empresas. Para ello, aportarán una metodología y una capacidad de gestión, pudiendo facilitar la apertura de mercados, posibilitar el establecimiento de sinergias con otras empresas de su cartera de participadas, o incluso aportando personas altamente cualificadas para incorporarse al equipo de gestores de la empresa.

Además, una vez que los VC han efectuado su inversión, estos tendrán un incentivo real para conducir y acompañar a la empresa al cumplimiento de sus objetivos (Arque-Castells, 2012), este incentivo también vendrá implícito en la necesidad de disminuir la asimetría de la información existente en la relación (Jensen y Meckling, 1976).

Para Ramón (2011) la presencia del VC en la empresa participada añade valor a la misma ya que este no actúa como un acreedor, sino que se vincula con la empresa pasando a ser en la mayoría de los casos un socio de la misma, ejerciendo actividades de apoyo y asesoramiento a la participada, y vinculándose totalmente a ella.

Los VC no obtendrán sus retornos económicos a través de la devolución de cuotas periódicas (en formato de préstamo) sino del valor que alcance la compañía en un futuro a través del crecimiento y la consecución de objetivos cualitativos y cuantitativos gracias a su satisfactorio desempeño. Esto motivará que el VC tenga un interés especial en que la compañía genere valor, ya que de ello dependerán los retornos que obtenga el VC e incluso su propio futuro. Si su operación de financiación de la empresa es exitosa podrá recabar nuevos fondos y, en caso contrario los inversores no confiarán en el desempeño del VC y no aportarán los recursos necesarios para su funcionamiento, viéndose obligados a cesar su actividad.

Kaplan y Schoar (2005) indican que solo si los VC logran suficientes retornos financieros de sus inversiones podrán tener éxito en conseguir fondos adicionales para sus nuevas actividades inversoras. Incluso en épocas de recesión, cuando las cosas no vayan bien los VC tenderán a hacer todo lo posible por mantener vivas sus inversiones. Esto implica que incluso los VC se verán obligados a volver a invertir en las empresas de su *portfolio* que así lo necesiten en lugar de en otras empresas nuevas, con el objetivo de suministrarles el oxígeno necesario para que sigan vivas y ganen tiempo para que puedan dar la vuelta a su situación encaminándose hacia un mejor desempeño.

Wolfson (2010) explica como las compañías en las que invierten los VC deben ser protegidas hasta que quiebren (*write off – fail*) o alcanzan un evento de liquidez; y como la reinversión en las empresas de su cartera de participadas es más frecuente en épocas de desaceleración económica.

En este apartado expondremos en primer lugar algunos estudios que muestren una mejor evolución de las empresas que cuentan con el apoyo de un VC en comparación con otras compañías que no lo tienen. Este mejor desempeño sería como consecuencia de la aportación diferencial del VC. A continuación, explicaremos “¿Cuándo?”, para pasar a enumerar “¿Cómo?” puede aportar esa diferenciación que hará que el VC cumpla su objetivo de materializar su salida generando los mayores retornos posibles gracias a que ha conseguido que la empresa financiada alcance su valor más alto en el momento óptimo. Esta aportación estará condicionada por diferentes factores, entre ellos destacaremos algunos que dependen del VC y otros de la empresa financiada. Finalmente, describiremos el proceso de aprendizaje del emprendedor y su equipo gestor, y el proceso de búsqueda de financiación inteligente.

2.4.1. Evidencias del mejor desempeño de las empresas participadas por un Venture Capital.

Para poder apoyar la idea de que los inversores del tipo *Venture Capital* aportan valor en las empresas en las que han invertido hemos realizado una búsqueda de estudios de investigación y explorado diversas fuentes bibliográficas. El objetivo de la revisión de la literatura fue encontrar trabajos que mostraran diferencias en el comportamiento de las empresas apoyadas por un VC frente a una población de empresas comparables que no hubiesen recibido este tipo de financiación.

Una de las mejores formas de demostrar esa aportación hubiese sido haber encontrado estudios que tomaran como referencia parámetros financieros. Sin embargo, las características del sector hacen que los datos necesarios para llevar a cabo ese tipo de investigaciones en la gran mayoría de los casos no estén disponibles. Los inversores y las empresas se vienen mostrando muy reacios a facilitar información de una manera sistemática y fiable, pues a partir de ella terceros agentes implicados podrían evaluar el desempeño tanto de la empresa como del inversor. Además, las empresas que reciben la inversión son relativamente jóvenes, siendo prácticamente su creación reciente, disponen de información financiera escasa y de fiabilidad relativa, no teniendo además la obligatoriedad de auditar sus cuentas.

El objetivo del estudio de Cravalho (2007) fue examinar como los fundadores de las empresas de alta tecnología en los Estados Unidos apalancaban los consejos externos en su beneficio. Cravalho (2007) se encontró con que le fue difícil obtener datos precisos de su desempeño, ya que las empresas manejaban sus estados financieros de forma privada. Explicaba como la mejor manera de haber medido el éxito hubiera sido analizando las cuentas de ingresos y de beneficios de cada compañía. Aunque requirió esa información, ninguna de las empresas se sintió cómoda compartiendo sus estados financieros (Cravalho, 2007).

El siguiente mejor método de evaluar el comportamiento de una empresa sería fijarse en su capitalización en el mercado (Cravalho, 2007). De nuevo, las empresas tampoco se mostraron colaboradoras en compartir datos acerca de su capitalización más reciente en la última ronda de financiación (*valor premoney*). Por tanto, los únicos datos posibles que el autor pudo utilizar acerca de la evolución tuvieron su origen en fuentes públicas. Cravalho (2007) admitió que probablemente esta no era la mejor forma de medir esta circunstancia, pues los datos no estaban disponibles hasta pasado un tiempo (al menos más de un año) por lo que no eran actuales.

Nosotros queremos añadir como además, los estados financieros no representan exactamente el valor potencial de este tipo de empresas. Puesto que tienen una corta historia y unos escasos datos financieros, además no reflejarán el valor potencial de su tecnología, o su valor en función de la cuota de mercado, el tráfico, la cartera de clientes, los usuarios, las transacciones, etc.

A este respecto Bartkus (2004) explica como para la mayoría de la gente que está fuera de esta industria lo que ocurre realmente dentro de las finanzas del inversor es enigmático. En Estados Unidos, esto es debido a que la mayoría de esta actividad está soportada por inversores privados que no tienen la obligación de hacer pública su actividad ni aportar datos de sus empresas financiadas. Imposibilitando que pueda ser estudiada y analizada su actividad con rigor (Bartkus, 2004).

Behrens (2007) expone como los datos de las operaciones de inversión de los VC, su evolución y los resultados tras la desinversión no son publicados de una manera abierta, transparente y recurrente. Una de las causas de esta opacidad en el sector biotecnológico es que, si como resultado de una inversión se demuestra que una línea de investigación no ha sido capaz de superar con éxito todos los hitos hasta llegar al mercado, este fracaso probablemente provocará que se paren otras inversiones dentro de esta línea de investigación (Behrens, 2007). Esto tendría como consecuencia que en esta línea de investigación en concreto se llegase a paralizar a nivel mundial la actividad de los investigadores.

En el caso del sector en España los investigadores a la hora de realizar estudios sobre este tema se encuentran con el problema general de la ausencia y escasa disponibilidad de datos, a lo que hay que añadir la dificultad adicional del escaso tamaño de la población (Alemany, 2004). También, la confidencialidad de las inversiones llevadas a cabo, tanto en importes como en su evolución posterior, hacen muy difícil la obtención de datos para poder llevar a cabo estudios empíricos en muchos de los campos en los que se ve involucrado el capital riesgo en España. Además, el mercado español en comparación con el de los Estados Unidos, es más joven existiendo una menor serie histórica, contando con un menor número de agentes inversores y emprendedores por lo que el número de operaciones de inversión y de desinversión materializadas es muy inferior.

En definitiva, el mercado americano cuenta con una mayor serie histórica, con un mayor número de operaciones ejecutadas y además con bases de datos más potentes y fiables que para el ecosistema español. Por este motivo los estudios empíricos para el sector son más abundantes en los Estados Unidos.

A pesar de las dificultades mencionadas en los párrafos anteriores, la contribución del inversor en el mejor desempeño de las compañías invertidas por un *Venture Capital* ha atraído el interés de los investigadores que han realizado estudios que tratan de demostrar la importancia de este sector y el valor aportado por los inversores a las empresas en forma de *Smart Money*.

Sin querer ser exhaustivos en aportar todos los estudios con los que nos hemos ido encontrando, haremos una breve reseña de los más relevantes (ver cuadro 7); incluyendo estudios en mercados de diversos países (EEUU, Bélgica, Alemania, Canadá, etc.) que ponen de manifiesto cómo el soporte y apoyo “gerencial” aportado por los VC a las firmas en las que invierten proporciona un impacto positivo.

En estos estudios cuantitativos se selecciona una muestra de empresas con atributos y características comparables y se analiza su evolución en el tiempo, procediéndose a comparar el desempeño de las que han recibido financiación y respaldo por parte de un VC con aquellas otras compañías que han evolucionado sin este socio.

En general, todas las empresas son diferentes entre sí y arrojan diferentes resultados en función de sus características (tamaño, sector, actividad, etc.), de su organización interna y su estructura, de sus estrategias, de la gestión de bienes o servicios que producen y de los recursos y capacidades que poseen o son capaces de movilizar en un momento dado.

Cuadro 7: Estudios que muestran un mejor desempeño de las empresas financiadas por un Venture Capital.

Autores	País	Concepto
Zacharakis y Meyer (2000)	EEUU	tasa supervivencia
Rosenbush et al. (2012)	varios estudios	ventas
Kannianen y Keuschnigg (2003)	Modelo	crecimiento, empleo y valor
Hsu (2006)	EEUU	generación de ingresos más temprano
Chemmanur et al. (2011)	EEUU	ventas, importe de los salarios y productividad
Gompers y Lerner (2001)	EEUU	beneficios
Hellmann y Puri (2000)	EEUU	profesionalización, mejor equipo gestor
Hellmann y Puri (2002)	EEUU	llevar sus productos más rápido al mercado
Hsu (2000)	EEUU	mejor estrategia de comercialización
Celikyurt (2009)	EEUU	mayor tasa innovadora y mayor número de patentes
Kortum y Lerner (2000)	EEUU	más efectivos en generar y proteger patentes
Fried et al. (1998)	EEUU	consejos de administración más activos y menos numerosos
Meggison y Weiss (1991)	EEUU	resultado de la OPV
Kaplan y Lerner (2010)	EEUU	realizar una OPV
Sorensen (2007)	EEUU	realizar una OPV
Hsu (2007)	EEUU	mayor valoración en OPV
Hochberg (2008)	EEUU	mejor gobierno corporativo
Sun (2007)	EEUU	ingresos, beneficios y valoración
Zahra et al. (2007)	EEUU	exportación
Davila et al. (2003)	EEUU	empleo
Baum y Silverman (2004)	Canadá	ventas, supervivencia, mejora tasas de inversión en I+D, personal y patentes
Casamatta (2003)	Modelo	rentabilidad
Abdou (2006)	Empresas varios países participadas por Venture Capital radicados en EEUU	beneficios
Bottazzi y Da Rin (2005)	Europa	ventas
Croce et al. (2013)	Europa	productividad
ASCRI (2012)	Reino Unido	empleo y ventas
Manigart et al. (1999)	Bélgica	activos y cash flow
George et al. (2005)	Suecia	exportación
Engel (2002)	Alemania	contratación de personal
ASCRI (2012)	Italia	empleo y ventas
Colombo y Grilli (2010)	Italia	ventas y empleo
Bertoni et al. (2011)	Italia	ventas y empleo
AIFI (2006)	Italia	empleo, ventas y EBITDA
ASCRI (2011)	España	empleo
Balboa et al. (2006)	España	ventas, empleo
Alemaný (2004)	España	crecimiento
Alemaný y Martí (2005)	España	empleo, ventas, EBITDA y activos intangibles
Alemaný y Martí (2007)	España	productividad
Arqué-Castells (2012)	España	actividad innovadora, ventas y velocidad de llegada al mercado
ASCRI (2012)	España	crecimiento, empleo, inversión, innovación y productividad
Rodríguez Gulías et al. (2015)	España	crecimiento en ventas netas de las spin-off universitarias

Fuente: Elaboración propia.

Si estos recursos y capacidades aportados por el inversor no están disponibles para todas las empresas, éstos se mostrarán como la base de unas ventajas competitivas sostenibles que les permitirán diferenciarse de la competencia (Barney, 1997). En función del mejor desempeño de las empresas que cuentan con un *Venture Capital* en su accionariado, se podría calificar a este hecho como un recurso escaso y diferencial.

En este sentido, el VC es considerado por académicos y profesionales como uno de los principales impulsores del éxito de las empresas emprendedoras. Varios estudios a nivel de empresa han investigado la relación entre la financiación del VC y el desempeño de la empresa. Por ejemplo, Wright y Robbie (1998) indican como en promedio, las empresas financiadas por los VC crecen más rápido, patentan más, tienen una mayor productividad y tienen más probabilidades de salir a bolsa que las que no cuentan con el apoyo de un VC.

Zacharakis y Meyer (2000) apuntaron que las empresas respaldadas por un VC tienen tasas más altas de supervivencia que aquellas comprables que no lo tienen.

Es muy frecuente encontrar en la revisión bibliográfica cómo los investigadores proponen a los *Venture Capital* como un importante recurso para mejorar los resultados de las compañías en las que invierten, especialmente en entornos de incertidumbre (Rosenbusch et al., 2013). Por ello, los *Venture Capital* se muestran como unos inversores especializados que son capaces de crear valor, seleccionando las empresas más prometedoras dentro de los sectores más prometedores, proporcionando recursos financieros y un soporte tras la realización de la inversión.

Aunque la opinión generalizada en la revisión bibliográfica es que los *Venture Capital* incrementan el éxito de las empresas en las que invierten; sin embargo, Rosenbusch et al. (2013) indican que los estudios empíricos que estudian esta relación no son siempre concluyentes. Aunque pocos, existen algunos autores que indican que o bien no encuentran efectos positivos resultando indiferente la participación del VC, o que incluso esto podría llegar a tener consecuencias negativas.

Rosenbusch et al. (2013) concluyen en su estudio que los *Venture Capital* tienen un efecto positivo en las empresas en las que invierten, aunque este suele manifestarse débilmente. Incluso a veces este efecto desaparece en función del sector de actividad. Encontraron que el principal efecto sobre los resultados está relacionado con el crecimiento de la empresa, mientras que prácticamente no tiene efectos sobre la rentabilidad de la empresa. También pusieron de manifiesto en su estudio que los efectos sobre los resultados se reducen cuando las empresas que han recibido la inversión son demasiado jóvenes o demasiado maduras (Rosenbusch et al., 2013).

Para Kannianen y Keuschnigg (2003), los *Venture Capital* no sólo financian sino que añaden valor a la empresa en la que invierten, ayudando a las empresas a crecer más rápido, crear más valor y generar más empleo que el grupo de empresas de referencia que no han recibido su financiación.

Dentro del sector de las ciencias de la vida las empresas financiadas por un *Venture Capital* tienen más probabilidades de generar fuentes de ingresos más tempranas, vendiendo o licenciando su tecnología a otras empresas y, su comportamiento es más sensible a las condiciones del mercado que las empresas sin esta financiación (Hsu, 2006).

Otro punto de comparación es la evolución de las ventas. Chemmanur et al. (2011) indican que las empresas con un *Venture Capital* son capaces de alcanzar una mayor cifra de ventas netas que las no invertidas. También encontraron que, aunque el nivel de empleo era similar entre ambos tipos de empresas, sin embargo, tras la inversión se producía un aumento neto del importe de los salarios.

Fijándonos en el informe ASCRI (2012) podemos obtener los siguientes datos que hacen referencia al crecimiento de las ventas. En Italia para el periodo 1999-2006 las ventas de las empresas participadas por un VC crecieron a un ritmo anual del 21% frente al 5,7% del grupo de control. En el Reino Unido para el periodo 2001-2007 las ventas de las empresas financiadas por capital riesgo crecieron una media anual del 8%, frente al 6% de las del FTSE 100 y el 5% de las FTSE mid-250. Para el caso español en el periodo 2005-2008 los incrementos medios anuales en ventas de las participadas por el capital riesgo fueron del 8%, frente a un descenso del 7,7% en las comparables (ASCRI, 2011)

En el estudio realizado por Gompers y Lerner (2001) en el que compararon empresas que habían realizado una OPV en el periodo comprendido entre el año 1972 y el año 1992, encontraron que

aquellas que habían recibido financiación por parte de un *Venture Capital* llegaban a tener hasta un 22,1% más de beneficio.

Hellmann y Puri (2000) concluyen que contar con un *Venture Capital* como socio permite a la empresa captar los mejores gestores (CEOs), gracias al capital reputacional que aportan y al plan de incentivos que implantarán a base de *stock options*. Este hecho será aún más significativo cuando la empresa se encuentre en un estadio inicial o su situación no sea la mejor (inestabilidad financiera, débil posición en el mercado, etc.). Añaden que las empresas que consiguen financiación de un *Venture Capital* se profesionalizarán más rápido y llegarán antes a posicionarse en el mercado, desempeñando el *Venture Capital* un importante papel en la creación del equipo de la empresa en la que participa. Además, encontraron en su estudio que incluso después de la OPV las empresas con una mayor participación de su VC pueden tener mayores probabilidades de supervivencia en la competición con sus comparables dentro de la misma industria y exhibir un mejor desempeño operativo.

Por tanto, para Hellmann y Puri (2000) los *Venture Capital* se involucran en las empresas que financian. La pregunta sería si esto marca una diferencia positiva en la evolución de las empresas. Existe una amplia creencia de que los *Venture Capital* que financian influyen en las nuevas compañías innovadoras. Su estudio prueba que la financiación de un *Venture Capital* está relacionada con la producción de estrategias orientadas al mercado.

Hellmann y Puri (2002) manifiestan como los VC son inversores altamente especializados que proveen a los emprendedores con experiencia de negocio. Así, las empresas financiadas por un VC llevan sus productos al mercado más rápido que las empresas que no tienen este tipo de financiación (Hellmann y Puri, 2002). Estos autores encuentran evidencias de que las empresas que reciben Capital Riesgo llevan su primer producto 1,88 veces más rápido al mercado, aumentando hasta 3,37 veces en las empresas innovadoras. Esto está motivado porque este tipo de inversores tienen un incentivo financiero para hacer más atractivas las empresas de su cartera de participadas con el objetivo de poder ser vendidas con el mayor beneficio posible.

Las compañías más innovadoras (*first movers*) tienen más probabilidades de obtener financiación que las compañías con una estrategia de imitación. Concluyen que las compañías participadas por un *Venture Capital* lanzarán antes al mercado sus nuevos productos, reducen el tiempo de su lanzamiento y la llegada a nuevos mercados, con estrategias de ventas más agresivas y con objetivos de innovación más radicales, siendo esto una gran ventaja en los mercados tecnológicos, donde el tiempo de llegada al mercado es esencial para alcanzar el liderazgo del mercado (Hellmann y Puri, 2002).

El respaldo de un VC mejora la capacidad de las empresas de reconocer el entorno de los negocios y escoger cual es la estrategia de comercialización más apropiada (Hsu, 2000).

Celikyurt (2009) muestra que las empresas con VC en los consejos de administración tienen una actividad más intensa de I+D, participan en un mayor número de operaciones con VC corporativos, realizan un mayor número de *joint ventures* y de alianzas estratégicas lo que les hace ser empresas con un mayor contenido innovador, traduciéndose en un mayor número de patentes.

Los gestores de los VC presentes en las compañías facilitarán estas tareas de compraventa y adquisición de las empresas y de alcanzar acuerdos estratégicos (Celikyurt, 2009). El número de patentes se utiliza como un indicador para evaluar la productividad del esfuerzo de las empresas en I+D. Además, Celikyurt (2009), añade que el VC aporta valor a las empresas, incluso tiempo después de haber pasado la fase de OPV especialmente en cuestiones relacionadas con promocionar la actividad de I+D de esas empresas.

Kortum y Lerner (2000), tras examinar 20 sectores distintos de actividad, encontraron cómo la financiación de los *Venture Capital* tiene una influencia positiva significativa en la innovación de las empresas en las que invierten y en su tasa de patentes. Estas compañías producirán más patentes y de más valor que aquellas otras empresas que no tienen el respaldo de un VC. Demostrando más efectividad en generar y defender las patentes.

En este mismo estudio, Kortum y Lerner (2000) pusieron de manifiesto que los incrementos de la actividad del *Venture Capital* en una industria o en un sector determinado estaban asociados con incrementos significativos en la tasa de patentes.

El número de patentes en las empresas tecnológicas en las que invierten los *Venture Capital* se incrementa después de su inversión, especialmente durante los dos primeros años. Este hecho, entre otras cuestiones, estará motivado porque gracias al dinero invertido podrán pagar los enormes costes que supone patentar las invenciones que habían venido desarrollando de manera previa a la inversión (Kortum y Lerner, 2000).

Patentar supone un coste muy alto, ya que las empresas quieren patentar en varios países que serán sus principales mercados (España, Europa, los Estados Unidos y, muy a menudo, en Japón). Legalizar sus patentes en varios países supone un sobrecoste adicional. Además, el dinero de la financiación de los VC también permitirá acelerar los desarrollos tecnológicos en curso. Gracias a la financiación, podrán dotar a estos proyectos de investigación de más recursos técnicos y humanos, contribuyendo a que el conocimiento existente en la empresa se convierta en un elemento patentable.

Probablemente la teoría de la agencia está detrás de los resultados obtenidos por Fried et al. (1998) que confirman que las compañías con un *Venture Capital* dentro de su accionariado tienen consejos de administración más activos y menos numerosos que los consejos del resto de empresas.

Otro campo de observación para analizar el posible impacto positivo de la influencia de los VC son las empresas que han salido a cotizar a bolsa. Uno de los primeros estudios en este ámbito fue el realizado por Megginson y Weiss (1991), poniendo de manifiesto que las OPV de compañías participadas por los *Venture Capital* estaban asociadas con precios más altos de salida, mayor apoyo institucional y mayor prestigio. Además, encontraron que estas empresas tenían una mejor evolución tras la OPV e, indicaron que a largo plazo lograban unos retornos de la inversión más altos.

Kaplan y Lerner (2010) comprobaron que las compañías participadas por un *Venture Capital* tienen más probabilidades de llegar a lanzar una OPV que aquellas otras no invertidas por estos. Sorensen (2007) al mostrar los resultados de su estudio matiza que la probabilidad de salir a bolsa se incrementaba cuando el inversor es un *Venture Capital* experimentado respecto a otros casos en los que éste no cuente con tanta experiencia.

Los VC participan activamente en la operativa de las empresas, y su estrategia de inversión tendrá un impacto directo en el desempeño de la empresa (Hsu, 2007). Sus resultados sugieren que las empresas con un VC en su accionariado sufren una menor reducción de su valoración en la OPV por una percepción de una menor existencia de asimetría de información.

Arthurs y Busenitz (2006) en su estudio probaron el potencial valor añadido que los VC pueden proporcionar más allá del capital aportado. En concreto, mostraron su importancia en el periodo posterior a la realización de una OPV, donde el VC actúa como catalizador desempeñando tareas relacionadas con el desarrollo de producto y la mejora en la gestión. Debido a que los VC no pueden desinvertir de la empresa hasta un tiempo después de la OPV, estos mantendrán un fuerte incentivo para permanecer involucrados en comparación con otras empresas comparables que no contaban con este tipo de financiación. Sin embargo, su aportación será menor en áreas como la responsabilidad legal o la regulación gubernamental (Arthurs y Busenitz, 2006).

Hochberg (2008) estudió el papel desarrollado por los VC en respaldar el gobierno corporativo de las empresas después de la OPV, comparándolo con las empresas que no tenían detrás a un VC. Comprobó que las empresas que contaban con un VC tenían más ajustado el nivel retributivo del equipo gestor y un consejo más independiente, debido a la existencia de los comités de auditoría y de retribución.

Abdou (2006) en su estudio muestra como monitorizar las empresas de su cartera de participadas tiene un efecto positivo sobre el éxito de esas empresas. El principal indicador que podrá tener efectos predictivos sobre la ruptura de caja y su quiebra es una baja cifra de ventas. Esto es consistente con otros estudios en los cuales se concluye que las empresas financiadas por un *Venture Capital* generan más beneficios que las que no cuentan con este tipo de financiación. El estudio de Abdou (2006) confirma que los *Venture Capital* tienen efectos en las empresas en las que ellos han invertido incluso después de que estas empresas hayan abordado un proceso de OPV.

Sun (2007) alcanzó resultados que muestran como los VC aportan valor a sus empresas participadas. Los recursos adicionales y el resto de las contribuciones que aporta el VC, les permite un crecimiento en ingresos y en beneficio neto más rápido que las empresas que no están financiadas por un VC tras la OPV. Los VC también aportan su experiencia en la definición de las OPV, así la valoración de la empresa en la OPV está cerca de ser 3 veces superior. Los resultados del análisis de Sun (2007) indican que las compañías respaldadas por un VC tienen una mejor evolución que las empresas que no han recibido este tipo de financiación. Esto indica que las contribuciones de valor de las empresas de VC ayudan en el desarrollo y ejecución de las empresas en las que participan. Observándose también un desarrollo diferente en función de si se trata de un VC o un CVC (Sun, 2007).

Desde un punto de vista teórico, Casamatta (2003) elaboró un modelo que indica que en negocios muy innovadores las empresas que han obtenido el respaldo de un *Venture Capital* deberían ser más rentables que las empresas que no cuentan con este tipo de socio.

Para el mercado sueco, George et al. (2005) encuentran una relación positiva entre la presencia de accionistas externos (capital riesgo) y el grado de internacionalización de una empresa. En el caso de los EEUU, Zahra et al. (2007) concluyen como las habilidades de la empresa para internacionalizarse se incrementan con la presencia de inversores del tipo capital riesgo. Así, las empresas participadas

por un *Venture Capital* exportan el 70% de sus ventas, 4 veces más que la ratio de exportación (17%) de todo el sector privado de la economía canadiense.

Manigart et al. (1998) encontraron que cuando comparan empresas belgas que han recibido financiación de los *Venture Capital* con otras que no la han recibido, comprueban cómo en las primeras tienen un impacto positivo sobre el crecimiento de los activos y del flujo de caja de las compañías.

En el caso del mercado alemán, el estudio de Engel (2002) indica que las empresas que han recibido la participación de un *Venture Capital* experimentan una tasa más alta en el crecimiento de la contratación de personal que aquellas otras empresas comparables que han sobrevivido y que no han recibido este tipo de financiación.

Si nos fijamos en el empleo (Ver ASCRI, 2012) podemos ver cómo en el Reino Unido, las empresas participadas por el capital riesgo aumentaron su plantilla una media del 8%, frente a las empresas del FTSE 100 que lo hicieron en 0,4% y las del FTSE mid-250 que lo incrementaron un 3%. Por su parte en Italia el empleo subió un 5,9% en las participadas por el capital riesgo frente a sus comparables donde la evolución fue del -0,5%, si nos fijamos en empresas en fases iniciales la distancia es aún mayor del 10,7% frente al -0,6%. En Alemania el crecimiento del empleo en los 4 últimos años osciló entre el 2% y el 11% mientras que en el conjunto de empresas cayó un 5,7%. Para el caso de los Estados Unidos, entre 2003 a 2005 la plantilla de las empresas participadas crecía a una tasa media anual del 4,1% frente al conjunto de la economía donde lo hacían al 1,3%. En España, en el periodo 2005-2008 el empleo de las empresas participadas por Capital Riesgo crecía un 10,7% anual mientras que en el grupo de control la tasa era negativa con el -4,4% (ASCRI, 2011).

En otro estudio, AIFI y Price Waterhouse (2006) identifican para el mercado italiano que el *Venture Capital* tiene un impacto positivo sobre la creación del empleo, las ventas y los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) de las empresas en las que ha invertido.

En un estudio elaborado a nivel europeo mediante una encuesta realizada por la EVCA (2012) para las operaciones de *Venture Capital* las empresas contestaron en un 95% que sin la aportación recibida del capital riesgo o no hubieran existido o hubiesen crecido más lentamente.

Bottazzi y Da Rin (2005) realizaron un estudio empírico en el que mostraron como los *Venture Capital* en algunas ocasiones inducían a centrarse en lo fundamental y disminuir algunos tipos de desarrollo del negocio, afectando al incremento del volumen de ventas globales.

El objetivo de la investigación Croce et al. (2013) fue comprobar en qué medida el mejor desempeño de las empresas europeas de alta tecnología respaldadas por los VC era debido bien por su cribado en la fase de su selección o por el valor añadido proporcionado por los propios VC. Comparan el crecimiento en productividad de las empresas de su cartera de participadas antes y después de la primera ronda de financiación del VC, utilizando para comparar un grupo de control como referencia. Demuestran que el crecimiento en la productividad no es significativamente diferente entre las empresas respaldadas por un VC antes de la primera ronda de financiación, mientras que si encuentran diferencias significativas en el primer año después del evento de financiación. También encontraron como los servicios de valor añadido proporcionados por los VC dejan huella en las empresas de su cartera de participadas.

Según los autores, Chemmanur et al. (2011), los VC también mejoran la eficiencia comparado con empresas que no cuentan con ellos. Esto puede estar relacionado con la habilidad de los VC de filtrar buenas compañías y después mejorar su productividad a través de la monitorización.

Para el mercado español, Alemany (2004) en su estudio obtuvo datos empíricos para poder afirmar que, aunque la gran mayoría de las empresas invertidas fracasasen en el camino, la presencia del capital riesgo en el accionariado de una compañía tiene un efecto positivo en su desarrollo, reflejado en un mayor crecimiento que sus empresas similares comparables sin este tipo de inversores. Esto a su vez influye en un mayor impacto sobre la economía donde la empresa desarrolla su actividad, aportando la industria del *Venture Capital* un gran dinamismo al tejido económico (Alemany, 2004).

En el mercado español y para las tres regiones españolas más desarrolladas Alemany y Martí (2005) descubrieron evidencias de un impacto positivo de los *Venture Capital* en las empresas analizadas con respecto a otras comparables, sobre el incremento del número de empleados, las ventas, el margen bruto, el total de activos, los activos intangibles y los impuestos pagados.

En otro trabajo de Alemany y Martí (2007) también identifican cómo, en compañías españolas participadas por un *Venture Capital* la productividad es mayor que en empresas comparables que no han recibido este tipo de financiación. Muestran que en todos los sectores la productividad alcanzada es mayor, salvo en el sector de las materias primas. Incluso dentro del periodo analizado en el que la productividad en términos generales de la economía española estaba decreciendo (Alemany y Martí, 2007). Concluyen su trabajo expresando que si se incentiva la actividad del *Venture Capital* indirectamente se estaría ayudando a incrementar la productividad de la economía del país.

Arqué-Castells (2012) indica que, en base a la muestra que él ha tomado en su estudio de empresas innovadoras españolas, obtiene cómo los resultados sugieren que más que tener un impacto directo en la actividad de innovación de las compañías en las que invierten si influirá positivamente en la actividad comercializadora de los productos existentes. Así, tendrá un efecto positivo en el incremento de las ventas las empresas que reciben esta financiación sobre aquellas comparables que no cuentan con el respaldo del *Venture Capital* en su accionariado.

Los *Venture Capital* deben buscar retornos para su inversión por tanto, su objetivo será invertir en empresas cuya “innovación tecnológica” pueda generar ingresos más rápido, tras un breve proceso de desarrollo y aplicación del producto (Arqué-Castells, 2012).

Rodríguez Gulías et al. (2015) comentan en su estudio como existen en la literatura económica evidencias de que la presencia de capital riesgo es un factor relevante para explicar las diferencias entre los resultados de compañías (Hellmann y Puri, 2000). Rodríguez Gulías et al. (2015) realizan su estudio sobre las spin-off universitarias, comparando aquellas que no están participadas por socios de capital riesgo con aquellas otras que sí cuentan con este tipo de socio. Los resultados que obtienen de su análisis empírico muestran como la presencia de socios de capital riesgo ejerce un efecto positivo sobre el crecimiento de las ventas netas de las *spin-offs* universitarias españolas. Señalan como la presencia de este tipo de socios podrán estar también mitigando la falta de capacidad emprendedora y habilidades de gestión de los académicos que promueven las spin-off universitarias al tomar un papel activo en la gestión de la empresa (*coach effect*) y facilitar el acceso a recursos que quedarían fuera de su alcance de no contar con el beneficio del efecto señalizador (*signal effect*) de este socio.

En los informes anuales de Impacto Económico y Social del Capital Riesgo publicados por Ascri (en los años 2006 a 2012) se recoge que aquellas empresas que están participadas por el capital riesgo gozan de mayor crecimiento económico, fomentan la inversión, invierten en innovación, aceleran la internacionalización, mejoran la productividad o generan más empleo que aquellas que no lo están, sobre todo en las pequeñas empresas que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo.

Por su parte, Ivanov y Xie (2010), llegan a la conclusión de que los CVC sí añaden valor a las compañías recientemente fundadas que ellos financian. No obstante, en su estudio aparecen evidencias de que ese valor estará condicionado por el encaje estratégico de la empresa de nueva creación con la matriz empresarial de la corporación del CVC. Estos autores encontraron que las empresas respaldadas por un CVC obtienen valoraciones más altas en las OPV que aquellas otras empresas que no cuentan con la financiación de un CVC, y las valoraciones más altas se concentran en aquellas que tienen un encaje estratégico con las compañías matrices de los CVC.

Pese a todas las referencias enumeradas en este apartado, las habilidades aportadas por los VC tienen sus límites, e incluso la eficiencia de estas ventajas que existen en las primeras rondas de inversión se van a ir diluyendo en las sucesivas rondas (Chemmanur et al., 2011; Braly, 2011) a medida que la empresa va alcanzando cotas más altas de desarrollo y de madurez.

2.4.2. ¿Cuándo aporta valor el *Venture Capital*?

Como hemos visto dentro del proceso de funcionamiento del VC distinguimos la fase de preinversión (selección) de la de post inversión (seguimiento y mentorización), en este apartado veremos cuando y que valor aporta en cada una de esas fases. Cuando un *Venture Capital* provee de “valor” al proyecto lo hace con el objetivo de incrementar la probabilidad de obtener su correspondiente retorno económico. Es decir, con el propósito de incrementar la rentabilidad de los recursos invertidos.

El tiempo y el saber hacer de un *Venture Capital* suponen un recurso caro que hay que gestionar, ya que probablemente es su principal valor y la fuente de su ventaja competitiva frente a otros tipos de financiadores y frente a otros VC que estén compitiendo por la misma oportunidad de inversión. Por tanto, este recurso debe ser manejado eficientemente.

Los *Venture Capital* deben repartir su tiempo entre las tareas propias de la fase de pre-inversión y las que conllevan la fase de post inversión, no aplicando un reparto homogéneo de su tiempo entre ambas. Es este sentido, en la literatura existen discrepancias acerca de en cuál de ambas fases debería el equipo del *Venture Capital* invertir más tiempo y esfuerzo.

Así, los emprendedores preferirían que los *Venture Capital* les prestaran más tiempo y más dedicación durante la fase de pre-inversión que en la de post inversión. Sin embargo, el *Venture Capital* no tiene ningún incentivo para realizar tareas dedicando su esfuerzo y sus recursos en la fase previa a la inversión, ya que no le reportaría potencialmente ningún retorno directo al no tener todavía ninguna vinculación financiera con la compañía.

El emprendedor se preocupa por los retrasos que se producen durante la fase de pre-inversión y el tiempo que llega a alargarse este proceso. Le generará mucha incertidumbre y preferiría que los gestores y los empleados de los *Venture Capital* destinaran más tiempo y esfuerzos a este tipo de actividades para acelerar el proceso. Por tanto, los emprendedores preferirán una mayor atención durante la fase de pre-inversión.

Elango et al. (1995) revelan que el inversor que invierte en proyectos en fases tempranas (*early stage*) pasa una media de 88,8 horas evaluando cada propuesta, mucho menos tiempo que los inversores que analizan proyectos en fases más avanzadas (*late stage*) con una media de 339,7 horas. Esto es debido a que estas últimas tienen mucho más tiempo de existencia y se dispone de mucha mayor información, tanto de la empresa como del propio sector de actividad.

Por su parte, los gestores y los empleados de los *Venture Capital* invertirán recursos en la fase de pre-inversión en función entre otros aspectos de sus objetivos anuales de inversión o el número de proyectos en cartera. Incluso no estarán interesados en acelerar este proceso. Los contactos y las reuniones mantenidas serán aprovechadas para conocer mejor el proyecto y al emprendedor. También servirán para observar la evolución del mismo durante este tiempo y comprobar el cumplimiento de diversos hitos, con el objetivo de disminuir la situación de asimetría de la información.

En cuanto al número de propuestas aceptadas para su análisis e inversión, para los empleados y gestores del *Venture Capital* existe un número óptimo de propuestas aceptadas que se encuentra en una posición media, entre demasiadas y muy pocas. Los inversores, por su parte, preferirían invertir sólo en los mejores proyectos donde puedan obtener los mejores retornos. Mientras, que para los gestores puede que su objetivo sea invertir en aquellas propuestas que les reporten mejores comisiones, en función de sus objetivos de desempeño o aquellas otras que le permitan crear una mejor cartera de empresas invertidas en su conjunto.

Los *Venture Capital* invertirán los recursos económicos de los que disponen en un determinado número de proyectos hasta que conforman su cartera de participadas (*portfolio*).

Hay estudios recientes (Fulghieri y Sevilir, 2009) que se centran en determinar el tamaño óptimo del *portfolio* de participadas en función del efecto combinado del beneficio obtenido en los retornos económicos y el tiempo que deben destinar a cada emprendedor y su empresa durante el proceso de inversión. Jackson III et al. (2012) explican como la intensidad de la involucración del *Venture Capital* decrecerá a medida que el número de empresas que componen su cartera aumenta.

Fulghieri y Sevilir (2005) señalan que el hecho de diversificar los riesgos de las inversiones realizadas incentiva a aumentar el número de empresas en las que participan. Con ello se incrementa la posibilidad de que al menos una de ellas sea altamente exitosa.

Sin embargo, tener que diluir sus limitados recursos entre un gran número de empresas, hará que los *Venture Capital* tiendan a limitar el número de sus inversiones (Fulghieri y Sevilir, 2005). El objetivo sería que el tamaño de su cartera de participadas no sea tan elevado que tenga como consecuencia una reducción del valor aportado por los *Venture Capital* a las empresas en las que invierten. Concluyen que carteras pequeñas son más óptimas cuando el valor añadido tanto por el emprendedor como por el *Venture Capital* es mayor, mientras que un mayor número de inversiones y

más diversificadas será más óptimo cuando el valor añadido por el emprendedor, y fundamentalmente, el *Venture Capital* sea relativamente menor Fulghieri y Sevilir (2005). Con frecuencia los *Venture Capital* con menor potencial a añadir valor optan por tener un mayor número de inversiones.

Existen teorías que argumentan que podría resultar más interesante para el *Venture Capital* destinar su valioso recurso del tiempo a incrementar su cartera de participadas (número de inversiones) que dedicarlo a involucrarse en el día a día de la empresa participada. Es decir, sería mejor aumentar el número de compañías que componen la cartera de participadas, que concentrar los esfuerzos de los consejos proporcionados por el *Venture Capital* en unas pocas empresas. El retorno por consejo, en comparación con el aumento del coste por consejo en la participada, puede llegar a hacer que sea mejor invertir en más empresas, que incrementar los costes por gestión de las empresas ya participadas.

El tamaño del portfolio es un tema importante a analizar en función de si los gestores y empleados del *Venture Capital* tienen incentivos para incrementar el tamaño de la cartera en función de objetivos económicos o, por ejemplo, otro tipo de intereses por parte de los inversores, en función de si estos inversores son Administraciones Públicas, Fundaciones, Grandes Corporaciones empresariales, etc.

Pueden existir intereses por parte de los *Venture Capital Corporativos* o *Venture Capital* Públicos para llegar a más empresas por temas institucionales, de marketing o para tener acceso a determinados tipos de tecnologías, estando dispuestos a renunciar a un mayor retorno por inversión que si se destinara todo ese tiempo a supervisar un número reducido de inversiones. Hay que recordar que el Capital Público tiene un peso importante en la actividad del sector en España.

Incluso debe tenerse en cuenta cómo a veces un fracaso en una inversión puede llegar a corto plazo a desincentivar un incremento del tamaño de la cartera, rechazando realizar nuevas inversiones, optando por centrar sus esfuerzos en las tareas de post inversión.

También puede ser un elemento interesante analizar si es más conveniente una “estrategia de inversión” focalizada en un tipo determinado de proyectos o, por el contrario, una estrategia ampliamente diversificada. Un trabajo de Gilson (2003) analiza como el tamaño y la diversificación del *Venture Capital* afecta a su rendimiento.

Para Kanniainen y Keuschnigg (2003) el número de compañías de nueva creación dentro de la cartera del *Venture Capital* dependerá de parámetros relacionados con la severidad del problema de agencia. La intensidad de los consejos y su calidad disminuyen a medida que aumenta el tamaño de la cartera de participadas, ya que recibirán menos soporte.

Añaden Kanniainen y Keuschnigg (2004) que los *Venture Capital* representan el capital informado, buscan, monitorizan y aconsejan a los emprendedores de las empresas fundadas recientemente. Por tanto, existe un tamaño óptimo de la cartera entre el número de compañías y el valor de los consejos de gestión a aportar.

Los consejos tienden a diluirse cuando la industria del VC aumenta y se expande, teniendo como consecuencia que los perfiles cualificados de gestores y empleados para formar los equipos de los *Venture Capital* lleguen a escasear. Con el incremento de la experiencia de los *Venture Capital* tenderán

a tener una cartera de participadas más focalizada y especializada, lo que mejorará la calidad de los consejos.

Incluso en cómputo final en términos de tiempo, los empleados de los *Venture Capital* acumularán más tiempo dedicado a las empresas que terminan cayendo que a aquellas que finalmente alcanzan mejores retornos-resultados. Esto nos lleva a pensar que el valor aportado por los *Venture Capital* no es suficiente, ni sustitutivo de las características intrínsecas propias de la compañía, como son un equipo gestor competente, la definición y el posicionamiento de su propuesta de valor, estar en el mercado adecuado en el momento adecuado y de la situación macroeconómica.

No obstante, los empleados a la hora de canalizar su esfuerzo entre las distintas tareas deben tener en consideración que los *Venture Capital* sean lo suficientemente rentables obteniendo plusvalías en sus desinversiones como para que ellos mantengan su trabajo a lo largo del tiempo.

Por eso la cuestión a plantear es, ¿cómo reparten el tiempo los *Venture Capital*?. El reparto óptimo dependerá de las diferentes perspectivas de los agentes implicados, así lo óptimo para el VC puede no ser lo óptimo para el emprendedor. Los *Venture Capital*, para desarrollar su actividad principal, invertirán su tiempo, conocimiento y experiencia dentro de dos grupos de tareas fundamentales:

- **Pre-inversión:** Como ya hemos visto en otros apartados consiste básicamente en la captación de proyectos que estén buscando financiación, su análisis y evaluación, la estructuración y negociación de la operación de inversión, y de la relación entre el *Venture Capital* y el emprendedor que será formalizada mediante un contrato entre ambas partes. Con la firma del pacto de socios y el desembolso del dinero por parte del *Venture Capital* finalizarán las tareas de pre-inversión.

Cada *Venture Capital* poseerá distintos inversores, que tendrán distintas expectativas del rendimiento y desempeño por parte del *Venture Capital* en el que han invertido y de sus gestores, lo que hará que estos tengan distintos objetivos a la hora de seleccionar las propuestas de inversión.

A medida que surjan varios *Venture Capital* que estén interesados en el mismo tipo de proyectos, podrá aparecer un fenómeno de competencia entre ellos por captar las mejores propuestas de inversión. Por este y otros motivos, deben destinar recursos a una captación más activa de proyectos, mostrando diferentes criterios de selección y especialización en función del sector de actividad, fase de inversión, localización geográfica, tamaño de inversión, etc.

- **Post inversión:** tras la inversión, el *Venture Capital* desarrolla una serie de tareas de seguimiento, supervisión y asesoramiento de la compañía, finalizando con la desinversión y su salida del accionariado.

Baum y Silverman (2004) afirman que, dentro del ecosistema emprendedor, entre los distintos intermediarios financieros, los *Venture Capital* son probablemente la forma de selección dominante con los que estas nuevas empresas se van a relacionar en su búsqueda de financiación. Los *Venture Capital* pueden influir dentro de esta selección en dos campos, bien como un ojeador (*scout*) en el proceso de selección en función de su percepción del potencial futuro del proyecto o, bien como

mentores (*coach*) prestando la ayuda necesaria para llegar a conseguir el éxito en la implementación de la nueva compañía.

En la literatura se habla del papel de los *Venture Capital* como expertos en la selección y en la mentorización de las nuevas empresas. La pregunta podría estar en si los equipos y los gestores de los *Venture Capital* poseen la información suficiente del sector y de las empresas, así como la habilidad necesaria para seleccionar exactamente a las mejores y más prometedoras empresas interpretando la información que les facilitan y de la que disponen. Por tanto, ¿aportarán al proyecto el “valor añadido” en la fase de selección o en la fase de seguimiento?

Así, las dos fases principales para aportar valor serían:

1. **Selección (*scouting*):** Consiste en escrutar el mercado y seleccionar las empresas, demostrando y empleando su habilidad y capacidad para seleccionar las inversiones más prometedoras, identificando antes de realizar la inversión cuáles serán las empresas que alcanzarán un mejor desempeño.
2. **Seguimiento-mentorización (*coaching*):** Contribuirán en la gestión de la compañía después de haber invertido. Los estudios muestran que gracias a lo que el *Venture Capital* podrá aportar tras su inversión proporcionalmente tendrá una mayor influencia sobre el éxito de la inversión (su mejor desempeño) en el *coaching* que en el *scouting*.

La selección se produce cuando un agente externo al proyecto del emprendedor toma la decisión de colocar sus recursos en él (Baum y Silverman, 2004). Entonces los *Venture Capital* realizarán una selección positiva al proveer recursos financieros a la empresa seleccionada entre todos los proyectos que se encuentran buscando liquidez.

Los *Venture Capital* pasan gran parte de su tiempo y dedican grandes esfuerzos a detectar y valorar las señales de las empresas en cuanto a su promesa de futuro y calidad (Amit et al., 1990), ya que este tipo de compañías prácticamente no tienen datos históricos, porque acaban de comenzar su actividad, ni tampoco acumulan un *track record* de su desempeño gerencial. Además, la posible serie histórica de datos acumulados no sería representativa de su “teórico potencial” futuro.

Por tanto, los *Venture Capital* tienen que buscar otras señales e indicadores que les permitan certificar esa calidad (patentes, acuerdos de colaboración y alianzas alcanzadas con terceros, equipo directivo, etc.) (Baum y Silverman, 2004).

Otras señales que podrían utilizar serían, por ejemplo, el hecho de haber recibido ayudas públicas, encontrarse dentro de viveros de empresas, contar con la colaboración de prescriptores, etc. El que la empresa cuente con un inversor de su entorno (*Business Angel, Friends, Fools, Family*) es una señal muy positiva de cara a ser “seleccionado” por un *Venture Capital*. Por tanto, sería recomendable que el emprendedor únicamente acuda en busca de esta financiación cuando alguien más de su círculo próximo ha confiado y apostado por su proyecto.

Contar con un inversor profesional dentro del accionariado de la empresa también puede ser una señal. Así, cuando el *Venture Capital* invierte este envía una señal a otros agentes, como resultado del propio hecho de haber realizado la selección de la empresa para realizar su inversión, siendo interpretada como una señal positiva (Gompers, 1995; Lerner, 1995; Gompers y Lerner, 2001).

Además, los *Venture Capital* son percibidos como “agentes informados y cualificados” que serán capaces de identificar y seleccionar los proyectos de los emprendedores más prometedores. Por tanto, su inversión proveerá a estas empresas de una certificación que les posibilitará acceder a otros recursos (Megginson y Weiss, 1991); influyendo positivamente en la selección tras su actuación como ojeador “*scout*”, siendo capaces de identificar su potencial.

Para la selección dispondrán de herramientas como las “*Due diligence*” que serán capaces de identificar y analizar las señales positivas enviadas por los proyectos.

Para Megginson y Weiss (1991) cuando la calidad de un proyecto no es directamente observable, los agentes externos evalúan la solidez de los actores involucrados en el mismo. Por lo tanto, una señal de calidad será el equipo que forma parte de la empresa y, de cara a terceros la participación del *Venture Capital* en la empresa también será considerado como una señal de calidad del proyecto en su conjunto.

Como vemos, el *Venture Capital* de acuerdo a la teoría de señales se apoyará en los “mensajes” emitidos por el emprendedor acerca de su proyecto en su proceso de selección. Una vez que el emprendedor ha recibido financiación para su proyecto esto será una señal positiva para el resto de los agentes implicados en el desarrollo del proyecto.

Los inversores confían en los *Venture Capital* para identificar a las empresas que emitan las señales adecuadas de que son los proyectos con mayor potencial y que, por tanto, son merecedores de recibir financiación. Los *Venture Capital* deben ser capaces de identificar en la fase de “pre-inversión” aquellas compañías que tengan mayores probabilidades de tener un mejor desempeño futuro, seleccionando por tanto a los ganadores. Además, deberán proveer después de la inversión su experiencia en la gestión y su red de contactos para ayudar a construir y consolidar su proyecto a los ganadores de la fase selección.

Sin embargo, las típicas empresas en las que invertirán los *Venture Capital* adoptan decisiones en su estrategia que pueden ocasionar que se incremente el riesgo de caer a corto plazo, pero con la vista y el objetivo puesto en mejorar su evolución y supervivencia futura (March, 2000). Esto podría explicar ciertas decisiones adoptadas por los *Venture Capital* en base a analizar las inversiones no desde un punto de vista individual de cada proyecto, sino como parte de un conjunto, sobre el total de su cartera de participadas (Baum y Silverman, 2004).

Por tanto, en ocasiones no seleccionarán a los mejores individualmente, sino pensando en el todo, por lo que entraría en juego las expectativas que tiene el propio *Venture Capital* de convertir el proyecto en “ganador” con su aportación tras su inversión, siendo el éxito una combinación de las actividades de *Scouting* y *Coaching*.

La cuestión a plantearse sería si el mejor comportamiento por parte de las empresas respaldadas por un *Venture Capital* se debe a su habilidad para seleccionar las mejores empresas, “los ganadores”, o se debe a su mejor gestión post inversión. Es decir, ¿los *Venture Capital* serán más eficientes o su papel será más importante en la selección de los ganadores o ayudando a la construcción del proyecto después de haber realizado la selección e inversión en el mismo? (Baum y Silverman, 2004).

Para tratar de responder a la cuestión “¿selección frente a seguimiento?” aportamos algunas reflexiones a partir del análisis de la literatura financiera existente:

- Baum y Silverman (2004) trataron de responder a esta cuestión analizando compañías dentro del sector de la biotecnología en Canadá. Concluían que la combinación de ambos era lo importante. Los *Venture Capital* son capaces de seleccionar compañías que posean una tecnología consistente y con relaciones consistentes, pero a su vez con un riesgo creciente de caer a corto plazo. Entonces, los *Venture Capital* proporcionarán “*inputs*” a las empresas que les permitirán tener un mejor desempeño y su supervivencia a largo plazo. Las alianzas con clientes o proveedores, las patentes y la cualificación del equipo directivo son señales emitidas por la compañía y consideradas válidas para la selección de la empresa por parte de los *Venture Capital*. Los VC seleccionarán a las empresas para ser financiadas mediante una combinación de ambos factores “*scout*” (fuerte tecnología y relaciones) y “*coach*” vía inyección de habilidades directivas.
- Bygrave y Timmons (1992) apreciaron como los emprendedores ven a sus inversores de VC como un actor objetivo que mira el proyecto desde fuera con un profundo conocimiento y experiencia en la industria y el mercado, y utiliza este papel para evaluar la realidad de su plan de negocio e ideas.
- Crain (2013) explica como las aptitudes de los gestores (profesionales) de los VC son la capacidad para seleccionar las empresas para su cartera de participadas con unas buenas expectativas y la capacidad posterior para ejercer una influencia durante la fase de seguimiento, tratando de influir para convertirla en una empresa con más probabilidades de tener un *portfolio* de compañías con éxito.
- Brander et al. (2002), se aproximan a la pregunta a través del análisis de la evolución de las inversiones sindicadas de los *Venture Capital*. Explican que los motivos de la sindicación son la diversificación de riesgos y la capacidad de obtener un mayor número de inversiones con sus recursos disponibles. Mencionan que la sindicación se manifiesta incluso cuando el importe de la inversión es modesta en comparación con los fondos disponibles por el *Venture Capital*. Concluye que la sindicación sucede porque mejora la selección y el valor aportado por los inversores. Más de un inversor podrá hacer un “*screening*” de los proyectos más eficientemente que uno en solitario. No obstante, los autores encontraron que las inversiones no sindicadas tenían una media de rendimientos más altos que las inversiones sindicadas, por tanto, si la sindicación fuera una vía para obtener mejores selecciones de proyectos y una mejor evolución de la inversión en el futuro, esta hipótesis no sería correcta. En consecuencia, se muestra que la balanza se inclina hacia la mayor importancia del valor añadido tras la inversión. Para Brander et al. (2002) el papel del VC como desarrollador de negocio en la fase de post inversión debería ser más importante que su rol en la selección de las empresas más prometedoras.
- Sorensen (2007), encontró que dentro de las inversiones sindicadas el efecto de la selección era superior al de la gestión, aunque su estudio estaba limitado ya que únicamente identificaba y analizaba la posición del inversor líder (*Lead Investor*), sin tener en consideración la significación de los diversos inversores en los que alguno de ellos podría estar en mejor posición para gestionar su cartera de participadas que para seleccionar proyectos.
- Chemmanur et al. (2011) expresan en su trabajo cómo diferentes *Venture Capital* tendrán diferentes capacidades y habilidades y, por tanto, las expectativas de la inversión mejorarían si otros inversores aportaran conocimiento y habilidades complementarias. Por tanto, como el *Venture Capital* tendrá que compartir sus beneficios en un escenario de sindicación, solo elegirá

sindicar cuando el beneficio a obtener frente al coste de la coinversión sea favorable. Indican que tendrá un mayor impacto el valor aportado por los *Venture Capital* sindicados tras la inversión que el que puede aportar a la hora de seleccionar los proyectos. Sus resultados para su estudio realizado en el mercado de los Estados Unidos ponen de manifiesto que la eficiencia de las empresas con un *Venture Capital* es mejor que aquellas empresas que no lo tienen como socio, siendo tanto la selección como el valor añadido importantes para la mejora de la eficiencia. Además, obtienen que estas empresas alcanzarán un incremento del beneficio. Atribuyen que de la mejor evolución, un 21% del incremento es consecuencia de los efectos de la selección, mientras que la fase de monitorización contribuye en un 35%. También indican como no todos los *Venture Capital* contribuirán de igual forma, no pudiéndose generalizar la calidad de sus aportaciones, ya que dependerá de su nivel de reputación. Así, los VC con una reputación más baja confiarán más la mejora de la productividad en la fase de la selección, mientras que los de mejor reputación la obtendrán gracias al valor que aportan tras la inversión.

- Fitza et al. (2009) ponen de relieve que los distintos *Venture Capital* pueden tener un comportamiento similar a la hora de seleccionar proyectos; sin embargo éste será diferente a la hora de añadir valor a las empresas tras haber realizado su inversión.
- Según Fried y Hisrich (1995) el trabajo del profesional del VC comienza con las actividades de creación de valor en la fase post inversión, proporcionando muchas actividades no financieras, Además son frecuentemente apreciados como “creadores de empresa” en lugar de cómo financiadores o consultores con intereses financieros
- Elango et al. (1995) indican que los *Venture Capital* más activos e implicados otorgaban una mayor importancia a sus actividades de apoyo de post inversión en las empresas participadas.
- Gorman y Sahlman (1989) encontraron que los altos directivos (los más cualificados) pasaban más del 60% de su tiempo en actividades post-inversión, contribuyendo al desarrollo de las empresas vía planificación financiera, estratégica y organizacional, selección y contratación de altos directivos y proporcionando relaciones y contactos.

De los dos posibles escenarios de aportación de valor, en este trabajo nos centraremos en la influencia significativa que los *Venture Capital* como inversores tendrán en los proyectos en los que invierten durante la fase del seguimiento (*coaching*), es decir la de post inversión.

Una vez identificado cuando el VC aportará valor, hay que tener en cuenta la situación de la empresa (se abordará en los siguientes apartados). No en todas las circunstancias de la empresa o del emprendedor, e incluso dependiendo del sector o de la situación económica, el VC podrá aportar el mismo tipo de valor ni en la misma intensidad y por otro lado la empresa y el emprendedor lo recibirán mejor en unas circunstancias que en otras.

Sapienza et al. (1996) se apoyan en la perspectiva de Galbraith (1973) para desarrollar su teoría con respecto a si los *Venture Capital* aportan valor en las empresas en las que invierten, su tesis es que cuando el gestor no tiene la suficiente información o capacidad para procesarla o cuando él percibe que el *Venture Capital* tiene una enorme información potencial de serle transmitida, entonces él buscará y solicitará la asistencia de su *Venture Capital*. Son tres los escenarios en los que se espera que se incremente el valor aportado por el *Venture Capital*:

1. Cuando las capacidades de la empresa son insuficientes para las necesidades que se van a ir generando en la propia empresa.

2. Cuando la empresa muestra grandes incertidumbres, y necesita saber cuál es la mejor estrategia o como implantar las estrategias seleccionadas.
3. Cuando el *Venture Capital* se muestre a sí mismo como capaz de ofrecer una significativa fuente de información valiosa para la empresa.

Por tanto, se espera que “el valor aportado” sea mayor cuando el gestor de la empresa tenga menos experiencia, cuando la relación sea estrecha entre el *Venture Capital* y el gestor, y cuando la empresa esté evolucionando deficientemente. Es decir, se introducen los conceptos de incertidumbre y experiencia (Sapienza et al., 1996).

Estas perspectivas se apoyan en la teoría de la dependencia (Pfeffer y Salancik, 1978). Los *Venture Capital* serán más valorados cuando éstos son capaces de reducir incertidumbres críticas para la empresa (Bygrave y Timmons, 1992). Esta mayor contribución será así no solo porque el *Venture Capital* pueda ayudar a reducir las incertidumbres, sino también porque el gestor en estas situaciones preguntará con mayor frecuencia y estará más receptivo a los consejos dados por el *Venture Capital* (Barney et al., 1994).

Lerner (1995) también argumenta que los *Venture Capital* proporcionarán una gran asistencia a las nuevas empresas y obtendrán el mayor beneficio de los consejos provenientes de fuera de la empresa (*Venture Capital*), cuando estos son necesitados (por ejemplo, porque el equipo es incompleto o sin experiencia, o cuando están luchando por sobrevivir). Por otro lado, en la medida en que el VC percibe que sus consejos o sus aportaciones son tenidos en consideración estará más motivado para seguir haciéndolo generándose un círculo virtuoso. Por tanto, la relación del *Venture Capital* con el gestor tendrá un impacto muy importante en la cantidad de valor aportado por el *Venture Capital*.

2.4.3. ¿Cómo aporta valor el *Venture Capital*?

La definición de *Venture Capital* de Trujillo y Guzmán (2008) considera que el propósito de estas sociedades va más allá de la financiación mediante la aportación de capital, al incluir dentro del propio funcionamiento de estos financiadores otras actividades relacionadas con el acompañamiento en el proceso de gestión y creación de valor para las empresas financiadas durante el periodo de tiempo que dure su relación.

Los *Venture Capital* juegan un papel importante en la financiación de las empresas jóvenes que están buscando un rápido crecimiento (Repullo y Suarez, 2004). Los VC intervienen activamente en la gestión de las empresas que financian. Para ello usan su experiencia, sus contactos y su reputación con el objetivo de proporcionar consejos a los emprendedores, especialmente con la atención puesta en la selección de personal cualificado o en la generación de negocio y acuerdos con proveedores o clientes.

Así, una de las principales características de los VC en comparación con otros tipos de financiación es que estos son algo más que una simple aportación de dinero. Diversos estudios muestran como a diferencia de los financiadores tradicionales los VC son unos inversores activamente involucrados en

la empresa invertida y como desempeñan una actividad de seguimiento de sus participadas (Rosenstein, 1988; Sahlman, 1990; Bygrave y Timmons, 1992; Fried y Hisrich, 1995; Gompers y Lerner, 1998; Wright y Robbie, 1998; Hellmann y Puri, 2000). Como inversores activos, ellos van a usar sus recursos para apoyar a las empresas en las que han invertido (Gorman y Sahlman, 1989; Lerner, 1995; Sapienza et al., 1996).

El objetivo último de estas actividades es incrementar el valor de las compañías de su *portfolio* y en consecuencia el retorno de su inversión para ellos y sus inversores. El valor es típicamente creado a través de una interacción cercana con el equipo gestor de la empresa. Sorenson y Stuart (2001) indican como los VC potencialmente aportarán más valor cuando interactúan personalmente con los fundadores de las empresas ya que podrán aportar su experiencia.

Ferrer (2011) explica como los VC representan más que una fuente de recursos financieros para los emprendedores (Hsu, 2004; Chemmanur et al., 2011) y a través del proceso de inversión los VC proporcionarán una variedad de servicios no financieros (Hellmann y Puri, 2000) que incrementarán considerablemente las probabilidades de éxito de las empresas invertidas (Chemmanur et al., 2011), diferenciándose así de otras fuentes de financiación.

Black y Gilson (1998) indican como los *Venture Capital* tienen un fuerte incentivo para realizar un seguimiento de la empresa y del emprendedor, estando especialmente motivados como consecuencia de su participación en el accionariado de la empresa al arriesgar el dinero que gestionan; por lo que una vez realizada la inversión tendrán un fuerte y poderoso incentivo para cuidar de estas empresas y para conducir las hacia el éxito (Arqué-Castells, 2012).

La orientación del valor aportado por los VC estará dirigida hacia el crecimiento de la empresa y/o hacia la obtención de la máxima plusvalía en el momento de la desinversión.

En este trabajo nos centraremos en el concepto de aportación de valor, en el cual el financiador se plantea contribuir a la consecución de los objetivos marcados en el plan de negocio preparado por el emprendedor y validado por el VC mediante su inversión en la empresa. Asumimos el hecho de que la consecución de los objetivos a corto y medio plazo por parte de la empresa reportará un mayor beneficio para la empresa y, por tanto, para sus accionistas (incluido en este paquete tanto el emprendedor como el *Venture Capital*).

Para poder aportar valor Huyghebaert y O'Donohoe (2007) encuentran que los *Venture Capital* utilizan una combinación de su presencia en los consejos de administración, la comunicación cara a cara e incluso a través del teléfono para interactuar con los promotores de las empresas en las que han invertido. Indicando como en esos encuentros se podrá hablar de la evolución de los flujos de caja, de la estrategia y de los objetivos de mercado.

Tras la inversión el VC asumirá distintos roles en función de los tipos de tareas que realizaría (control, seguimiento y vigilancia, aportación de consejos y asesoramiento, aspectos reputacionales validando y certificando la empresa, al emprendedor y su equipo, etc.).

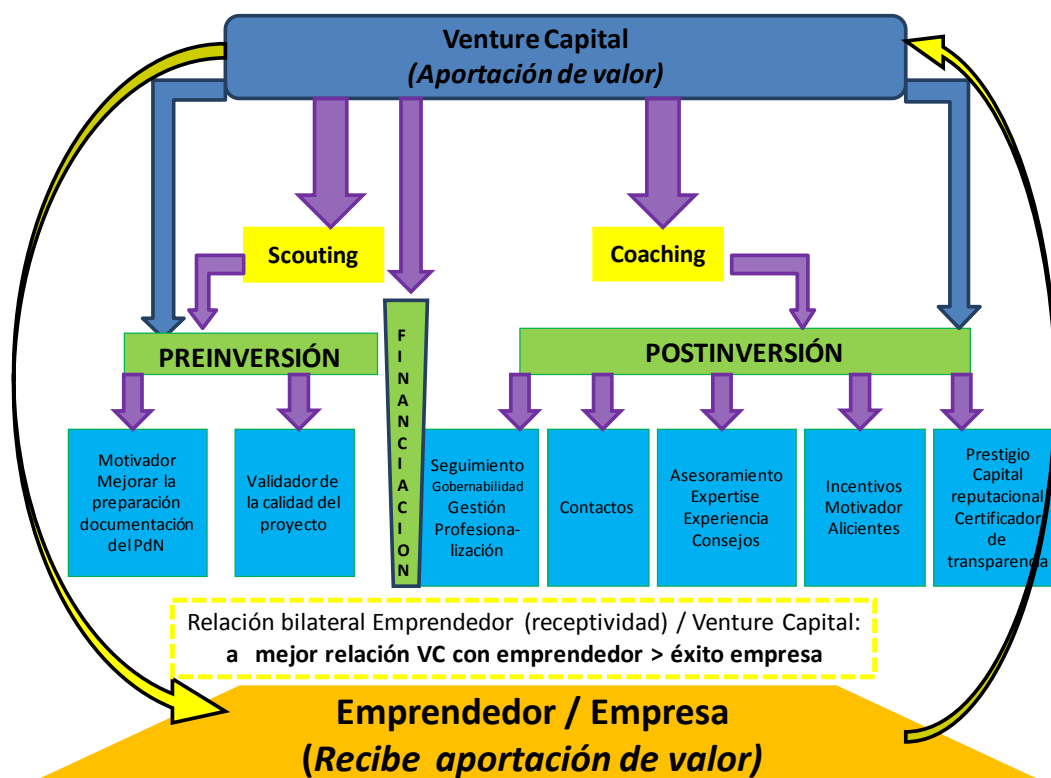
Dentro de las tareas de control, Hellmann y Puri (2002) argumentan que, mientras los emprendedores pueden estar interesados en la maximización de sus propios beneficios, los cuales pueden incluir no solo la rentabilidad de la firma, sino diversos beneficios propios; los inversores

estarán solamente enfocados en la maximización del beneficio percibido por los accionistas de la empresa.

Por ello, podrán aparecer situaciones de conflicto por la frecuente dificultad que puede surgir para consensuar ciertas decisiones, como por ejemplo la designación de la persona que ejercerá la gestión de la empresa, es decir tomar la decisión de contratar a un gerente externo profesional para desarrollar esta actividad (Hellmann, 1998).

La figura 29 sintetiza esquemáticamente el proceso global de aportación de valor del *Venture Capital*, a lo largo de todo el proceso temporal.

Figura 29: Aportación de valor potencial por el *Venture Capital* en función de cuándo tenga lugar.



Fuente: Elaboración propia

Los estudios de Kaplan y Strömberg (2004) muestran evidencias empíricas acerca de los contratos financieros (pactos de socios) realizados entre los *Venture Capital* y las firmas financiadas, para la asignación de los derechos de control. Gompers (1995) indica que, durante el proceso de búsqueda y análisis de los proyectos, los *Venture Capital* revisan los planes de negocio de estas empresas y diseñan los contratos con éstas con el objetivo de disminuir los costes de la agencia. Por tanto, para Gompers (1995) el mecanismo de control permite a los *Venture Capital* reunir la información y hacer un seguimiento del progreso y evolución de las firmas en las que participan, con la opción incluso de salir del proyecto.

Sorenson y Stuart (2001) también indican como después de invertir los *Venture Capital* deben realizar tareas de monitorización, ya que invierten en compañías jóvenes de alto riesgo, en las que además

los intereses de los fundadores y de los gestores pueden entrar en conflicto con los intereses del VC. En este sentido, los pactos de socios reducen la necesidad de monitorización, pero no la eliminan.

Como vimos en el apartado anterior las actividades donde el VC puede aportar valor son clasificadas en pre inversión y en post inversión. Así, Kobayashi (2011) indica como los VC además de proporcionar financiación tienen dos grupos de habilidades que poder incorporar a los proyectos innovadores. En primer lugar, habilidades que les permitan seleccionar y evaluar proyectos con unas altas expectativas de retorno, estas vienen fundamentalmente gracias a la focalización de sus inversiones en una industria o en una fase de desarrollo específica donde el VC se convierte en un experto. En el segundo grupo el VC contribuye con consejos de gestión, tales como expertise en la comercialización, las operaciones, el concomitamiento de la industria y los contactos y conexiones que mejorarán el valor de un proyecto e incrementan las probabilidades de que la empresa resulte exitosa.

Nos centraremos en las actividades a través de las cuales el VC puede aportar valor a la empresa una vez que ha realizado la financiación. Así, Böhner (2007) explica cómo tras el cierre de la operación comenzarán las tareas de post inversión. Ya que más allá de facilitar el capital necesario, los VC también proporcionan servicios adicionales, con dos objetivos básicos: tratar de asegurar e incrementar el valor de sus inversiones (ganancia en capital) y minimizar el riesgo de insolvencia, para lo que proporcionarían un constante soporte en la gestión, controlando y monitorizando el desarrollo de las empresas de su *portfolio* (Böhner, 2007).

Tal como veremos en este apartado, existe una amplia bibliografía que documenta la importancia del VC en la creación y en el posterior proceso de crecimiento de las empresas de los emprendedores en las que participan (Celikyurt, 2009). A continuación, mencionaremos algunos de los autores que explican en sus trabajos las distintas formas de aportación de valor de los VC a las empresas durante la fase de post inversión.

Gupta y Sapienza (1994) sugieren que el VC añade valor a la empresa llevando a los inversores y a los emprendedores de una forma eficiente, tomando mejores decisiones de inversión y proporcionando asistencia no financiera que apoyará la supervivencia de las empresas de los emprendedores.

Los VC realizan un seguimiento y una monitorización del desempeño de las empresas en las que participan (Sahlman, 1990; Gompers, 1995; Lerner, 1995; Hellmann y Puri, 2002). Una continua monitorización ayudará a los VC a reducir la asimetría de la información, además de proporcionar una certificación de la empresa frente a otros actores externos (Sahlman, 1990).

Lerner (1995) menciona que los *Venture Capital* son reconocidos por ejercitar un control intensivo en las empresas, participando en sus equipos directivos, realizando de manera habitual frecuentes visitas informales y participando en las decisiones estratégicas. Indica además como estas tareas llevan implícitas unos costes asociados con el esfuerzo invertido que deberían ser compensados por las expectativas futuras de mejora de la empresa. Para Lerner, la participación de los VC en las juntas directivas de las empresas participadas es mayor cuando es superior la necesidad de control.

Fama y Jensen (1983) plantearon que la composición de la junta directiva podrá estar influenciada por la necesidad de control en la organización. Además, la junta podría tener una mayor

responsabilidad para el control y, por tanto los inversores una mayor representación cuando es evidente el peligro de las desviaciones gerenciales sobre la maximización del valor de la firma (Fama y Jensen, 1983).

Según Lerner (1995), los VC también van a realizar una supervisión más estrecha y van a tener una mayor implicación y participación en los consejos de administración, cuando la empresa atraviese unas mayores dificultades. En este sentido, Bascha y Waltz (2001) indican como los *Venture Capital* a través de la monitorización, las cláusulas de control e incluso la posibilidad de reemplazar a los fundadores de la empresa contribuyen a mejorar la gobernabilidad de la compañía.

Por tanto, los VC ayudan a las empresas de su cartera de participadas ejerciendo una labor de monitorización que reforzará el gobierno corporativo de la compañía (Lerner, 1994; Kaplan y Strömberg, 2003; Hsu, 2004; Lindsey, 2008). Así, la participación de los VC en el consejo de administración contribuirá a mejorar en los aspectos de gobernabilidad y profesionalización de la empresa (Lerner, 1995).

La contribución de los *Venture Capital* en los aspectos del gobierno corporativo (Megginson y Weiss 1991; Barry, 1994) les permite y ayuda a cumplir con la legislación legal y mercantil vigente estableciendo los mecanismos para la facilitación de información y transparencia de la sociedad (presentación de cuentas, realización de auditorías, etc.). El rol de los *Venture Capital* se extiende más allá de la intermediación financiera tradicional, ya que desempeñan un importante valor en la profesionalización de las compañías que financian (Gorman y Sahlman, 1989; Bygrave y Timmons, 1992).

Helmann y Puri (2002) indican que los *Venture Capital* desempeñan un papel importante en la profesionalización de las empresas en las que invierten, proporcionando estructuras de gestión y ayudándolas con su experiencia en los campos financieros o de marketing. Además, ayudan a construir su equipo de profesionales estableciendo políticas de recursos humanos y planes de *stock options* para el equipo directivo (incluido el promotor).

Davila et al. (2003) obtienen unos resultados que ponen de manifiesto como en el caso de las empresas de nueva creación en Silicon Valley, la existencia de un *Venture Capital* en el accionariado de una compañía sirve como motivador para que los profesionales más cualificados entren y permanezcan en la empresa invertida.

Una de las vías empleadas por los VC para fomentar la profesionalización de las empresas es promoviendo en las compañías en las que participen políticas y estrategias de recursos humanos (MacMillan et al., 1988; Gorman y Sahlman, 1989; Bygrave, 1989; Brander et al., 2002).

Dentro de su labor de profesionalización de la gestión de la compañía los VC podrán ayudar a las empresas en el reclutamiento de gestores (MacMillan et al., 1988; Lindsey, 2008) e incluso en una situación extrema podrían llegar a reemplazar al fundador de la empresa en su papel de CEO (Bygrave y Timmons, 1992; Hellmann, 1998; Cumming y Johan, 2007; Chemmanur et al., 2011).

Gorman y Sahlman (1989) ilustraron como los miembros del consejo de administración tienen las facultades y el poder para poder despedir a los altos directivos de las empresas. En este proceso los VC tendrán preferencia y un gran incentivo por colocar en ese puesto de CEO o en la alta dirección

a profesionales que le sean próximos, cercanos y de su confianza, ya que esto minimizará a su vez los costes de monitorización y supervisión de la empresa.

Rojo et al. (2010) explican como unido a su labor financiadora, cabe destacar, su aportación como asesores de la empresa participada cumpliendo una doble función de aportadores de recursos y como mentor de la entidad participada.

Dentro de la labor de mentorización y asesoramiento, gracias a su experiencia y conocimiento, son diversos los servicios de soporte que pueden realizar como asuntos estratégicos, operacionales, financieros, etc.

Así, uno de los beneficios más importantes para el emprendedor de contar a su lado con un VC será el hecho de que estos puedan ser una fuente de consejos estratégicos, operacionales o financieros, aportando valor añadido a través de este asesoramiento (Sahlman, 1990; Lerner, 1995; Gompers y Lerner, 1998); además de proporcionar consejos enfocados a la gestión (Sahlman, 1990; Gompers, 1995; Lerner, 1995; Hellmann y Puri, 2002).

Hopp (2008) menciona en su trabajo como la financiación del VC no solo implica dinero, sino que también incluye ayuda en guiar las decisiones de gestión, lo que se denomina “*smart money*”. Dado que algunos VC carecerán de recursos y capacidades, invertir junto con otros socios sindicando la inversión podría ser beneficioso para ayudar a solventar este hecho.

En el trabajo de Black y Gilson (1998) se expresa que los *Venture Capital* proporcionan asistencia en la gestión. Así, el típico *Venture Capital* de los Estados Unidos está gestionado por socios con experiencia en hacer crecer a las empresas gracias a sus experiencias previas y conocimientos adquiridos en otras empresas invertidas de su catálogo de participadas y de industrias relacionadas (Sahlman, 1990; Gompers y Lerner, 1996).

Con esta experiencia el *Venture Capital* podrá prestar asistencia a la empresa en la localización y contratación del equipo técnico y gestor necesario para hacer crecer a la compañía, y puede ayudarla con los problemas que previsiblemente aparecerán en el proceso de pasar desde la fase de desarrollo del producto (prototipo) a su fabricación y comercialización.

Según Baum y Silverman (2004), los VC son típicamente considerados como inversores que añaden valor, contribuyendo al valor de las empresas más allá de su aportación monetaria. Además, los *Venture Capital* influirán positivamente en las empresas seleccionadas requiriendo a estas empresas a adoptar determinadas estrategias, acciones o procedimientos u otro tipo de medidas. Los *Venture Capital* también facilitarán “*expertise*” en la gestión o en el acceso a otras capacidades que impulsarán las ventajas competitivas (Baum y Silverman, 2004).

Los VC se esfuerzan activamente en añadir valor a las firmas financiadas y usar su expertise para proporcionar consejos valiosos e incluso metiéndose dentro de las operaciones del negocio (Cumming y Johan, 2007). Atesorar estas competencias para guiar las acciones de gestión es vital para alcanzar y mantener determinadas ventajas competitivas por parte de los VC en el proceso competitivo dentro del mercado de la financiación.

Así en el ámbito estratégico, Tyebjee y Bruno (1984) indican como los VC apoyan a nivel estratégico tanto participando en el consejo de administración como colaborando con el emprendedor en la

elaboración del plan estratégico; y en la toma de decisiones estratégicas (MacMillan et al., 1988; Lindsey, 2008)

En el área del soporte en temas financieros y de operaciones los autores Timmons y Bygrave (1986); Gorman y Sahlman (1989); Kaplan y Strömberg (2001) y Hellmann y Puri (2002) coinciden en señalar que los VC si proporcionarán este tipo de servicios a las empresas financiadas.

Tykvová (2007) explica que gracias a la experiencia de los VC en actividades gestoras implicaría que estos podrían participar en decisiones organizacionales, financieras y estrategias y colaborar en el establecimiento de la estructura óptima organizativa de la empresa. Los VC proporcionan soporte para hacer crecer la organización interna de la compañía (Gorman y Sahlman, 1989; Bygrave y Timmons, 1992; Hellmann y Puri, 2000).

Gilson (2003) señala que el mercado de los *Venture Capital* provee un vínculo único entre la financiación y la innovación, facilitando a las empresas en sus primeras fases de desarrollo (*early stages*) estructuras organizacionales bien conectadas con la innovación. Los *Venture Capital* aportan a las compañías *expertise* y reputación. Abundando en este asunto los autores Hellmann y Puri (2000) y Kortum y Lerner (2000) que indican como los VC ayudan a las empresas de su *portfolio* proporcionando consejos y apoyo que incentive y promueva la innovación.

En el caso de Böhner (2007), explica como el soporte en la gestión para asegurar la apreciación del valor de las empresas de su cartera de participadas, vendrá de los servicios no financieros a través de una función “asesora” en diversas áreas como los procesos o las operaciones mediante la colaboración del VC en los comités o consejos de administración de la compañía.

Uno de los beneficios más importantes para el emprendedor será el hecho de poder acceder a la extensa red de contactos del *Venture Capital*, utilizada para encontrar y reclutar profesionales para el equipo directivo, la búsqueda de coinversores que acompañen en las siguientes fases de inversión, para acceder a servicios especializados, o para poder establecer alianzas estratégicas que sean necesarias (Lerner, 1995).

Además de proporcionar financiación, la industria del VC proporciona experiencia en la industria y acceso a las empresas de su cartera de participadas a su red de contactos (MacMillan et al., 1988; Lindsey, 2008), por ejemplo, con otros profesionales tales como abogados y contables (Sahlman, 1990)

Klingler-Vidra (2014) mencionan en su estudio como después de la inversión los gestores de los VC hacen una monitorización, proporcionan su experiencia y realizan “presentaciones a sus contactos” de las empresas de su cartera de participadas.

De esta manera, los VC también contribuyen con su red de contactos con proveedores, clientes, financiadores, y especialistas en el sector de la empresa invertida con experiencia técnica (Tyebjee y Bruno, 1984; Sahlman, 1990; Bygrave y Timmons, 1992; Gomper y Lerner, 1998; Chemmanur et al., 2011) que ayudará a las firmas invertidas a crear alianzas estratégicas (Stuart et al., 1999)

El *networking* que pueden proporcionar podrá ser con clientes, proveedores, profesionales que puedan ser contratados e inversores (Megginson y Weiss, 1991; Lerner, 1995; Bottazzi y Da Rin, 2002). Una actividad adicional que podrán realizar los *Venture Capital* es tratar de llegar a entablar

acuerdos o colaboraciones estratégicas entre las empresas de su cartera de participadas, incentivando las relaciones y contactos entre ellas para hacer a estas empresas más valiosas.

Otro de los aspectos a través de los que el VC puede aportar valor, es su contribución a la mejora de la reputación y credibilidad de la empresa financiada con respecto al ecosistema en el que desarrollan su actividad. Así, por ejemplo, los autores Sahlman (1990) y Gompers y Lerner (1998) mencionan como los VC proporcionan a las firmas invertidas “prestigio”, un valor añadido a través de su capital reputacional.

Braly (2011) explica que los VC pueden aportar un valor real más allá de lo puramente económico. Además, si un reputado VC entra en una compañía, puede convertir la empresa en una compañía más atractiva, lo cual es interesante de cara que a potenciales empleados, socios e inversores, puedan contribuir a acercar a la empresa hasta su éxito. Por su parte, Ferrer (2011) señala que además de los fondos, los VC proporcionan servicios no financieros que añaden valor a las empresas invertidas e incrementan su credibilidad en sus relaciones con accionistas, potenciales accionistas, clientes, proveedores u otros financiadores.

Meggison y Weiss (1991), otorgan al *Venture Capital* un papel de certificador, con respecto a toda la información disponible y relevante del interior de la organización, siendo una señal hacia el exterior de transparencia de la operativa que están llevando a cabo. Esta función puede ser muy valiosa desde un punto de vista económico al otorgar credibilidad a la información, y por tanto un mayor valor potencial en la venta posterior de las participaciones, fundamentalmente si esta se efectúa mediante una OPV por ser accionistas de la empresa, especialmente cuando conserve parte de las acciones después de la transacción.

Por tanto, la presencia del *Venture Capital* certifica la calidad de la emisión a través de su participación en el capital y desde un punto de vista reputacional, mediante el prestigio aportado. Hsu (2004) señala que, mientras el capital financiero no es en sí mismo un bien diferenciado, la reputación de los *Venture Capital* si puede ser un valor diferencial.

El capital reputacional del *Venture Capital* refuerza la credibilidad de la empresa frente a terceros, pudiendo su contribución ser crucial para el éxito del proyecto. Por ejemplo, los gestores con talento tendrán más posibilidades de incorporarse a una empresa si cuenta con un *Venture Capital*. Los proveedores también serán más propensos a proporcionar un mayor crédito y a asumir más riesgos. Por ejemplo, los clientes también otorgarán más credibilidad al producto si ha contado con mayores controles durante su desarrollo.

También el *Venture Capital* otorgará una mayor credibilidad para futuras rondas de inversión y en la fase de desinversión, gracias a su experiencia en estos procesos y al certificado de buenas prácticas que habrá tenido que seguir la empresa durante la etapa en la que ha contado con el *Venture Capital* como inversor (auditoría, consejos de administración, etc.) (Meggison y Weiss, 1991; Lerner, 1994; Black y Gilson; 1998). Aporta credibilidad ya que, tras un proceso de análisis de la empresa, el VC otorgará su confianza a la compañía a través de la aportación del dinero que gestiona para cubrir su financiación.

La supervisión y el asesoramiento son valorados por futuros potenciales inversores en la compañía que aportarán más fondos para crecer o para desinvertir el propio *Venture Capital* (Black y Gilson,

1998). Megginson (2004) indica que los *Venture Capital* crean valor, ya que son capaces de llevar a las empresas en las que participan algo más que dinero.

Hsu (2004) argumenta que cuando la calidad de una empresa no puede ser observada directamente, los agentes externos a la empresa confían en la calidad de los inversores como una señal de esa calidad. Así, Williams (2013) indica que la legitimación que otorga un inversor del tipo VC puede ayudar al equipo gestor y a este inversor a reducir la inherente asimetría de la información, haciendo a la compañía recientemente fundada más atractiva para nuevos inversores.

En este mismo aspecto Ruhnka y Young (1997) explican como la inversión del VC puede posicionar mejor a la empresa para obtener capital adicional a través de la propia experiencia del VC, de su red de contactos, del aumento de la credibilidad y de una posición financiera más fuerte.

Bascha y Waltz (2001) detectan que otra ventaja es que la aportación de los *Venture Capital* es mediante capital, lo que permite mejorar la estructura financiera de la empresa, posibilitando la vía de la obtención de financiación bancaria o de préstamos participativos de otras instituciones, tal como ya se ha mencionado.

Los VC también contribuyen con su red de contactos a facilitar el acceso a una financiación adicional (MacMillan et al., 1988; Gorman y Sahlman, 1989; Bygrave, 1989; Sahlman, 1990; Wright y Robbie, 1998; Gompers y Lerner, 2001; Brander et al., 2002; Tykvová, 2007).

Por tanto y a modo de resumen mencionamos como por ejemplo, para Casamatta (2003), los *Venture Capital* contribuyen en la definición de la estrategia y de la política financiera de las empresas en las que participan, así como a la profesionalización de su estructura y organización interna, y en el reclutamiento de los profesionales clave.

Según Alemany (2004), el impacto en las empresas financiadas con capital riesgo se hace evidente, no solo por la entrega de capital, sino además por el valor añadido que aportan los inversores, en cuanto a red de contactos, experiencia empresarial, enfoque estratégico y especialmente disciplina financiera.

Para Trujillo y Guzmán (2008), los *Venture Capital* tienen funciones de seguimiento, control y certificación, además de proporcionar una valoración más precisa de los proyectos y la inducción de procesos de transparencia y verificación de la información. Su papel como elemento mitigador y reductor de los costos de la agencia y de la asimetría de la información es vital para el dinamismo de la economía.

Otro de los roles que debe desempeñar el *Venture Capital* es el de motivador. Fulghieri y Sevilir (2005) indican que tan importante como aportar valor es que los *Venture Capital* proporcionen incentivos para que los emprendedores se motiven y ejerzan sus funciones.

Las interacciones entre la seguridad y los incentivos serán básicas para establecer un acuerdo entre las partes, de manera que se persigan unos objetivos comunes (ejecución de los derechos de control según Admati y Pfleiderer, 1994; capacidad para remplazar al equipo gestor o los derechos de liquidación). Los distintos incentivos también deberán ser negociados y recogidos dentro del pacto de accionistas de manera que sean medibles y cuantificables, estableciendo exactamente la

compensación correspondiente por el logro de los mismos (entrega de un paquete de acciones, reconocimiento de un mayor valor de la compañía, liberación de un nuevo tramo de financiación).

Según Schmidt (2003) es un hecho bien documentado que los VC no solo proporcionan la financiación necesaria para el desarrollo del proyecto, sino que también están activamente involucrados en las empresas que financian. Los VC generalmente están bien conectados en una industria específica, ayudando en la contratación de personal clave, en las negociaciones con clientes o proveedores, aconsejan al emprendedor en decisiones estratégicas, juegan un papel importante en la estructuración de fusiones, adquisiciones o salidas a bolsa, y algunas veces están incluso implicados en las operaciones del día a día de las empresas. Incluso, si las cosas se deteriorasen los inversores frecuentemente reemplazan al fundador por un gestor profesional, y/o venderán o liquidarán la empresa (Schmidt, 2003).

Busenitz et al. (2004) explican como en la literatura hay una asunción ampliamente generalizada de que los VCs añaden valor proporcionando información, además del capital que ellos invierten. Esta información que proporcionan está dirigida a mejorar el desempeño de la empresa y puede consistir en diversas formas de influenciar, incluido los esfuerzos para acelerar el aprendizaje de los equipos de las nuevas empresas sobre los descubrimientos del mercado y la implementación de la estrategia, incentivos y penalizaciones sobre el desempeño (Busenitz et al., 2004). Algunas de las formas más comunes de la participación del VC incluyen su actuación dentro de un consejo de expertos al servicio de los equipos de las nuevas empresas, sirviendo en el nuevo órgano de administración de la empresa, realizando presentaciones a clientes o proveedores, monitorizando el desempeño operativo y asesorando en cuestiones estratégicas (Timmons y Bygrave, 1986; MacMillan et al., 1989; Fried y Hisrich, 1995; Busenitz et al., 2004).

Para Wolfson (2010) un buen VC añade valor a las empresas de su *portfolio*, no solo por haber invertido en ellas, sino a través de la ejecución de diversas actividades como ayudar a construir un equipo gestor, establecer políticas y estrategias corporativas y dar a sus empresas acceso a su caro *networking* personal y de la propia firma de VC (Sapienza et al., 1996; Hellmann y Puri, 2002). Además, la evaluación de la empresa (*due diligence*) realizada por el VC previa a la inversión, tiene un fuerte efecto señalizador para terceros (prestigio) (Wolfson, 2010).

En cuanto a su accionariado, podríamos ver si todos los *Venture Capital* actúan por igual obteniendo unos resultados similares o, si por el contrario, existen diferencias entre los VC que son gestionados por gestores independientes y capital privado o aquellos otros que son cien por cien capital público gestionado por sociedades públicas, pasando por todos los escenarios intermedios. Para Balboa et al. (2007) mientras que los *Venture Capital* privados su objetivo principal sería centrarse en inversiones que les proporcionen los mayores retornos financieros, los VC públicos tienen como objetivo realizar inversiones que impulsen el crecimiento económico y la innovación en ciertas áreas geográficas o sectores de la actividad.

Maula et al. (2005) indican que los *Venture Capital* independientes añaden valor a las empresas en las que participan apoyándolas en la consecución de recursos financieros adicionales, reclutando empleados claves para el equipo directivo y profesionalizando la organización. Mientras que los *Venture Capital* corporativos son mejores ayudando a las empresas jóvenes a generar credibilidad y capacidad comercial, y proveyendo soporte tecnológico.

Además, para obtener atractivos retornos por parte de los CVC estos proporcionan otros beneficios estratégicos que son el resultado del establecimiento de colaboraciones estratégicas entre las nuevas empresas de los emprendedores y la gran empresa madura. Toschi (2009) sugiere que los recursos de ambos son diferentes pero complementarios, y que esta característica impacta en su capacidad de agregar valor a las compañías de su cartera. De hecho, mientras que la mayoría de los servicios de valor proporcionados por los VC independientes implican encontrar financiación adicional, apoyo en la toma de decisiones estratégicas y reclutar ejecutivos clave (MacMillan et al., 1989; Sapienza et al., 1994 y 1996; Hellmann y Puri, 2002; Bottazzi y Da Rin, 2002), el VC corporativo parece ser más capaz de crear un aprendizaje basado en el conocimiento y beneficios de endoso derivados de la corporación matriz (Gompers y Lerner, 1998).

Por su parte, Park y Steensma (2012) señalan que para los *Venture Capital* Corporativos su aportación será más importante en la búsqueda de nuevos proveedores y clientes, en estimular la demanda de sus productos y su comercialización, en la atención al cliente y en el apoyo y en las infraestructuras para el proceso productivo. Mientras, los *Venture Capital* Independientes aportarán más en lo referente a la gestión del talento del equipo directivo, en la búsqueda de otros inversores, en consejos de gestión y en alianzas con otros socios “*partners*”.

Según Dushnitsky y Lenox (2006) las empresas que están detrás de los CVC son empresas establecidas, bien posicionadas que cuentan con personal especializado con profundos conocimientos de mercado y tecnología y en habilidades directivas que permiten escalar y focalizar, lo que les posibilita estar mejor posicionados para aportar valor, proporcionando recursos y capacidades a las nuevas empresas (Gompers y Lerner, 1998). Incluso capacidad para negociar con los proveedores, capacidad de fabricación y acceso a los canales de distribución, lo que contribuye a mejorar la viabilidad de la compañía financiada por el CVC (Dushnitsky y Lenox, 2006).

Scarлата (2011) explica como los VC filantrópicos no solo son fuentes de financiación, sino que también son asesores estratégicos de las empresas que financian, y una cuestión fundamental es entender como detrás del capital, ellos pueden asistir a estas empresas en su camino hacia su sostenibilidad, crecimiento y en último término hacia el impacto social.

También podemos mencionar otro ejemplo como la reciente investigación llevada a cabo por Frances (2017) en la que pregunta a los VC ¿Cómo ayudas a las empresas en las que inviertes aparte de proporcionar capital? ¿Qué nivel de implicación del VC debería esperar el fundador de la empresa? ¿Cuál es el valor aportado por el VC? ¿Ofrecen los VC conocimiento y experiencia, contactos, aspectos de marketing, etc.? (Frances, 2017).

Por tanto, se espera que los *Venture Capital* ofrezcan otros valores para la creación de valor en la empresa más allá de los recursos financieros, pudiendo asistir a las empresas de su cartera de participadas con su red de contactos, en la selección del equipo directivo y en la toma de decisiones estratégicas. En definitiva, el *Venture Capital* puede aportar su experiencia a la empresa en la que ha invertido de formas muy diversas.

2.4.4. Condicionantes a la aportación de valor por parte de los Venture Capital.

Llegados a este punto, tras haber visto cuando y como el VC puede aportar ese valor implícito al de su financiación, una consideración muy importante es el diferente comportamiento que los distintos VC pueden manifestar. Una realidad a tener en cuenta es que las aportaciones de los distintos VC no son homogéneas.

Así, lo que pueden aportar unos y otros VC diferirá significativamente en función de aspectos internos y externos al propio VC. Dentro de los condicionantes internos destacarían la experiencia, el conocimiento, la reputación, el tipo de inversores que han aportado los fondos, o el número de empresas que forman parte de la cartera de participadas. También influirán aspectos externos como el sector y la fase de desarrollo en la que se encuentre la empresa, las características y la receptividad del propio emprendedor y su equipo, el entorno económico o la situación competitiva del propio sector del VC en cada momento.

En el capítulo III para describir a nuestra muestra y población hemos tenido en consideración diferentes cuestiones que caracterizan y pueden condicionar el comportamiento de los agentes implicados: 1) la “empresa” (ubicación, antigüedad, el sector de actividad, la fase de desarrollo, el tamaño del consejo de administración, el número de inversores del tipo VC en su accionariado, el desempeño de la empresa); 2) el “CEO-emprendedor” (el género, la edad, la formación académica, la experiencia previa profesional y la experiencia previa emprendedora); 3) el “VC” (origen de los fondos, el foco sectorial de la inversión, la ubicación de la empresa con respecto a la sociedad de inversión, su antigüedad, el volumen de fondos gestionados, si desempeña el rol de inversor líder); y 4) el “profesional que trabaja en el VC” (su edad, su experiencia profesional, su experiencia dentro del sector del VC y el tamaño del *portfolio*).

Según King (2011) los VC tienen tres recursos principales: capital, reputación y conocimiento.

El capital no es un valor diferencial, ya que el dinero de un VC es el mismo que el de cualquier otro financiador. Sin embargo, los otros dos recursos sí serán distintos entre unos y otros VC. Por tanto, es en esa “aportación de valor” donde el VC debe esforzarse en aplicar su valor que le permita diferenciarse de otros VC obteniendo de ello una ventaja competitiva.

Hopp (2008) explica como de forma generalizada se admite que los VC son inversores de “valor añadido” y que el soporte del VC irá más allá de la simple aportación de capital. Dada la movilidad del capital y su relativamente fácil acceso, difícilmente podría existir una ventaja competitiva sostenible para los VC si solo actuaran como un intermediario de capital poniéndolo a disposición de los emprendedores que tienen esa necesidad. Por tanto, para poder sobrevivir dentro del agresivo y exigente sector del VC deberían adoptar y asumir tareas que contribuyesen a su diferenciación.

Así, en nuestro estudio ahondaremos en los principales elementos que contribuyen a esa “heterogénea aportación”.

2.4.4.1. Aspectos relacionados con el Venture Capital.

En este apartado abordaremos como se puede ver afectado el proceso de aportación de valor en función de la reputación, de la experiencia y de la especialización, tanto del VC como de los profesionales que componen su equipo.

Megginson y Weiss (1991) indicaron como el valor añadido por el rol de la reputación que asume el VC se basa en el modelo de certificación. La reputación del VC sirve para comunicar cualidades inobservables sobre las empresas de su *portfolio* a terceros (Megginson y Weiss, 1991). Esto a su vez, incrementa el valor de mercado de las compañías de su cartera de participadas y generará rentas, especialmente cuando la información entre las empresas y el inversor es asimétrica.

Para Abdou (2006), la reputación es un valor muy importante para los VC, y llegar a conseguir alcanzar la mejor reputación posible es una meta para cada uno de los VC, esto a su vez influirá y tendrá efectos sobre el comportamiento en el día a día de los VC.

Conviene recordar como en comparación con otras herramientas de financiación más tradicionales, como pueden ser por ejemplo los préstamos bancarios, los VC desempeñan un rol más activo como intermediario financiero en empresas con un perfil de riesgo más alto (Huei, 2010). El mayor nivel de riesgo de estas compañías vendrá definido entre otras circunstancias por su reciente creación, su carencia de datos históricos, por su alto perfil tecnológico y el bajo peso del inmovilizado material en el balance de estas compañías (Huei, 2010).

La propuesta de valor de los VC va más allá de lo que supone ser un simple intermediario financiero tradicional. Los VC aportarán valor reputacional al certificar la calidad de estas empresas, debido a que existe una gran dificultad en observar directamente la calidad que alcanzará la compañía de un emprendedor que se encuentra en sus fases iniciales de desarrollo. Por tanto, la asociación de estas empresas con el VC que les ha proveído de financiación será una señal de calidad en sí misma (Megginson y Weiss, 1991; Lindsey, 2002).

El valor certificador ofrecido por los VC en los procesos de OPV de sus participadas, señalará la calidad de la compañía a través de una reducción de la asimetría de la información a los inversores externos (Megginson y Weiss, 1991; Stuart et al., 1999), proporcionando un sustento razonable para los inversores externos sobre las perspectivas de crecimiento futuro y la rentabilidad de estas nuevas empresas que saldrán a cotizar en el mercado bursátil.

Por tanto, Megginson y Weiss (1991) exponen como el mejor VC otorgará a la empresa en la que ha invertido una mejor reputación, enviando mejores señales positivas al mercado, lo que contribuirá a incrementar la percepción de valor de la compañía.

Es decir, la reputación del VC aportará “prestigio” a sus empresas financiadas. Esta cuestión, formará una de las hipótesis de nuestra investigación que veremos más adelante. Huei (2010) analizó en su trabajo el efecto de la reputación de los VC sobre la supervivencia y el desempeño operativo a largo plazo de las empresas en las que participa. Observó como los beneficios de que una compañía de nueva creación se asocie con un VC reputable son patentes, por su valor certificador (prestigio).

Huei (2010) encontró que las variables tomadas como indicadores de la reputación tenían un efecto positivo. Esto implica que el valor añadido obtenido por las empresas sustentadas por los VC más reputados no solo vendrá de los consejos y los servicios de intermediación, sino también por su papel como mejores evaluadores de los riesgos que suponen este tipo de inversiones. Todo esto proveerá un mejor valor añadido en las actividades críticas previas y posteriores a la OPV, tales como la fijación del precio, la creación del mercado, la asignación de las acciones y la cobertura por parte de los analistas.

Así, los VC asumen el riesgo al proporcionar capital a estas empresas jóvenes, altamente tecnológicas y que no cotizaban en bolsa (Huei, 2010). Además, posteriormente gracias a la estrecha relación que mantendrá el VC con la empresa podrán apalancar su conocimiento en la evaluación, monitorización, los contactos, la toma de decisiones y las funciones de soporte previas a la OPV tales como, la planificación estratégica, financiera y operacional por lo que el efecto de su reputación será un factor muy importante en el proceso y en la generación de confianza (MacMillan et al., 1988; Gorman y Sahlman, 1989; Huei, 2010).

Los VC más reputados están asociados con una mayor potencialidad de crecimiento futuro. Eso puede ser explicado gracias a que los VC con la mejor reputación pondrán al servicio de las empresas de su *portfolio* sus mejores profesionales y con los mejores perfiles organizativos para proporcionar sus servicios de asesoría, lo que permitirá a su vez a estas empresas ser capaces de construir una organización y un equipo gestor más efectivo (Thomas y Manju, 2002). Todo esto, junto con los contactos y los servicios de asesoramiento de valor añadido, ayudarán a la compañía a que gestione mejor y más eficientemente las operaciones de su día a día, lo que se traducirá en una mayor probabilidad de supervivencia y una mejor evolución a largo plazo (Huei, 2010).

Huei (2010) explica que en mucha de la literatura existente se asume frecuentemente la homogeneidad de los VC, ignorando la potencial heterogeneidad existente entre los diversos VC. Por ejemplo, Gompers (1996) demostró que el tiempo para la decisión de una OPV realizada por un VC inexperto difiere del otro realizado por un VC veterano. Esto explica la hipótesis de porque las compañías financiadas por VC menos veteranos son más jóvenes y más infravaloradas en comparación con aquellas que están financiadas por VC más experimentados. Gompers (1996) mostró en su estudio como los VC más jóvenes que presumiblemente tendrían una menor y menos asentada reputación no maximizarán el valor de las empresas que lleven a un proceso de OPV. Quizás, el motivo se encuentre en que quieran llevar a sus participadas antes a un proceso de OPV para mostrarlo frente a terceros como una señal de sus habilidades y capacidades que les ayude a construir y alcanzar un cierto nivel reputacional (Gompers, 1996). Por ello, probablemente conducirían a sus empresas con “ciertas prisas” a llevar a cabo este proceso, antes incluso de alcanzar su momento más oportuno de acuerdo a las expectativas de la propia empresa, sino en función del interés del VC de alcanzar su objetivo reputacional cuanto antes.

Así, Gompers (1996) encontró que las firmas de VC más jóvenes llevan a sus empresas a una OPV antes que los VC con más antigüedad. Su propósito será el de conseguir establecerse una reputación, y poder obtener con mayores probabilidades de éxito el capital adicional para nuevos fondos, y en consecuencia generar más negocio. Además, las empresas que están participadas por empresas jóvenes de VC tienden a ser más jóvenes y más infravaloradas en sus OPV que aquellas que están participadas por VC ya asentados y reputados (Gompers, 1996).

Por su parte Lerner (1994), mostró como los VC más veteranos son más competentes en acompañar y guiar a sus empresas a un proceso de OPV cuando los mercados se encuentran en sus fases más álgidas. Esta circunstancia es debida a que los VC más jóvenes no son capaces de atraer el interés de los bancos de inversión cuando el mercado se encuentra en su pico, mientras que los VC más maduros si van a ser competentes en dicho propósito (Lerner, 1994).

Nahata (2008) explica como la reputación del VC se va ir construyendo con la experiencia, sus capacidades y su desempeño en el pasado. Nahata (2008) mostró como los VC con una mejor reputación son capaces de reducir el tiempo que transcurre desde la inversión hasta el momento de su desinversión, y además demuestran una más alta eficiencia para convertir los activos de la empresa en ventas. Concluyendo que los VC más reputados no solo seleccionan mejores inversiones, sino que además añaden un mayor valor incremental, lo que redundará en unos mejores desempeños y la obtención de mejores resultados de sus inversiones.

Por su parte, Hsu (2004) analizó una muestra de 148 ofertas financieras sobre 51 empresas y encontró evidencias del valor añadido por la reputación de los VC, identificando dos valores positivos diferentes. Primero, la financiación ofrecida por los VC que se encuentran en una posición más alta en la lista de reputación tienen tres veces más de posibilidades de ser aceptadas por el emprendedor. Esto permitirá a estos VC poder acceder a las empresas más prometedoras, incrementando el potencial de realizar inversiones más satisfactorias.

Segundo, el estudio encontró que los VC con mejor reputación eran capaces de conseguir descuentos en la valoración de la empresa de entre un 10% a un 14%. Es decir, podían negociar y tener un menor precio de entrada, ya que los emprendedores están dispuestos a ofrecer un descuento para conseguir la financiación de los VC con mayor nivel reputacional para que estos se incorporen a su empresa. Por tanto, se incrementará la probabilidad de realizar una mejor desinversión y con un menor riesgo para el capital por ellos gestionado debido además a que estos VC gracias a su mejor reputación habrán pagado un menor precio en el momento de la inversión, lo que les permitirá ganar unos mayores retornos y a su vez alcanzar una mejor reputación. Así, se generará un círculo virtuoso que permitirá a estos VC un acceso más fácil a mejores oportunidades futuras de inversión y otras ventajas debido a una mayor demanda de sus servicios de asesoramiento (Hsu, 2004).

Además, Hsu (2004) observó como los mejores VC, medidos en términos de consecución de unos mejores datos históricos con sus desinversiones más exitosas y rentables a través de una OPV, tendrán mayores probabilidades de atraer el interés de inversores más fuertes en los futuros procesos de OPV que promuevan estos VC. Gompers y Lerner (1998) sugieren que los VC con una mejor reputación serán capaces de conseguir levantar más fondos y de mayor importe.

Por otro lado, la reputación de los VC también es un factor importante en las tasas de éxito de sus inversiones, quizás también por que los emprendedores con los mejores proyectos buscarán a los VC de mejor reputación (Gompers y Lerner, 1998).

Hsu (2004) explica como el efecto de la reputación es un factor muy importante que influye primeramente en las oportunidades de inversión que reciban los VC y en su selección posterior.

Así, Wolfson (2010) indica que los VC que tienen mejor reputación gracias a una buena serie histórica de éxitos y a que son buenos proporcionando servicios extra financieros, se muestran más deseables para las empresas, de manera que podrán recibir más y mejores oportunidades de inversión y adquirir participaciones en esos proyectos en unas mejores condiciones.

La experiencia del VC es otro factor que influye en el hecho de que cada VC lleve a cabo un distinto desempeño en la aportación de valor en su interacción con los emprendedores y las empresas a lo largo del proceso inversor.

Según Reiner (2013), es probable que el nivel de experiencia del VC sea otro de los factores que están detrás del retorno de sus inversiones. Con el incremento de su experiencia, los VC mejoran sus capacidades para añadir valor, construir una más amplia red de contactos, y recibir un flujo de proyectos (*deal flow*) de mayor calidad (Gupta y Sapienza, 1992; Powell et al., 2002).

Bottazzi et al. (2008) proporcionan datos sobre el hecho de que la experiencia del VC es un valor muy importante. Bottazzi et al. (2008) documentan que los VC más experimentados y con una mayor preparación tienen un papel más activo en la gestión de las empresas en las que han invertido, sugiriendo que el capital humano de los *Venture Capital* es un factor muy importante en el éxito de sus inversiones. Por tanto, los inversores más experimentados añadirán más valor que los inexperimentados. Bottazzi et al. (2008) explican como la experiencia les va a ir llegando gracias a la repetición de las actividades relacionadas con el VC, es decir la realización de muchos procesos de inversión que culminen en el cierre operaciones.

En este sentido, Kaplan y Schoar (2005) encuentran una gran heterogeneidad en el desempeño entre los distintos VC. Aquellos VC que cuentan con un equipo de profesionales más preparado y con un perfil superior generarán mejores resultados en sus inversiones. Entre sus conclusiones sugieren que los VC con una mejor actuación crecen proporcionalmente más despacio. Argumentan además que los mejores VC deberán elegir permanecer pequeños, limitando deliberadamente la cantidad de fondos recabados y gestionados con el objetivo de reducir la dispersión de asignar sus limitados recursos entre un gran número de empresas participadas.

Fulghieri y Sevilir (2005) consideran que la economía está dotada de dos tipos de agentes, los emprendedores y los profesionales del capital riesgo. Los emprendedores cuentan con un proyecto o idea que puede ser transformada, con la colaboración de un VC, en un producto final comercializable. El VC proporciona capital, así como otras actividades de valor añadido para convertir sus ideas en negocios viables. Estos autores asumen el hecho de que los VC disponen de unos recursos limitados, pero que tendrán acceso a una fuente infinita de emprendedores con proyectos e ideas. Además, al VC le supondrá un esfuerzo y le llevará tiempo y experiencia el acumular los perfiles y el capital humano necesario para poder aportar valor; así como los contactos necesarios en el negocio para la gestión de este tipo de proyectos y empresas.

En este sentido, Ewens (2010) explica que el director general (*general manager*) del VC en función de su red de contactos, será un factor muy importante que influirá decisivamente en la actividad inversora del VC. De hecho, diversos estudios han encontrado que uno de los factores más influyentes e importantes en el desempeño del VC es su posición dentro del ecosistema emprendedor-inversor. Hochberg et al. (2007) indican que si esta persona (*general manager* del VC) llegase a abandonar el VC, esto supondría un importante quebranto para el VC al perder la

experiencia única y propia de ese individuo; ya que con su marcha se llevará importantes activos intangibles inherentes a ese profesional.

Ewens (2010) en su estudio profundiza en este tema, analizando las diferencias entre los VC que surgen como *spinoffs* de otros VC en relación a los VC que surgen sin ninguna relación anterior con ningún otro VC. Ewens (2010) concluye que los VC que surgen como *spinoffs* tienen importantes ventajas sobre los VC completamente nuevos. Su investigación pone de manifiesto el hecho de que estos VC van a estar más y mejor relacionados con otros VC que atesoren una mayor experiencia que la media. Todo esto otorgará a estos VC mejores oportunidades a través de un *deal flow* de mayor calidad, acceso a otros VC más experimentados para poder realizar más y mejores operaciones de coinversión, y un mejor comportamiento en cuanto al éxito alcanzado en sus desinversiones (Ewens, 2010).

Por su parte, los VC completamente nuevos fracasarán más frecuentemente y más rápido que los VC que provienen de *spinoffs* (Ewens, 2010). Además, el tamaño y la cuantía de los fondos captados para ser gestionados por el nuevo VC surgido como una *spinoff* serán superiores, gracias a su experiencia y a los contactos adquiridos en su estancia en el anterior VC del que proceden y donde han podido ir obteniendo su bagaje profesional. Todo esto supone una importante barrera de entrada para los nuevos VC que quieran incorporarse a este mercado. Por tanto, no todos los VC son iguales y no todos podrán aportar lo mismo a las empresas en las que han invertido. Las diferencias van a venir dadas por el *expertise* (conocimiento y experiencia) adquirido como un activo intrínseco al profesional, de manera que si este se va a otro VC y/o monta un VC *spinoff* de la matriz se lo llevará consigo (Ewens, 2010).

Sorensen (2007) explica que la mayor experiencia del VC le dará acceso a una mayor cartera de contactos con proveedores, clientes y potenciales gestores. Además, también obtiene unos resultados que muestran cómo las compañías invertidas por los VC más experimentados tendrán una mayor probabilidad de terminar saliendo a bolsa. Como hemos visto, esto incrementará el valor potencial de la empresa participada por un VC en su proceso de desinversión.

Los resultados de Dimov y De Clercq (2007) sugieren que la probabilidad de fracaso de las empresas disminuirá cuando los profesionales del VC que han invertido en ellas tienen una mayor experiencia y mayor relevancia dentro del ámbito de la inversión. Además, las probabilidades de realizar una desinversión exitosa se incrementarán significativamente con el número de operaciones realizadas, es decir, con la experiencia que va a ir acumulando durante la realización de estas operaciones.

Así, Gompers (1996) señala que para el resto de los agentes que están fuera de la empresa, la experiencia del VC puede actuar como una señal de la calidad de las empresas de su cartera de participadas, contribuyendo a reducir la asimetría de la información. Esta experiencia del VC como señal de la calidad de la empresa del *portfolio* podría ser especialmente relevante en las salidas (desinversiones) en las que estén implicados compradores afectados por una alta asimetría de la información. En las ventas “laterales” en las que los compradores no están todavía activos en la misma o similares líneas de negocio, la asimetría es más alta que en ventas a compradores pertenecientes a industrias relacionadas (Gompers, 1996).

Las desinversiones con ventas a compradores que vayan a tener sinergias son menos dependientes de la calidad de las señales de terceras partes tales como los VC, ya que tienen un profundo

conocimiento de la industria que les ayuda a juzgar las probabilidades futuras de éxito de la empresa (Gompers, 1996). Así, los VC usarán más su experiencia para las operaciones de venta cuando se realizan con compradores laterales que con otros que pueden generar sinergias, usando su reputación para reducir a priori la desventaja en el precio que supone la existencia de asimetría de información. Las diferencias en el retorno entre ventas laterales o con sinergias serán menos pronunciadas en operaciones que involucren a un VC con mayor experiencia (Gompers, 1996).

Sorenson y Stuart (2001) abundan en el hecho de que no todos los VC se comportan de la misma manera siendo la experiencia un factor que influye. Para poder medir la experiencia del VC un elemento diferencial sería su edad, ya que está signfica sumar experiencia al capturar los efectos de la acumulación del número de procesos en los que ha participado. La experiencia debería reducir los costes de la monitorización, ya que las personas que forman parte del VC habrían ido adaptándose a este tipo de tareas al ir ganando confianza y seguridad en sus capacidades y habilidades para evaluar las oportunidades de inversión y los emprendedores.

Además, durante los procesos de inversión que han venido realizando habrán ido desarrollando relaciones con otras firmas de VC, y con expertos y empresarios en los tipos de industrias en los que ellos repetidamente habrán invertido. Estos contactos proporcionarán un acceso privilegiado a información acerca de las “prometedoras oportunidades de inversión” (Sorenson y Stuart, 2001).

A medida que los profesionales que forman parte del VC van ganando en experiencia en monitorizar sus inversiones, desarrollarán competencias en actividades como la redacción de contratos para minimizar los problemas de la agencia y el reconocimiento de las señales que advierten de los problemas que podrían surgir en las empresas en las que invierten (Sorenson y Stuart, 2001). Una monitorización efectiva también requerirá una percepción de la relación existente entre el esfuerzo y los resultados obtenidos.

Por muchas razones, cada inversión realizada irá extendiendo la red de información del profesional del VC y por tanto de la firma de VC. Esta “experiencia inversora” que van adquiriendo hará a los VC más efectivos en las tareas relacionadas con el proceso inversor y les podrá hacer menos aprensivos a realizar inversiones a más distancia, tanto desde el punto de vista de distancia geográfica como con respecto al sector (Sorenson y Stuart, 2001). A medida que van evaluando más planes de negocio y observan más empresas, los profesionales del VC irían adquiriendo un mejor entendimiento y conocimiento de los factores que llevan al éxito o al fracaso, bien en general o bien dentro de un tipo de sector en particular (Fried y Hisrich, 1994).

Sorenson y Stuart (2001) explican cómo, aunque esperan unos efectos de la experiencia más fuertes cuando están considerando realizar inversiones en los mismos tipos de industria que las de sus inversiones previas, esto podría afectar positivamente incluso en las operaciones de inversión que realizará fuera de los sectores donde hubiera ido acumulando experiencia. Esto es debido a que algunas cuestiones requieren un conocimiento específico para una industria en particular, pero otros deberían poder aplicarse para cualquier tipo de negocio al ser cuestiones más genéricas (Sorenson y Stuart, 2001). Por tanto, según Sorenson y Stuart (2001) los inversores con una experiencia más extensa invertirán en localizaciones e industrias más distantes.

Otra de las variables que utilizan Sorenson y Stuart (2001) para medir la experiencia es el número de inversiones realizadas previamente, diferenciando entre el número total y el número de las realizadas en un sector en particular.

Sorenson y Stuart (2001) matizan como dentro de la experiencia habría que evaluar tanto la experiencia de la propia firma de VC como de los profesionales que en ella trabajan. Indican como los inversores harán sus tareas de forma más expeditiva y satisfactoria cuando tienen una experiencia previa en el sector al que pertenece la “nueva oportunidad de inversión”.

Por su parte, Busenitz et al. (2004) explican como los VC que se han visto involucrados en sus operaciones de financiación con éxitos y fracasos es más probable que hayan adquirido algunos conocimientos acerca de cómo poder desarrollar este tipo de empresas.

Balboa y Martí (2007) indican como la experiencia del equipo de personas que trabajan en el VC es una de las variables fundamentales que es valorada por los inversores (proveedores de los fondos) cuando en los mercados desarrollados están seleccionando la oportunidad de invertir en un fondo de capital riesgo. Se espera que, con una mayor experiencia, habrán adquirido una mayor reputación y por tanto habrán conseguido una mayor cantidad de fondos (Balboa y Martí, 2007). Gompers y Lerner (1998) concluyeron en su estudio como los profesionales más experimentados serán capaces de atraer más fondos. Solo los gestores que tienen éxito obteniendo considerables retornos económicos son capaces de captar fácilmente más dinero. La importancia de la experiencia también es destacada por Kaplan y Schoar (2005), tanto en la captación de fondos como en los retornos obtenidos.

Para medir la experiencia Balboa y Martí (2007) toman el número de años del equipo directivo del capital riesgo. Argumentan que tomar este indicador es mejor que tomar el número de años de la sociedad, debido a que muchos equipos de sociedades jóvenes podrían estar formados por profesionales que provienen de otras sociedades más antiguas.

Balboa y Martí (2007) explican cómo el proceso inversor que va desde la captación de los fondos de los inversores, a la realización de las operaciones de financiación, hasta las desinversiones y la devolución de los fondos lleva un tiempo superior a los 10 años. Por lo que los profesionales del sector necesitarán tiempo para adquirir y completar su experiencia. Así, con cada operación adicional que vayan realizando estos profesionales van extendiendo su red de información, perfeccionarán sus capacidades para evaluar las inversiones potenciales, ganando experiencia en estructurar los acuerdos y en hacer seguimiento de los emprendedores (Sorenson y Stuart, 2001). Además, con una mayor probabilidad estos profesionales con experiencia en la inversión adquirirán las competencias necesarias para ayudar a las empresas financiadas a ser exitosas, lo que sin duda repercutirá sobre su reputación (Hsu, 2004).

Sorensen (2007) explica como la experiencia es interpretada como un indicador de la capacidad del inversor para influenciar y añadir valor a la empresa. Los inversores experimentados pueden tener unas grandes habilidades por dos motivos. En primer lugar, debido a que participar en más inversiones permite a los inversores aprender más acerca de la gestión y seguimiento de las empresas: En segundo lugar, podrán expandir su red de contactos con gestores, proveedores y clientes. En este caso, la experiencia incrementa las capacidades. Alternativamente, los inversores pueden tener unas capacidades consustanciales, además los inversores con las mejores capacidades

tienen más probabilidades de sobrevivir, una gran experiencia señala unas más altas capacidades consustanciales (Sorensen, 2007).

Para medir la experiencia Gompers (1996) y Hochberg et al. (2007) emplean la edad de la firma de VC, la cantidad total de dinero invertido y el número de compañías financiadas. Para Sorensen (2007) la edad es el indicador menos atractivo, ya que no distinguirá entre los inversores activos de los que no lo son. El número de rondas de inversión es también preferible al número de empresas financiadas, ya que algunos inversores están involucrados en las fases iniciales y ayudan a las compañías a desarrollarse y madurar, mientras que otros invierten principalmente en las fases finales (Sorensen, 2007).

Estos dos tipos de inversores pueden invertir en el mismo número de empresas, pero la experiencia adquirida por el primer tipo es probablemente más relevante a la hora de influenciar en las empresas (Sorensen, 2007). Esos inversores participarán en más rondas de inversión en cada empresa, por lo que el número de rondas en lugar del número de compañías proporciona una sencilla adaptación para observar la involucración de los inversores. Del mismo modo, el número de rondas de inversión es preferible a la cantidad invertida. Las rondas del final, en fases más avanzadas, tienden a implicar cantidades más grandes, siendo menos indicativo de las capacidades (Sorensen, 2007). Además, el recurso más escaso del inversor es el tiempo y no tanto el dinero, ya que las operaciones requieren aproximadamente la misma cantidad de tiempo (Kaplan y Strömberg, 2004).

Para medir la experiencia de la organización Gompers et al. (2009) tienen en consideración tanto la experiencia de la firma del VC como la de los profesionales que la componen. Para ambos casos, toman como referencia el número de operaciones realizadas previamente a la ejecución de la operación de financiación acerca de la cual se le va a encuestar, con respecto al total de operaciones realizadas por todos los VC. Diferencian entre el número total de operaciones, las realizadas dentro de la misma industria o las realizadas en el resto de industrias. En su estudio concluyen como el desempeño de los VC especializados tiende a ser en general mejor. Esto podría reflejar la influencia del capital humano de los profesionales que trabajan en esos VC que cuentan con una especialización en un determinado tipo de industria; no obstante, también vendría influenciada por la experiencia del VC en su conjunto (Gompers et al., 2009).

Du (2009), mide la experiencia relevante en la industria como el número de empresas financiadas por el VC dentro de esa misma industria en los últimos 5 años.

A continuación, desde el punto de vista de la experiencia abordaremos el documento de pacto de socios y la gobernabilidad que condicionarán el tipo de relación que existirá entre la empresa y el VC, aspecto que será abordado en una de las hipótesis de esta investigación que se incluirá en siguientes apartados.

El estudio de Bengtsson y Sensoy (2011) está relacionado con las cláusulas contractuales que regirán la asignación de derechos sobre el flujo de caja entre los VC y los emprendedores. Investigan como el diseño de esos contratos está relacionado con las habilidades y capacidades de los VC para monitorizar y proporcionar servicios de valor añadido al emprendedor. Es importante recordar para el propósito de su estudio como los VC están activamente involucrados en las empresas que componen su *portfolio* y como casi siempre realizan desembolsos parciales de sus inversiones por fases, para mitigar los problemas de este tipo de financiación no solo a través de aspectos

contractuales, sino también a través de una monitorización directa y la intervención e influencia creada por la posibilidad de poder renunciar a continuar con la financiación de la empresa y con los servicios de valor añadido (Bengtsson y Sensoy, 2011).

Bengtsson y Sensoy (2011) en su estudio de investigación miden la experiencia del VC a través del número total de empresas en las que habían invertido hasta la fecha de realización del cuestionario.

Los principales resultados obtenidos por Bengtsson y Sensoy (2011) son que los VC más experimentados, que a su vez serán probablemente los que tengan las mayores habilidades de ese tipo y más frecuentemente entren a formar parte de los consejos de administración, obtengan menos cláusulas de protección en caso de caída de la valoración de la compañía. Pero a su vez, frente a los menos experimentados, obtienen una mayor influencia en la compañía ya que ponen a su gente en los consejos y los equipos de trabajo, obteniendo protección e influencia de ese modo (Bengtsson y Sensoy, 2011). Así, los VC con más experiencia y con mejores habilidades para llevar la gobernanza tendrán menor foco en obtener menos protecciones frente a la caída de valor y más en otros aspectos de los contratos como la obtención de representantes en los consejos de administración (Bengtsson y Sensoy, 2011).

Bengtsson y Sensoy (2011) concluyen que los VC con más experiencia tienen más probabilidades de entrar en los consejos de administración de las compañías financiadas, lo que implica que previamente lo habrán negociado para incluirlo en los contratos que regulan su relación. Estos resultados sugieren, que los puestos en el consejo de administración, que facilitarán un canal a los VC para ser usado en su monitorización y las posibilidades de aportación de valor añadido, son más valiosos en comparación con otros tipos de “protecciones” en el caso de los VC que tienen grandes habilidades (Bengtsson y Sensoy, 2011).

Por otro lado, debido a que la afiliación con los mejores VC es valorada positivamente por los emprendedores, es posible que los VC con las mejores capacidades usen sus herramientas negociadoras para obtener contratos con más protección frente a las caídas de valor (Bengtsson y Sensoy, 2011); desde el punto de vista de la agencia esto sugiere una negociación. Consistente con esto, tal como hemos mencionado, Hsu (2004) encontró que los mejores VC son capaces de invertir a mejores valoraciones premoney, cifrando el descuento obtenido por ellos en entre un 10 y un 14% del valor pre-money de la compañía (Hsu, 2004)

Hopp (2008) explica como una estructura organizacional óptima esta conducida por consideraciones de eficacia y eficiencia, y como los problemas derivados del oportunismo se resuelven a través del uso de unas apropiadas decisiones de gobernabilidad. De hecho, la gestión de la relación entre el VC y los emprendedores es costosa y las formas de gobernabilidad difieren según sus capacidades para facilitar el intercambio de las cualidades y características de cada transacción.

Por tanto, la experiencia del VC ayudará a crear el mejor modelo de gobernanza para la gestión de cada una de sus inversiones y en como poder garantizar la aportación de valor añadido (Leiblein y Miller, 2003). Aunque la decisión final de que estructura de gobernanza y aportación de valor dependerá de cada operación en concreto, lo cierto es que la experiencia dentro del sector inversor y de la industria específica ayudará tanto a gestionar todo lo relacionado con el proceso inversor, como con la evaluación de las oportunidades de negocio, como a ofrecer una mayor calidad de los consejos ofrecidos a los emprendedores financiados (Mayer y Salomon, 2006).

Es decir, capacidades de inversión más desarrolladas permiten al VC seleccionar para financiar mejores oportunidades de negocio, hacer un seguimiento más efectivo de los progresos de la empresa y compartir conocimiento con el emprendedor para crear valor (Gompers y Lerner, 2002; Kaplan y Schoar, 2005). Además de definir mejor los roles y responsabilidades, identificar los hitos futuros y unos apropiados incentivos financieros (Hopp, 2008). Finalmente, Barney et al. (1994) y Leiblein y Miller, (2003) indican como los VC que son más capaces de analizar entornos complejos pueden anticipar mejor los riesgos contractuales y pueden hacer uso de unas formas de gobernanza menos proteccionistas.

Tras haber hablado de la reputación y de la experiencia del VC entra en juego un tercer factor, la especialización. Generalmente, la especialización del VC hace referencia a que éste ha decidido centrar su estrategia de inversión en un sector específico de actividad. No obstante, también podríamos hablar de especialización en función de si va a realizar inversiones únicamente en un tipo determinado de “fase de desarrollo” de las empresas o en función de la “zona geográfica”, realizando inversiones únicamente en empresas radicadas en una determinada ubicación. Aquí haremos referencia a la especialización en un sector de actividad. Con ello, el VC buscará adquirir un mejor conocimiento sobre ese tipo de sector que le permita ir adquiriendo experiencia y alcanzar una determinada reputación con la que poder desarrollar con mayor éxito su actividad profesional.

Toschi (2009) indica que los VC no son homogéneos en sus estrategias de inversión. Los VC adoptarán diferentes estrategias en relación con la composición de su *portfolio* inversor, algunos tienden a especializarse en industrias o estados de desarrollo específicos, para adquirir experiencia y obtener un mayor valor, mientras que otros siguen un camino más generalista diversificando sus inversiones a lo largo de una más amplia variedad de industrias y tecnologías (Gupta y Sapienza, 1992; Gompers et al., 2005; Cressy et al., 2007).

Como inversores especializados (Barry, 1994; Wright y Robbie, 1998; Gompers y Lerner, 2001) los VC realizan un seguimiento muy cercano de la tecnología y el desarrollo del mercado en el área de su especialización. Así, la especialización, estableciendo su foco en un sector específico, es muy importante para que durante el proceso de “construcción de una inversión” el VC esté familiarizado con la industria y/o con la tecnología.

Esto cobra aún una mayor importancia si tenemos en cuenta que los VC tienen solamente una limitada cantidad de recursos, de personal y de tiempo. Como resultado, ellos solo van a poder acumular conocimientos expertos y contactos relevantes en un limitado número de tecnologías e industrias. Además, los VC solo colocarán sus limitados recursos financieros en los sectores más prometedores, desde una perspectiva de alto potencial de crecimiento y de retorno financiero esperado de la inversión (Iyebjee y Bruno, 1984; Zider, 1998; De Clercq y Sapienza, 2001; Bender, 2010).

En esta línea, Dimov y De Clercq (2007) argumentan, en línea con la literatura previa, que invertir en industrias con las que están familiarizados gracias a la especialización, provee a los profesionales del VC de un mejor entendimiento de las complejidades de sus inversiones y les permitirá desarrollar mejor sus compañías. El conocimiento alcanzado será más eficiente en identificar y relacionarse con los agentes claves del sector (clientes, proveedores, firmas de reclutamiento de personal) y tener un mejor conocimiento de las decisiones estratégicas y operativas en ese tipo de industrias (Gupta y Sapienza, 1992; Dimov y De Clercq, 2007).

Según Wolfson (2010), la cantidad de valor que una firma de VC es capaz de añadir a las empresas de su cartera de participadas es una función que depende de su especialización en un sector en particular, lo que le permitirá acumular experiencia para poder entender ese mercado.

Para Bartkus (2004), la especialización de las inversiones del VC tiene beneficios tanto en la fase de análisis como en la de seguimiento tras la inversión. El conocimiento específico necesario en esta industria es muy costoso de conseguir y el desarrollo de este conocimiento deberá proveer a los VC de una ventaja competitiva sobre otros VC que mantengan una estrategia de diversificación. Quizás más importante que el hecho de que un VC se focalice en una industria determinada es el hecho de desarrollar unas fuertes y estrechas relaciones dentro de esa industria que facilitarán el desarrollo de sus participadas. Especialmente, porque los VC proveerán a los emprendedores de sus participadas contactos dentro de la industria en la que desarrollan su actividad (contables, asesores, abogados de patentes, consultores de marketing, proveedores) necesarios para el crecimiento de la empresa. Todas estas actividades requieren un factor humano importante que es costoso de adquirir, por lo que aún será más difícil y gravoso de conseguir si esto lo tuviese que realizar para diversos tipos de industrias y sectores, con las que además no tendría ninguna relación (Bartkus, 2004)

Gompers et al. (2009) encuentran una relación significativa entre el grado de especialización del *Venture Capital* en función del tipo de empresas en las que invertirá y su éxito. Unos VC invierten de forma generalista diversificando entre sectores, mientras que otros solo lo hacen en determinados tipos de industrias especializándose en ese tipo de empresas.

Por su parte, Sorensen (2007) indica que la experiencia de los *Venture Capital* especializados será mejor a la hora de monitorizar y hacer un seguimiento de la empresa, incluso en la aportación de conocimientos de gestión. Dimov y De Clercq (2007) añaden que la especialización también aumenta las probabilidades de recibir buenas oportunidades de inversión y de realizar buenas inversiones, incrementándose las probabilidades de realizar una desinversión exitosa en función de un mayor número de operaciones realizadas previamente por el VC en la misma industria.

Aunque tal como hemos visto anteriormente la especialización tiene efectos significativos sobre la tasa de éxito de los VC, existen líneas de investigación que tratan de averiguar si es una mejor opción para el VC diversificar su cartera de participadas en lugar de focalizarlas en el área de su especialización.

En su estudio, Bartkus (2004) expone como si partiéramos de la hipótesis de que, si la especialización tuviese un peso significativo, entonces aquellos VC que escogieran diversificar sus inversiones alcanzarían menores tasas de éxito en condiciones en las que el resto de parámetros se mostrasen constantes. Además, mientras que la teoría moderna de carteras muestra que una cartera bien diversificada eliminará riesgos no sistemáticos. En el mercado imperfecto donde invierten los VC, con un perfil de alto riesgo y unos desproporcionados costes de información, una estrategia de especialización parece haberse impuesto en esta industria.

Sin embargo, de manera contraria a lo que se cabría esperar aquellos VC que escogen diversificar su cartera entre diversos estados de desarrollo empresarial son más exitosos que aquellos otros especializados. Aunque el grado de diversificación a otro tipo de industrias resulta irrelevante a la hora de cuantificar el éxito de su desempeño, Bartkus (2004) encontró en su investigación que realizar inversiones a través de distintos sectores no tiene impacto en las tasas de éxito.

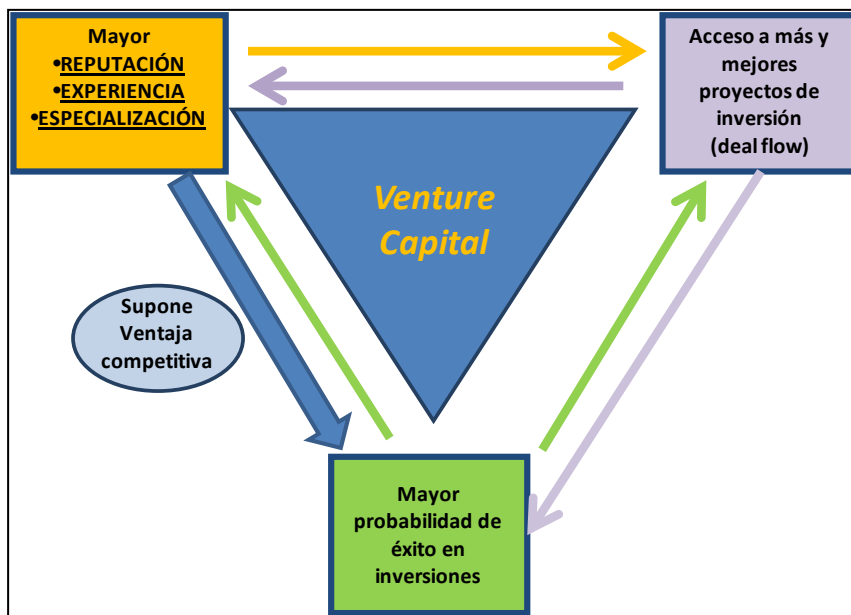
Sin embargo, realizar inversiones diversificando en los diversos estados de desarrollo de las empresas tiene un resultado positivo medido en tasas de adquisición o salidas a bolsa (OPV) (Bartkus, 2004). Por tanto, no encontró evidencias que soportaran la hipótesis acerca de un mejor desempeño en función de la especialización de los VC en una industria y en un tipo de fase de desarrollo concreto.

Por su parte, King (2011) investigó los condicionantes que marcan la estrategia de inversión de los VC en los Estados Unidos. En su estudio encontró como las nuevas firmas de VC carecen de poder relativo con respecto a sus proveedores de capital. Así, estarán restringidos a realizar sus inversiones según lo establecido en el acuerdo de gestión entre el inversor y el VC. Por ello, no podrán moverse a nuevos sectores en los que surjan oportunidades de inversión donde podrían llegar a tomar ventajas competitivas. Por otro lado, observó como las firmas de VC que pueden moverse entre distintos sectores para realizar sus inversiones pueden mejorar sus tasas de supervivencia gracias a un mejor histórico de desinversiones. Además, las firmas de VC más poderosas están menos constreñidas por sus proveedores de capital lo que les permite utilizar nuevas estrategias de inversión, lo cual en un entorno de rápidos cambios será una ventaja competitiva. King (2011) concluyó que a pesar de la percepción de que un factor para el éxito de los VC es incrementar su especialización, con el tiempo las firmas de VC van a sufrir una evolución hacia una menor especialización.

Toschi (2009) explica como la experiencia previa acumulada en un sector determinado, gracias a su especialización debería permitir a los gestores de los VC obtener un mejor entendimiento y un conocimiento más profundo de la tecnología, el mercado y las fuerzas competitivas existentes en el contexto de las empresas invertidas. Debería facilitar no solo una correcta valoración de las nuevas oportunidades de inversión, sino también permitirles añadir valor efectivo a las compañías invertidas a través de una monitorización y un asesoramiento más competente. Busenitz et al. (2004) señaló que el aprendizaje del VC tendría en el tiempo un resultado positivo en sus implicaciones en el desempeño, dado que el inversor con una experiencia significativa tanto en éxitos como en fracasos en un sector podría obtener un entendimiento más profundo sobre cómo seleccionar potenciales ganadores (empresas exitosas) y como mejorar su desempeño a lo largo del tiempo.

Dentro de esa especialización, el papel del VC con respecto a la empresa financiada puede verse influenciado en función de si desempeña o no el rol de inversor líder (*lead investor*). Gorman y Sahlman (1989) exponen en su estudio como la cantidad de su implicación depende de si el VC es un inversor líder o en primeras fases de desarrollo de la empresa, o por el contrario no es inversor líder o invierte en las fases más avanzadas de desarrollo. Una inversión típica en fases tempranas de desarrollo recibe una media de 2 horas de atención directa por semana de su inversor líder. Mientras que si se trata de empresas más avanzadas y no es inversor líder recibiría aproximadamente tres cuartos de hora por semana. Los inversores líderes visitan sus empresas 1,5 veces por mes permaneciendo unas 5 horas en cada visita, mientras que un inversor que no actúe como líder visitaría la empresa con la mitad de frecuencia y permanecería dos tercios del tiempo (Gorman y Sahlman, 1989).

Figura 30: Esquema de la ventaja competitiva de los *Venture Capital*.



Fuente: Elaboración propia.

En la figura 30 se aprecia un esquema de la relación entre los distintos factores que pueden aportar ventajas competitivas a los *Venture Capital* en el ejercicio de su actividad. Por tanto, podemos ver como la reputación, la experiencia y la especialización tendrán un efecto sobre el tipo de desempeño de los VC, suponiendo además para estos VC una ventaja competitiva con respecto al resto de VC.

Gracias a estos tres atributos, las empresas participadas tendrán potencialmente un mejor desempeño que sus comparables. Este mejor desempeño, afectará positivamente a los VC incrementando su reputación y contribuirá a mejorar progresivamente su experiencia. Esta mejor imagen en el ecosistema de los VC les permitirá acceder a un mayor *deal flow* que contribuirá a incrementar el mejor desempeño de las empresas y de los VC al tener la opción de poder invertir y financiar mejores proyectos.

Hopp (2008) desde el punto de vista de que los VC son inversores que proporcionan valor añadido y yendo su apoyo más allá de la mera aportación de fondos, esto hace que los emprendedores tengan en consideración de quien viene el dinero y no tanto de cuánto dinero en realidad tendrán. En un escenario donde existe dinero y este no es diferencial, esto llevará implícita una ventaja competitiva para los VC que aporten algo más (Hochberg et al., 2006). Así, resultarán beneficiados los mejores VC al aportar un incentivo adicional a los emprendedores estando estos dispuestos a aceptar valoraciones menos favorables o menores aportaciones de fondos a cambio de trabajar y tener a su lado a los mejores VC (Meggison y Weiss, 1991; Hsu, 2004). Según Hopp (2008), esto supondrá a su vez un incentivo para los VC de cara a crear y desarrollar más experiencia y más capacidades, ya que podrán acceder a condiciones de financiación en mejores términos.

2.4.4.2. Aspectos relacionados con la empresa.

Al igual que lo visto anteriormente con respecto a que no todos los VC se comportan de una manera homogénea a la hora de aportar el mismo tipo de valor y con la misma intensidad, debemos tener en consideración como también esta aportación va a estar influenciada por la situación específica en la que se encuentre la propia empresa.

El tipo de valor que puede aportar un *Venture Capital* también dependerá de la fase en la que se encuentre la empresa en la cual ha invertido. Los *inputs* no financieros tienen una mayor importancia en las empresas que se encuentran en fases tempranas.

Las compañías en fases iniciales que atraen inversión de un VC pueden tomar ventajas de la experiencia, conocimiento del proceso emprendedor y de la red de contactos del VC (Lerner, 1995; Lindsey, 2003; Repullo y Suarez, 2004), mientras que las compañías en fases más avanzadas tendrán menos oportunidades de tomar ventajas a partir de las contribuciones del VC (Michelacci y Suarez, 2004).

Elango et al. (1995), explican cómo las compañías que se encuentran en una fase más inicial requerirán una mayor asistencia. Por tanto, los VC que inviertan en compañías en una fase más inicial deberán proveer una mayor asistencia, mientras que aquellos otros que invierten en fases más tardías tendrán que proporcionar un menor soporte. Las empresas más jóvenes estarán menos desarrolladas y, como resultado, tendrán más riesgo y requerirán más recursos no económicos (no de capital, no financieros) y más asistencia de negocio (Elango et al., 1995).

Las compañías en fases más avanzadas tendrán mayores requerimientos en “cantidad de financiación” y necesitarán menor “asistencia de negocio”. Sapienza y Timmons (1989) expresan que los VC, una vez realizada la inversión se involucrarán en el proceso de selección del equipo directivo. Como el equipo directivo en las compañías que están comenzando está menos formado y estabilizado, los *Venture Capital* necesitarán también estar más involucrados en las operaciones de este tipo de empresas que en las firmas que se encuentran en las fases más avanzadas.

Rosenstein et al. (1993) y Elango et al. (1995) encontraron que en empresas en fases tempranas los VC estaban más involucrados en la negociación de los contratos de los empleados, contactando con potenciales vendedores, evaluando oportunidades de productos y de mercados, formando y evaluando planes de marketing, y contactando con potenciales clientes. También, Sapienza y Timmons (1989) encontraron que el papel del *Venture Capital* facilitando contactos profesionales y contactos en la industria eran más importantes en las fases iniciales que en las fases posteriores.

Gómez-Mejía et al. (1990) comprobaron que los *Venture Capital* cuando financiaban empresas que se encontraban en sus fases tempranas de desarrollo participaban más activamente en el asesoramiento de temas operacionales.

Rosenbusch et al. (2013) obtienen como conclusión en su estudio que la empresa cuando alcanza una fase más madura o incluso con emprendedores experimentados, en ambos casos habrá sido capaz de generar su propia red de contactos y alcanzar un *expertise* propio, por lo que podrá sustituir con mayor facilidad lo aportado por los VC.

Huyghebaert y O'Donohoe (2007) indican que el tipo y la intensidad de la implicación de los VC en las empresas invertidas, así como los resultados obtenidos con ello diferirán en función de la situación de la propia empresa (su evolución, su estadio) incluso del sector de actividad. Además, en función de los distintos estadios por los que va pasando la empresa los roles adoptados por el inversor (financiador) van a ir evolucionando y se van a ir adaptando (Gompers, 1995).

Así, en su estudio los autores Huyghebaert y O'Donohoe (2007) concluyeron que las empresas que se encuentran en los estadios más iniciales van a percibir proporcionalmente más importantes los beneficios de su monitorización financiera, mientras que en empresas en una fase más avanzada valoran más su papel como consejero y su participación en los consejos de administración, su papel en completar el equipo directivo y su contribución en la definición e implementación de la estrategia. Incluso, ponen de manifiesto como la implicación del VC va a ser mayor cuando este está directamente implicado en la obtención de financiación adicional. Así ayudarán en la gestión, en el desempeño del consejo de administración, y en cómo mejorar la implementación de la estrategia actuando como un mentor y un confidente (Huyghebaert y O'Donohoe, 2007).

Wolfson (2010) explica como la cantidad de valor que una firma de VC es capaz de añadir a las empresas de su cartera de participadas es una función que depende de su especialización en la fase de desarrollo en la que se encuentren las empresas, lo que le permitirá acumular experiencia para poder entender ese mercado. Sapienza et al. (1994) también indican como esto podría ser una importante razón para que los VC se especializasen en fases particulares en función de la madurez de las empresas.

Böhner (2007) explica como unos VC se centrarán en unos determinados sectores de actividad o tecnologías, otros en determinadas fases de desarrollo de los proyectos y otros solamente en determinadas áreas geográficas.

Así, vemos como otro elemento importante es el sector de actividad de la empresa. Sapienza (1992) indica como el grado de implicación del VC se ve incrementado en función del grado de innovación adoptado por la empresa.

Según Watkins, (2013) las aportaciones de los VC tienen mayores probabilidades de ser más especializadas y frecuentemente son el resultado de una acumulación de conocimiento y experiencia, la cual ninguna compañía y especialmente las tecnológicas pertenecientes a sectores de alta tecnología generalmente poseerán por si mismos de manera independiente. Es en las primeras etapas del proceso innovador donde el acceso a aportaciones externas se entiende que es la más importante, especialmente en las empresas nuevas de alta tecnología. Las aportaciones variarán en función del sector, debido a las necesidades específicas en cada sector, los ámbitos de desarrollo, las barreras de entrada en cada uno de los mercados y los ciclos de vida relacionados con cada producto, lo cual influirá en las decisiones y los comportamientos, incluidos los relacionados con su propensión a aceptar y establecer relaciones de cooperación con colaboradores externos (*socios-partners*) (Watkins, 2013).

Desde un punto de vista de la inversión, los sectores tecnológicos que requieren aportaciones de recursos generalmente requieren tiempos de desarrollo más largos y sobre todo costes más altos de capital, por lo que a priori tendrán una mayor propensión a establecer canales de comunicación con

colaboradores externos durante las fases de investigación y desarrollo que otros sectores más generalistas y menos intensivos en tecnología y capital (Watkins, 2013).

Además, se espera que los sectores tecnológicos que requieren aportaciones de recursos más especializados tienen relativamente barreras más altas hacia el mercado (por ejemplo, las ciencias de la vida) resultando una gran propensión para la colaboración entre los nuevos agentes que quieren entrar al mercado y los jugadores del mercado actuales (Watkins, 2013).

En este contexto es esperado que las firmas de capital riesgo confíen mucho en sus relaciones con la industria como fuente de conocimiento y aportación de recursos para la selección, monitorización y desinversión en las nuevas empresas de alta tecnología (Watkins, 2013).

Otro aspecto que puede marcar diferencias en el comportamiento de los diferentes VC es su ubicación geográfica. A priori, los VC querrán estar próximos a sus empresas financiadas para facilitar el control de su evolución y poder suministrar sus potenciales aportaciones de valor.

En este sentido, existen VC que tienen limitadas sus inversiones a distintos ámbitos geográficos, mientras que otros dentro de sus criterios de inversión no establecen restricciones geográficas.

Reiner (2013) explica como determinados VC establecen la estrategia de focalizar sus inversiones en determinadas regiones geográficas que estén cercanas a ellos. En contraste, hay otras firmas de VC que no tienen el foco en ninguna zona en concreto. Poder invertir sin límites geográficos a priori tiene la ventaja de generar un mayor flujo de oportunidades de inversión (*deal flow*) que evaluar, lo que potencialmente permitiría a los VC invertir en mejores empresas (Hall y Tu, 2003).

No obstante, la estrategia de invertir en empresas ubicadas lejos también tiene algunas desventajas. Los mercados lejanos pueden ser muy diferentes de los mercados locales, lo que incrementará la dificultad de juzgar y de evaluar las oportunidades en esos mercados o, la metodología y el canal para transferir el conocimiento existente. Estas diferencias de los mercados lejanos con respecto a los próximos al VC pueden estar relacionadas con temas legales, culturales o del entorno institucional. Además, realizar inversiones en empresas situadas a una gran distancia geográfica del cuartel general del VC incrementará los riesgos de la agencia (Reiner, 2013). La monitorización de las inversiones es más efectiva con interacciones cara a cara, siendo mucho más difícil de conseguir cuando esta se produce en la distancia (Patzelt, 2005). La proximidad posibilita un mayor grado de interacción personal, lo que incrementa la habilidad del VC para monitorizar las empresas de su cartera de participadas, realizar tareas de *coach* del equipo gestor y poder proporcionar contactos efectivos para ser facilitados al emprendedor y su empresa.

En este sentido, Wolfson (2010) explica que debido a que muchos VC están muy implicados en las compañías en las que invierten y como muy frecuentemente tendrán un miembro dentro del consejo de administración, los VC tienden a invertir en aquellas empresas que se encuentren más próximas geográficamente.

Bygrave y Timmons (1992) indican como la localización de las empresas es un factor importante a la hora de optar a recibir la financiación de un VC.

Por su parte Lerner (1995) mostró como existía una relación entre el alcance de su rol de seguimiento de los VC y la distancia entre los VC y sus inversiones. Puso de manifiesto como los

VC tenían más probabilidades de ser miembros del consejo de administración de sus participadas cuando la distancia con ellas era menor, esto estaba motivado por el hecho de que los costos de seguimiento y monitorización son mayores para las inversiones que se sitúan más lejos. Sus resultados muestran como los inversores de VC con una oficina a una distancia de 5 millas a la empresa tienen un 47% más de probabilidades de participar en las reuniones del consejo de administración, mientras que se reduce al 22% cuando la distancia aumenta hasta las 500 millas (Lerner, 1995).

Lerner (1995) demostró que los VC tienden a monitorizar su cartera de participadas menos a medida que aumenta la distancia entre el VC y la empresa recién fundada.

Incluso, a veces, la ubicación del *Venture Capital* puede afectar al tipo de apoyo prestado y a la importancia que le da al mismo el *Venture Capital* o el propio emprendedor. Elango et al. (1995) identificaron que se otorgaba más importancia a unas actividades sobre otras en función de si se encontraban en Silicon Valley, Nueva York o Boston.

Por su parte Sapienza et al. (1996) compararon la gobernabilidad de los VC en Estados Unidos, Reino Unido, Holanda y Francia, y sus resultados revelaron que los VC están guiados por diferentes factores en diferentes países y mercados, siendo Francia donde estaban menos involucrados y donde tenían menos probabilidad de añadir valor a sus empresas participadas. Detectaron cómo el tipo y la intensidad del esfuerzo prestado por el *Venture Capital* es distinta, así en los Estados Unidos y Reino Unido el *Venture Capital* será más cercano y hará un mayor seguimiento, aportando más valor que si se encuentra en Francia u Holanda.

La investigación de Bartkus (2004) encontró evidencias acerca de las influencias de las relaciones y de la distancia en las inversiones de los VC. Así, las empresas que reciben capital (financiación) que están fuera de California y Massachusetts, las 2 regiones de los Estados Unidos donde se concentra la gran mayoría de la actividad de los VC, y las empresas que se encuentran más alejadas de los VC que las han financiado tienen menos probabilidades de alcanzar una desinversión (*exit*) satisfactoria.

Para Bartkus (2004) el papel del VC en el desarrollo de las empresas de su *portfolio* requiere contactos frecuentes con los gestores de las empresas, ya sea a través de llamadas de teléfono o visitas, y participar en las reuniones de los consejos de administración entre otras responsabilidades. Por tanto, la distancia es un factor significativo en el éxito de la cartera de participadas de los VC (Bartkus, 2004).

Además, Bartkus (2004) halló una evidencia empírica acerca de cómo la distancia existente entre el VC y la empresa es un factor importante sobre las probabilidades de que la empresa reciba la inversión de un VC.

Desde otro punto de vista, Casamatta (2003) explica como el papel del *Venture Capital* como consejero dependerá de cómo de determinante sea el consejo para el éxito del negocio. Con frecuencia los emprendedores no querrán confiar en los consejos de terceros cuando su propio conocimiento sea la llave para el éxito del proyecto.

Para Park y Steensma (2012) las aportaciones complementarias de los *Venture Capital* serán más importantes y diferenciales cuando la empresa está atravesando una situación de incertidumbre.

2.4.4.3. Tamaño de la cartera de participadas del Venture Capital.

En este apartado, abordaremos la influencia que tiene el número de empresas que componen la cartera de participadas de un VC sobre el valor que este puede llegar a aportar a cada una de ellas, y como por otro lado el tamaño de la cartera podría llegar a influir en el desempeño global del VC.

El desempeño de un VC será medido en función del éxito que este tenga en las operaciones de desinversión de su cartera de participadas en su conjunto con el que poder retornar el capital invertido a sus inversores con plusvalías. Pero, en definitiva, el éxito del conjunto dependerá del resultado individual de cada una de las empresas de su cartera de participadas.

El tiempo y los recursos del VC son limitados y las labores de seguimiento y aportación de valor a cada una de sus participadas tendrá un coste, por lo que el VC deberá medir con cuidado cual es el tamaño óptimo de su cartera de participadas.

Para Gompers (1995), el seguimiento de las empresas invertidas implica un alto coste y resulta difícil realizarlo de forma continuada, aunque si tienen una orientación clara a evaluar los proyectos financiados de manera vigilante para poder tomar las medidas adecuadas, incluida la desinversión y en casos extremos el abandono del proyecto. Como hemos visto, la involucración de los VC incluye actividades de seguimiento y asistencia en la gestión para reducir los riesgos y añadir valor (MacMillan et al., 1988; Gorman y Sahlman, 1989).

Pero el *Venture Capital* debe evaluar los costes que suponen estas actividades frente a los beneficios que pueden llegar a obtener, maximizando el retorno del tiempo que invierten en las empresas (Barney et al., 1989; Gorman y Sahlman, 1989). Los costes estarán determinados por el tiempo dedicado a cada una de las empresas participadas, así como por su número. Por ello, también debe evaluar cuál es el tamaño óptimo de su cartera de participadas, analizando los beneficios y los costes de tener un *portfolio* pequeño frente a uno de mayor tamaño.

Kanniainen y Keuschnigg (2003) estudiaron las relaciones entre las tasas de éxito y el tamaño del *portfolio*. Establecieron una hipótesis en la que existía una relación entre el número de empresas participadas y la extensión de los consejos de gestión que los VC eran capaces de ofrecer. Insinuando la existencia de una relación entre el tamaño de la cartera de participadas y el alcance de los consejos de gestión disponibles para sus participadas (Kanniainen y Keuschnigg, 2003).

Bartkus (2004) encontró en su estudio empírico evidencias que sugieren que existe un tamaño óptimo del *portfolio* y que por tanto su tamaño es una cuestión importante en las tasas de éxito de los VC. Planteó que una posible consecuencia de invertir en demasiadas compañías es que la tasa de éxito del *portfolio* caerá, de ello se llegaría a deducir como los VC realizarán más que una simple aportación de capital a las empresas que financian (Bartkus, 2004).

Según Bartkus (2004), los VC habitualmente desempeñan un papel muy activo en la gestión de las empresas que forman parte de su cartera de participadas, teniendo al menos un puesto dentro del consejo de administración, ayudando habitualmente en las decisiones estratégicas claves de estas empresas, y contribuyendo regularmente en las decisiones sobre sus procesos y operaciones. Esta

aportación de los VC con consejos de gestión es muy importante para incrementar las opciones de éxito de las empresas de los emprendedores.

Por otra parte, estas aportaciones disminuirán a medida que los VC incrementan el número de empresas que se encuentran en su *portfolio* (Bartkus, 2004). En cierta manera a medida que los VC añaden empresas a su cartera, se verán forzados a repartir su escaso tiempo entre más candidatas. Esta cuestión es particularmente importante en el ámbito macro ya que persuadirán a los inversores de los VC de incrementar sus inversiones disponibles en un VC. Los gestores de los VC deberían elegir como repartir ese nuevo dinero, bien aportando dinero adicional a cada una de las empresas ya financiadas, bien financiar nuevas empresas incrementando el tamaño de la cartera o bien realizar ambas actuaciones (Bartkus, 2004).

En definitiva, para Wolfson (2010) aunque existe un número óptimo distinto de cero de compañías en las que cualquier VC debería invertir, cada empresa adicional invertida tiene un rendimiento marginal decreciente de retorno para el inversor (Kannianen y Keuschnigg 2003). Cuando un VC añade empresas a su cartera de participadas, cada compañía recibirá menos de su tiempo y menos consejos del VC. Estos factores se han mostrado críticos para el éxito de la empresa y por tanto se incrementaría el riesgo de fracaso para el conjunto de la cartera de participadas. El VC compensaría el incremento del riesgo de las empresas de su *portfolio* tomando menos capital en cada una de ellas, traduciéndose además en menos servicios prestados a cada una de ellas (Gompers y Lerner, 2000).

El que los VC financiaran más empresas debería ser óptimo desde una perspectiva de bienestar social por el hecho de que más empresas estarían consiguiendo financiación y recibiendo el apoyo de un VC. Sin embargo, esto no beneficiará a este VC en particular ni a la industria del VC en su conjunto. Así el VC estaría financiando un número no óptimo socialmente de empresas debido al escaso tiempo que podría dedicar a cada una de ellas (Kannianen y Keuschnigg, 2003).

Bartkus (2004) observó como los VC tienen una tendencia a incrementar el tamaño de su cartera de participadas en los años que siguen a los de un incremento en la aportación de fondos a los VC. Un ciclo de incremento de fondos inyectados desde los inversores, es consecuencia y viene a continuación de periodos donde se han obtenido altos retornos de rentabilidad de las inversiones en VC. Los periodos de incremento en la aportación de fondos para la creación de un VC típicamente son seguidos por una caída en el ciclo donde los retornos obtenidos por los VC caen en picado y como consecuencia la inversión en empresas se verá reducida (Bartkus, 2004).

La teoría compartida por Fenn et al. (1997) dice que este comportamiento del ciclo es inevitable debido a que demasiado capital estará compitiendo por los pocos proyectos de calidad existentes en el mercado. A medida que muchos proyectos de baja calidad son financiados, las probabilidades de fracaso (quiebras de las empresas) se incrementan, lo cual conduce a un menor retorno de la cartera de participadas de los VC. Naturalmente, los inversores se asustan como consecuencia de la caída de sus inversiones y menos proyectos van a ser financiados. Como son menos proyectos los que son financiados, la calidad de estos proyectos será mayor y al final los inversores pacientes son recompensados con mejores y mayores tasas de retorno, de este modo arrancarían el nuevo ciclo de mayores aportaciones de fondos en los nuevos procesos de *fund raising* (aportación de fondos).

Así, parece evidente que existen ciclos dentro de la industria del VC, aunque entender las causas que explican estos ciclos es más difícil. Kannianen y Keuschnigg (2003) tratan de contribuir a esta

explicación sugiriendo que el suministro de los VC es relativamente inelástico en el corto plazo. En otras palabras, el factor limitante que está detrás de la caída del ciclo no es la escasez de buenos proyectos, pero si la insuficiencia de experimentados VC (Bartkus, 2004).

Bartkus (2004) establece que lo que puede aportar un VC no es elástico en el corto plazo. Cada VC tiene unas habilidades determinadas y una cartera de contactos que les ha llevado un cierto tiempo crear y desarrollar. Por un lado, unas altas rentabilidades obtenidas por los VC supondrán un incentivo para que otros nuevos actores se quieran incorporar a este sector de actividad, pero precisamente por los altos costes de entrada y el tiempo que supone desarrollar estas habilidades, conocimientos y cartera de contactos, es improbable que los potenciales actores entrantes en el sector adquieran ventajas en este mercado en el corto plazo.

Precisamente por esto no es sorprendente que durante los periodos en los que se incrementa la actividad de captación de fondos por los VC, el tamaño medio de sus *portfolios* se incrementa de manera significativa (Bartkus, 2004). En definitiva, Bartkus (2004) concluye que el tamaño de su *portfolio* es una variable importante en la medición del grado de desempeño de un VC.

En un estudio realizado por los investigadores Fulghieri y Sevilir (2005) indican que tanto el tamaño de su cartera de participadas como el ámbito de sus inversiones tienen un impacto importante en los incentivos tanto del *Venture Capital* como del emprendedor. Un número pequeño de inversiones impactará positivamente en el emprendedor, al reducir la competencia entre las compañías de nueva creación de la cartera de participadas por los limitados recursos de los *Venture Capital*, pero a su vez podría impactar negativamente en los *Venture Capital* reduciendo las rentas extraídas de sus habilidades (Fulghieri y Sevilir, 2005).

Por otro lado, una cartera de participadas con un alto nivel de relación tendrá ventajas para el VC al permitir a los *Venture Capital* recolocar y reasignar sus recursos y el capital humano más eficientemente de una empresa a otra, pudiendo llegar a extraer unas mayores rentas de esas capacidades (Fulghieri y Sevilir, 2005). Los *Venture Capital* invierten durante un periodo de tiempo determinado en más de un proyecto, y con frecuencia entablan una gestión relacionada de sus proyectos para tratar de extraer el máximo retorno de su inversión (Fulghieri y Sevilir, 2005).

Aunque el número de inversiones realizadas es una señal enviada al mercado sobre la experiencia y reputación del VC (Balboa y Martí, 2007); hay que tener en cuenta que también relacionado con la actividad inversora este reflejará que puede haber un número óptimo de empresas que compongan el *portfolio* (Kanniainen y Keuschnigg, 2003; Cumming, 2006). Kanniainen y Keuschnigg (2003) indican que los VC invertirán en un número limitado de empresas debido al tiempo que requerirá el seguimiento de cada una de las inversiones.

Así, si la asistencia proporcionada por los VC ha sido mostrada como un elemento que incrementa las probabilidades de éxito de las empresas financiadas (Sapienza et al., 1996; Kanniainen y Keuschnigg, 2003; Schmidt, 2003), por tanto, una reducción de esa asistencia podría afectar negativamente a los retornos obtenidos por el VC, suponiendo una relación negativa entre el número de inversiones realizadas y su reputación. Es posible incrementar el número de inversiones sin reducir la asistencia mediante el incremento del número de profesionales dentro del VC. Por tanto, el indicador sería no tanto el número de empresas por VC, sino el tamaño del *portfolio* de cada profesional (Balboa y Martí, 2007). En esta línea, los autores Manigart et al. (2002) encontraron que

el retorno requerido es mayor cuando son pocas las inversiones gestionadas por cada profesional del VC. Incluso como un gran número de empresas por profesional reduce los retornos futuros obtenidos. Así, para señalar su reputación los VC mantienen una ratio baja de empresas financiadas por gestor.

En el estudio de Jackson III et al. (2012) se preguntan ¿Cuántas empresas deberían incluirse en la cartera del VC?. Siguiendo a Gifford (1997), Kannianen y Keuschnigg (2003, 2004) y Fulghieri y Sevilir (2009), su estudio explora la idea de que una cartera óptima refleja una compensación entre el número de empresas incluidas en el *portfolio* y el esfuerzo en el asesoramiento asignado a ellas. Por un lado, existe la posibilidad de ver si es mejor ampliar el número de empresas en la cartera en lugar de concentrar las aportaciones en un solo proyecto. Por otro lado, el coste general para el VC aumenta a medida que se amplía el número de empresas del *portfolio* que reciben asistencia. En ese sentido, el asesoramiento aportado puede ser demasiado escueto y escaso, lo que puede reducir las perspectivas de las compañías del *portfolio* y, por lo tanto, disminuir las ganancias del VC sobre sus inversiones. Por lo tanto, tiende a surgir un equilibrio óptimo entre el número de empresas de cartera y la intensidad del asesoramiento ofrecido a esas empresas (Kannianen y Keuschnigg, 2003).

Jackson III et al. (2012) evalúan en su investigación dos hipótesis clave. En primer lugar, el activismo de capital de riesgo, definido como la involucración de los VC en las decisiones administrativas cotidianas de las empresas de su cartera de participadas, está asociado con mayores tasas de rendimiento interno (TIR) realizadas en esas inversiones. En segundo lugar, el impacto positivo de este enfoque de intervención activista se ve moderado negativamente al aumentar el tamaño de la cartera, lo que se traduce en unas TIR relativamente más bajas en las inversiones. Utilizaron una base de datos con información detallada del flujo de caja de 315 empresas financiadas por 24 VC durante el período de 1989 a 2006.

Jackson III et al. (2012) evalúan la hipótesis de que aumentar el número de empresas financiadas mientras se ayuda intensamente a las empresas del *portfolio* se asocia negativamente con el rendimiento de la inversión (el efecto de destrucción de beneficios). Encontramos que el activismo agresivo en este tipo de actividades del VC predice mayores retornos de inversión, pero el efecto de destrucción de ganancias también opera (Jackson III et al., 2012).

Los hallazgos empíricos apoyan la hipótesis de la moderación negativa, sugiriendo que si bien el activismo altamente intervencionista de los profesionales del VC y la expansión de la cartera de VC se asocian con mayores rendimientos de las inversiones individuales realizadas, los esfuerzos de la asistencia de los profesionales que forman el equipo del VC pueden ser demasiado escasos, diluyendo finalmente el valor de esta asistencia y frenar la motivación del VC para expandir el tamaño de su cartera (Jackson III et al., 2012).

Concluyen que una mayor implicación reportará mayores retornos, aunque también se muestra cómo en los casos en los que se destruye valor también lo hará más rápidamente. Eso es debido a que tratan de acotar rápidamente sus costes y responsabilidades en el momento en que una empresa financiada entra en una situación de insolvencia; y los VC tratarán de destinar sus escasos recursos a los proyectos con mejores perspectivas en los que pueda obtener mejores rentas (Jackson III et al., 2012).

Con el crecimiento en el tamaño de la cartera de participadas se corre el riesgo de sobre extender los escasos recursos de los profesionales que trabajan en el VC y como dicha sobre expansión, reduce los retornos (Jackson III et al., 2012). Por lo tanto, el crecimiento del fondo está limitado, no solo por la calidad de las oportunidades de inversión, sino por la oferta limitada de talento de los profesionales que forman el equipo del VC. Las habilidades necesarias para que una inversión de VC sea exitosa son difíciles de adquirir y requieren mucho tiempo (Gompers y Lerner, 2002) y, por lo tanto, es probable que sean una limitación importante en el desarrollo de una industria de capital de riesgo que se encuentre activa.

Los resultados de Jackson III et al. (2012) demuestran que los VC, más allá de sus funciones de intermediario financiero, son socios comerciales activos y, creadores de valor para los propietarios de sus compañías de su cartera de participadas. Sin embargo, los fondos de VC se deben enfrentar al problema de cuál es la mejor manera de asignar los esfuerzos de asesoramiento entre las empresas de su cartera.

Los hallazgos empíricos de Jackson III et al. (2012) complementan los reportados por Bottazzi et al. (2008) al proporcionar una prueba directa del activismo de los VC y el rendimiento de las inversiones de su *portfolio*. También complementan los estudios teóricos de Kanniainen y Keuschnigg (2003, 2004) y los análisis empíricos de Cumming (2006), ninguno de los cuales consideró empíricamente cómo la asociación entre el tamaño de la cartera por profesional responsable dentro del VC y el esfuerzo gerencial de cada uno de ellos impacta en los rendimientos de la inversión.

Al igual que Bottazzi et al. (2008), Jackson III et al. (2012) encontraron que los niveles más altos de activismo de VC están significativamente correlacionados con mayores TIR (tasas internas de retorno). Estos hallazgos tienen implicaciones importantes para comprender la relación entre el VC y el emprendedor. En la actualidad, la mayoría de las investigaciones financieras sobre la relación del VC con el emprendedor se basan en la teoría de la agencia.

Por su parte, Arthurs y Busenitz (2006) explican como el hecho de que los profesionales de los VC participen en muchos consejos de administración de manera simultánea reducirá las posibilidades de aportación de valor del VC ya que tendrá que repartir su tiempo entre otras compañías, pudiéndole dedicar menos recursos a cada una de ellas.

Crain (2013) propuso un modelo simple en el cual los gestores estratégicamente ajustan la variación y la composición de su *portfolio* a maximizar la probabilidad de conseguir nuevo capital para sus siguientes fondos. Crain (2013) ofrece un modelo teórico y una evidencia empírica que sugiere como la preocupación acerca de sus capacidades para atraer futuros inversores motiva a los inexpertos gestores de los VC a inclinar su cartera de participadas hacia inversiones más conservadoras. La solidez de esta preocupación sobre su carrera variará a lo largo del transcurso del fondo. Los gestores con evoluciones tempranas con mayor fortaleza demuestran suficientes habilidades para garantizarse a sí mismos un nuevo fondo y los libera para elegir inversiones que puedan maximizar el valor del fondo, mientras que los gestores con pobres resultados iniciales continuarán teniendo incentivos de aversión al riesgo en el proceso de construcción de su cartera (Crain, 2013).

2.4.5. Proceso de aprendizaje del emprendedor y su equipo gestor.

Hasta ahora en este trabajo hemos venido exponiendo como el VC puede llegar a aportar valor en la empresa que financia. En este caso, esta cuestión es cosa de las dos partes. Podemos encontrarnos con un VC muy dispuesto a aportar, pero para que esta aportación llegue a ser efectiva tiene que existir receptividad y capacidad de aprendizaje por parte del emprendedor y su equipo.

Aquí hay un gran reto en determinar como el conocimiento del VC puede ser transmitido a los potenciales emprendedores. Para fomentar el espíritu emprendedor, puede ser necesario ir más allá de proporcionar este conocimiento, con los aspectos cognitivos, y también proporcionar a los emprendedores potenciales capacidades expertas en cada una de esas cogniciones.

Argote (1999) explica como existen dos tipos de aprendizaje, aprender que producir y aprender como producirlo eficientemente. Mucha parte del aprendizaje tiene lugar antes de que la primera unidad sea producida, analizando y aprendiendo sobre que producir, cuando empezar a producirlo e incluso si llegar a producir la primera unidad.

Cohen (2013) en su estudio contribuye a la teoría organizacional, a la estrategia y al espíritu emprendedor, entrado en el campo de cómo las empresas acelerarían su aprendizaje. Cohen (2013) identifica distintos métodos de aprendizaje: “aprender haciendo” (*learning by doing*), por “experimentación”, mediante “prueba y error”, mediante la “improvisación” o de “aprender de otros”.

En el mundo al que se enfrentan las empresas actualmente, el aprendizaje mediante prueba y error, la improvisación, mediante la experimentación o haciendo, tiene importantes limitaciones. Una equivocación puede suponer un alto coste tanto en recursos como en tiempo, además en un entorno en el que se necesitarán tomar medidas rápidamente se precisará de un tiempo hasta poder comprobar los resultados de las medidas tomadas para aprender.

Por ejemplo, en el caso de aprender mediante el tipo de la “prueba y error” este tendrá importantes limitaciones. Las empresas necesitan esperar para obtener sus resultados, y tras haber concluido la prueba entonces tomar la decisión de si mantener o no esa estrategia probada. Esta secuencia puede ser muy laboriosa. Además, deben tener mucha tolerancia frente a los posibles fracasos que se vayan a ir produciendo en sus sucesivas pruebas.

Por eso, en la gran mayoría de las ocasiones resultará mucho más sencillo y eficiente aprender de otros. Aquí es donde entra en juego el VC y como el emprendedor podría llegar a aprender e incorporar el conocimiento del VC para el éxito de su empresa.

Existen muchas ventajas de aprender de otros. Quizás la más destacada es que las empresas pueden aprender sin la carga de “la experiencia acumulada” (Ingram, 2002), realizando el aprendizaje de otros a partir de sus conocimientos disponibles (Baum et al., 2000) y no es relativamente caro (Ingram, 2002). Además, proporciona información heterogénea porque los aprendices pueden observar muchas opciones simultáneamente (Bingham y Davis, 2012).

La información heterogénea mejora el desempeño y expande su aprendizaje, cambiando a las empresas a otro rango de potenciales comportamientos (Beckman y Haunschild, 2002). Aprender de

otros acelera el aprendizaje previo a la entrada en otro mercado (Bingham y Davis, 2012), las empresas podrán aprender de otros incluso antes de crear su propia experiencia. Aprender de otros es más rápido. También la proximidad acelera el aprendizaje de otros.

La experiencia de los miembros del equipo y sus características, la composición del equipo y las características del líder emprendedor influirán en la velocidad de aprendizaje (Cohen, 2013). Por ejemplo, líderes fuertes llevarían los productos al mercado más rápidamente y facilitarían la aceleración de la toma de decisiones.

2.4.6. El proceso de búsqueda de financiación inteligente.

En este apartado analizaremos el proceso de búsqueda de financiación desde la óptica del emprendedor. Hsu (2004) recoge en su trabajo afirmaciones en la línea de que como emprendedor es más importante de quien se obtiene el dinero, que las condiciones financieras.

Partimos de la hipótesis de que el emprendedor tras haber realizado una evaluación de sus necesidades y de sus recursos disponibles habrá llegado a la conclusión de que no dispone de todos los recursos de los que necesita y además los que tiene son escasos y limitados.

Por tanto, el emprendedor deberá enfrentarse al mercado para evaluar cuales son las distintas opciones existentes para poder incorporar a su proyecto los distintos recursos necesarios para llegar a alcanzar con éxito los objetivos definidos en su planificación estratégica. En este punto, el emprendedor deberá realizar un concienzudo trabajo de análisis de sus capacidades y limitaciones y de cuáles son las ventajas e inconvenientes de cada tipo de financiación.

Williams (2013) menciona que los emprendedores en su proceso de búsqueda de financiación deberían considerar las dimensiones temporales tanto a nivel macro como a nivel micro. El nivel macro engloba el estado en el que se encuentra su proyecto, que irá desde la gestación de la idea, su arranque, su crecimiento y expansión, o incluso si está atravesando un momento de crisis donde bien se buscará una refinanciación para reconducir la situación o incluso podrá llegar al cese de la actividad. Así, Williams (2013) indica como las oportunidades disponibles de financiación para los proyectos van a ir cambiando a lo largo del ciclo de vida del negocio. Cuando el negocio comienza, los emprendedores deben confiar en recursos de capital personales, tales como sus ahorros o en contribuciones de su entorno familiar y de amigos. A medida que el negocio avanza, va siendo capaz de demostrar cosas y reduciéndose la asimetría de la información podrá ir optando a otros tipos de financiación (*Business Angels, Venture Capital, Private Equity*, deuda bancaria, a través de una OPV, etc.). El aspecto micro se refiere a cada uno de los procesos concretos de financiación, que irán desde el primer contacto del emprendedor con el potencial financiador a todo el proceso que le llevará a este a tomar su decisión de aportar o no la financiación a ese proyecto (Williams, 2013).

En virtud de todo esto y tras evaluar las distintas opciones existentes, el emprendedor podrá tomar la decisión de iniciar el proceso de búsqueda de financiación proveniente de un VC.

Según, Kobayashi (2011) los emprendedores saldrán en busca de un VC fundamentalmente por dos razones: este tipo de proyectos tendrá dificultades para conseguir financiadores tradicionales y además desean las aportaciones con las que los VC contribuirán a su proyecto (*Smart Money*). Ya que

como hemos visto en otros apartados, los VC difieren de otros tipos de financiación y de la bancaria en particular, ofreciendo a los proyectos que financian un conocimiento específico y único, y consejos en la gestión, la comercialización y su desarrollo (Kobayashi, 2011).

Para iniciar este proceso el emprendedor deberá conocer perfectamente cuál es el proceso de toma de decisión del VC para poder tener las mayores probabilidades de éxito en la consecución de la financiación. Deberá informarse sobre las características de los VC para entender lo que buscan los inversores y acerca de qué criterios van a manejar para tomar la decisión de inversión. Por ejemplo, sí darán más peso a la idea frente a la calidad del equipo. Además, el emprendedor tiene que tener en consideración este escenario donde existirá durante la relación una situación de asimetría de información del VC con respecto a él y su empresa. Por todo ello, el emprendedor deberá prepararse para enviar hacia el exterior las señales adecuadas para que el VC las reciba, y pueda llegar a valorar positivamente el hecho de afrontar la toma de decisión de financiar su proyecto.

Como hemos visto en otros apartados de este trabajo, los VC no van a tener un comportamiento homogéneo con respecto a los criterios que van a considerar para tomar sus decisiones de inversión.

Así, citando un par de autores como ejemplo, vemos que en los resultados del estudio de Ramón (2011) se muestra como los VC clasifican los criterios relacionados con las características de los emprendedores en función de su experiencia en la gestión y la experiencia del equipo gestor, incluso otorgando una mayor importancia a estos aspectos que al propio mercado o a las características del producto. Otro ejemplo sería el de Williams (2013), en el que este parte de la hipótesis de que dentro de los VC existen múltiples tipos de inversores, pero básicamente se podrían segmentar en dos tipos. Los que otorgan durante el proceso de toma de decisión de la inversión un mayor peso al producto, servicio, idea, y/o mercado frente a los que valoran con una mayor importancia relativa al equipo emprendedor.

De cara a poder afrontar este proceso con garantías, nos encontramos con el hándicap de que estas son unas empresas pequeñas que carecen de equipo y de profesionales cualificados con los conocimientos y la experiencia adecuada para poder preparar este proceso. Por ello, en múltiples ocasiones, los emprendedores recurrirán al soporte y a la ayuda prestada por profesionales especializados externos que serán contratados para estas cuestiones de manera puntual, colaborando en la preparación de la información y en la interlocución con los financiadores.

Precisamente Williams (2013) focaliza su trabajo en analizar como los emprendedores podrían optimizar el proceso de obtención de financiación por parte de un VC a través de llegar a entender su proceso de toma de decisión. Explica como para los nuevos negocios, la obtención de capital es un proceso notoriamente dificultoso. Para concluirlo con éxito el equipo emprendedor debe superar la incertidumbre del inversor acerca de la calidad de su producto, servicio o idea, y cuestiones relativas al mercado, así como de las propias capacidades del emprendedor y su equipo para llevar a cabo su ejecución. El equipo emprendedor debería emparejar las fortalezas de sus negocios con el tipo de inversor más adecuado con el fin de incrementar las oportunidades de conseguir la financiación.

En un primer acercamiento, el emprendedor en las primeras fases del proceso dispondrá de dos herramientas fundamentales para captar la atención del VC, el *elevator pitch* (el discurso del emprendedor ante terceros para presentar su proyecto) y el plan de negocio.

Según Williams (2013), el discurso del emprendedor (*elevator pitch*) se ha convertido en una importante herramienta de ayuda al emprendedor en este proceso. Su propósito es reducir la asimetría de la información y convencer al VC del potencial atractivo en función de su perfil y en la aplicación de la ecuación del riesgo asumido en función de la recompensa a obtener, asociado con el producto, el mercado y el equipo. Por tanto, el objetivo sería entender como un emprendedor que conociese el criterio de toma de decisión de un VC y las cuestiones que estos evalúan mientras lo escuchan, podrían llegar a optimizar su pitch teniendo todos esos criterios en mente para alcanzar su objetivo de captar la atención del VC. Todo esto especialmente en estas circunstancias en las que el proceso de toma de decisión en estas fases iniciales es extremadamente rápido.

Para Williams (2013), generalmente el *pitch* va a ser la primera oportunidad que tiene el equipo emprendedor de demostrar a los VC tanto sus aspectos cualitativos como equipo como los cualitativos del negocio. Además, a través del comportamiento del emprendedor durante el *pitch* se podrán evaluar otras aptitudes, ya que su capacidad para realizar un discurso sobre su negocio es crítica para conseguir e incorporar otros recursos a su proyecto tales como medios humanos, clientes, proveedores, o socios estratégicos.

Por otro lado, el plan de negocio es una expresión escrita de la visión del emprendedor de convertir sus ideas en un negocio rentable que funcione (Baron y Shane, 2005).

Aunque existen una gran variedad de definiciones de plan de negocio, aquí incluiremos la realizada por Dorf y Byers (2005). Para ellos, sería un documento que describe la oportunidad, el producto, el contexto, la estrategia, el equipo, los recursos requeridos y los retornos financieros que puede cosechar la nueva aventura empresarial. La importancia de un plan de negocio bien desarrollado no debe ser subestimada, ya que este es necesario para atraer financiación, bien sea de deuda o de capital. Además, cumple otras funciones como son el poder servir como un vehículo de comunicación de los objetivos de crecimiento, proveer hitos sobre la ejecución frente a los que poder ser evaluados los resultados y proveer una evidencia acerca de la posibilidad de alcanzar los planes de crecimiento previstos. Por tanto, es una herramienta de comunicación con el entorno, y es requerido por el ecosistema financiador (*Venture Capital*, entidades financieras, administraciones públicas, etc.). Así, las probabilidades de que el emprendedor consiga la financiación aumentarán si el análisis de esta documentación es favorable.

En este trabajo hemos comentado como la financiación del VC tendrá implícita la aportación de un determinado valor adicional que acompañe a su dinero, lo que se conoce como *smart money*. Esta aportación de valor por parte del *Venture Capital* puede ser medida bien mediante una evaluación del desempeño de la empresa a través de su crecimiento, de su rentabilidad u otras ratios financieras, de mercado, de usuarios, etc., o bien en el momento en el que el VC ejecute su desinversión de la empresa financiada a través del incremento en el valor de la misma.

Para Hellmann (1998) la industria de los *Venture Capital* proporciona valor a las empresas en las que invierten facilitándoles una gran variedad de servicios como ayuda para dar forma a su estrategia, consejos técnicos y comerciales, y atraer a personal clave del equipo (Bygrave, 1989; Gorman y Sahlman, 1989; Bygrave y Timmons, 1992; Sapienza, 1992). En muchas de estas actividades los intereses del emprendedor y del financiador están razonablemente bien alineados en la creación de una empresa más rentable.

Podría existir la duda por parte del emprendedor de si el valor que pueden aportar los VC estará más orientado a la creación de valor directamente en la empresa o en el propio *Venture Capital*, enfocando todos sus esfuerzos hacia el momento de su desinversión. Esta situación, en ciertas ocasiones, podría llegar a generar un conflicto de intereses y, además de ser una atractiva línea de investigación futura.

No obstante, lo que parece claro es que en el momento en que ambos agentes (*Venture Capital* y emprendedor) se convierten en socios de una misma empresa, si ambos mantuviesen un comportamiento racional, sus objetivos deberían ser comunes en cuanto a que la compañía de la cual ambos son socios tuviera el mayor éxito empresarial. El emprendedor conseguiría que la empresa por él fundada hubiese cumplido con sus expectativas y el VC a la hora de desinvertir, potencialmente podría obtener una mayor recompensa a través de una mayor plusvalía en una empresa que alcanzase una mayor valoración en función de haber tenido un mejor desempeño.

El VC para poder mantener su actividad debe pensar a largo plazo. Para ello, necesitará periódicamente salir al mercado para captar nuevos fondos de inversores. Por tanto, las probabilidades de conseguir esos fondos se incrementarán si son capaces de demostrar un histórico de éxitos en su actividad de financiación de proyectos. Según Wolfson (2010) proteger a las empresas de su cartera de participadas de su destrucción es la mejor manera para los profesionales de los VC de proteger su propia capacidad de captar nuevos fondos cuando periódicamente regresan al mercado para acceder a nuevos capitales.

También puede ocurrir que, aunque los objetivos del emprendedor y del *Venture Capital* resulten ser los mismos; sin embargo, surjan discrepancias en cuanto a cómo alcanzar dichos objetivos y las decisiones a tomar para alcanzarlos (Sapienza et al., 1994). Una mirada a la actividad del *Venture Capital* pone de manifiesto que, cuando surgen intereses divergentes entre las partes, esto generará importantes tensiones. Uno de los asuntos más controvertidos suele ser la composición del equipo gestor de la compañía, especialmente cuando el emprendedor es susceptible de ser desplazado de su puesto de gestor de la empresa.

Los *Venture Capital* argumentan en este sentido que los gestores profesionales cualificados añadirán valor a la empresa, mientras que el emprendedor podría llegar a realizar acciones en su propio interés más allá del interés general de la empresa. Sin embargo, los emprendedores rara vez van a querer ceder su rol en la empresa a favor de un gestor profesional. Para Hellmann y Puri (2000) la selección del gestor, e incluso su control y más aún su reemplazo, pueden generar un importante conflicto de intereses entre el *Venture Capital* y el emprendedor.

Una vez que se ha dejado constancia a lo largo de este trabajo que los *Venture Capital* pueden tener un impacto significativo en el mejor desempeño de las empresas en las que participan, el emprendedor debería utilizar esta palanca en su favor.

Es importante poner de manifiesto como en ocasiones podrán existir divergencias entre lo que realmente necesita el emprendedor y su proyecto, y lo que efectivamente está buscando o lo que es capaz de encontrar e incorporar para complementar sus escasos recursos.

Por tanto, en el momento en que decide acudir en busca de financiación, sin duda tendría que escrutar el mercado para seleccionar aquellos VC que atesorasen aquellas cualidades necesarias para

el éxito de su proyecto y que ellos no poseen. Fulghieri y Sevilir (2005) consideran que las aportaciones en las empresas tanto del emprendedor como del VC son necesarias para el éxito del proyecto, debiendo ser sus contribuciones complementarias.

Según Behrens (2007) explica como en el caso de las nuevas empresas dentro del sector biotecnológico en aspectos tales como los procesos de laboratorio o los análisis clínicos, es donde el inversor puede aportar experiencia y conocimiento, ya que estos se corresponden con procesos sistemáticos y repetitivos por los que habrán pasado otras de sus participadas anteriormente en procesos similares. El valor aportado por el VC en estos casos pasaría por optimizar los procesos para que sean más eficaces, de manera que el dinero de la financiación se gaste más eficientemente y se reduzca la cuantía total de la inversión necesaria para sacar el proyecto adelante.

Gorman y Sahlman (1989) encontraron que la falta de experiencia en el ámbito de negocio y de gestión de un gran número de emprendedores convierte la mentorización y el apoyo proporcionado por los *Venture Capital* en un hecho crucial para sus posibilidades de éxito. En una encuesta realizada por Sapienza et al. (1996) para cuatro países muestra como los *Venture Capital* se ven a sí mismos como mentores y consejeros.

Una empresa recién creada depende del talento y de las habilidades de su fundador, quien tendrá más conocimientos técnicos sobre el sector de su proyecto que ningún otro (Bottazzi y Da Rin, 2002) y los *Venture Capital* tendrán las habilidades necesarias para conectar estas empresas con potenciales clientes y proveedores, así como para atraer financiación adicional.

Además, los emprendedores generalmente son personas apasionadas por la tecnología. Sin embargo, no suelen ser buenos gestores y la empresa necesitará de alguien más que les complemente en temas comerciales, financieros, de planificación, etc.

Los emprendedores esperan aportaciones de conocimientos complementarios a los que ellos tienen. Keuschnigg y Nielsen (2002) indican cómo los negocios de las empresas de nueva creación tienen un problema de falta de experiencia (comercial, gerencial y de negocio) y de falta de pasado (no pueden proveer información acerca de su desempeño en el pasado), por lo que los *Venture Capital* además de con la financiación ayudan con valiosos consejos de negocio para intensificar las probabilidades de supervivencia de las compañías de su cartera de participadas.

Para disminuir el fracaso de las compañías, los emprendedores tienen que buscar socios que aporten valor añadido, debiendo incorporarlos por sus capacidades complementarias para soportar el desarrollo del negocio (Valls et al., 2012).

En una encuesta realizada recientemente por Valls et al. (2012) para analizar “las causas del fracaso de los emprendedores”, dentro de la muestra de los grupos de negocios consolidados, el elemento más valorado por los emprendedores para el éxito de su proyecto fue la “complementariedad en las funciones y capacidades de los diferentes socios” y, en segundo lugar “la comunicación entre los socios”. Sin embargo, es curioso comprobar que, dentro del grupo de los emprendedores que tuvo que cerrar su empresa esos dos aspectos relacionados con “los socios” forman parte del conjunto de cuestiones que menos importancia otorgan para alcanzar el éxito del proyecto (Valls et al., 2012).

Este hecho podría poner de manifiesto la dificultad para valorar las aportaciones de los socios, y cómo únicamente aquellos negocios que tienen tiempo suficiente y llegan a madurar, llegan a acumular argumentos suficientes para valorar el importante papel del desempeño de los socios.

No obstante, también existen casos de emprendedores que manifiestan, cuando se presentan ante un inversor en busca de financiación, que ellos no tolerarán ninguna interferencia por su parte. Muchos emprendedores tienen un sueño personal, más allá incluso de la propia creación de riqueza y de valor de su compañía, considerando su proyecto como una experiencia vital. Por tanto, será habitual que aparezcan conflictos entre el inversor y el emprendedor en relación a lo que el emprendedor está dispuesto a recibir del VC frente a lo que el VC está dispuesto a aportar en función de que estima que en esos aspectos el emprendedor muestra carencias y sería recomendable complementarlas.

Así, pueden surgir discrepancias en aspectos relacionados con el nivel de involucración del *Venture Capital*, con el tipo de decisiones a adoptar en la compañía como podrían ser la tecnología a aplicar y su grado de madurez, la velocidad en la llegada al mercado, cuál sería el mercado objetivo al cual enfocar sus ventas, etc.

Kaplan y Strömberg (2004) indican que cuando el emprendedor percibe que recibe servicios de valor añadido del *Venture Capital*, el emprendedor se opondrá con menor frecuencia e intensidad a recibirlos. El problema suele ser el hecho de cómo podrá comprobar el emprendedor que las acciones realizadas por el *Venture Capital* tendrán efectos directos y tangibles en la mejora de la compañía, ya que en algunas ocasiones pueden generar conflictos o incluso ser interpretadas como una intromisión. Así, se darán una serie de acciones que serán más fácilmente aceptables por el emprendedor con las que estarán de acuerdo, ya que podrá medir inmediatamente su efecto positivo y con otras con las que a priori no estén de acuerdo en aceptarlas tal como le vienen del VC por lo que entrarán en conflicto.

Por tanto, si partiésemos de la hipótesis de la existencia de un mercado ideal donde existiesen múltiples VC entre los cuáles el emprendedor pudiese elegir uno de ellos para obtener la financiación, este debería escoger al “mejor VC”. Es decir, si el dinero no fuese un valor diferencial, ya que el emprendedor podría acceder a él a través de diversos VC, lo que si sería diferencial sería el distinto valor (*Smart Money*) que cada uno de los VC podría aportar a su proyecto. El emprendedor debería evaluar el resto de recursos que vendrían implícitos al capital con el objetivo de seleccionar al mejor desde el punto de vista de sus necesidades. Recordar como los VC tienen 3 valores principales (capital, reputación y conocimiento) (King, 2011) y cuando el dinero no es diferencial su conocimiento y su reputación se convierten en sus principales herramientas.

Además, dado que con respecto a otras líneas de financiación esta tendrá un sobrecoste para el emprendedor, por tanto una vez que ha optado por ella y para sacar el máximo partido de ese sobrecoste pagado debería tratar de que la financiación le llegue del mejor VC para optimizar al máximo esta herramienta financiera.

Según Megginson y Weiss (1991) los emprendedores deberían comprometerse con el objetivo de atraer a los VC más experimentados y reputados para financiar a sus empresas.

Rosenstein et al. (1993) encontraron que los gestores de las empresas otorgaban un valor superior a la asistencia proporcionada por los “*Venture Capital* top 20” de los Estados Unidos frente a la que

podía proporcionar un *Venture Capital* de la media que no perteneciese al grupo “top 20”. Por tanto, la reputación y la experiencia son importantes, ya que los *Venture Capital* con gran experiencia en la financiación de empresas tendrán mucho más que ofrecer, debido a su conocimiento de los procesos de evolución y de desarrollo de las empresas y de sus negocios.

Si, como hemos visto, la financiación que el emprendedor obtendrá de un *Venture Capital* tiene un sobre precio, ¿cuál será el motivo que hace que los emprendedores estén dispuestos a “pagar” ese plus por su vinculación con un *Venture Capital*? Hsu (2004) evaluó empíricamente la “certificación-validación” y el valor añadido de los *Venture Capital* más reputados. Analizando las distintas ofertas financieras realizadas por los *Venture Capital* a los emprendedores, obtuvo como resultado que las ofertas realizadas por los *Venture Capital* con mejor reputación tienen 3 veces más de posibilidades de ser aceptadas, e incluso llegan a realizar la inversión a un valor de compañía inferior con un descuento de entre el 10% al 14% con respecto a lo que podrían llegar a conseguir otros VC.

Así, Hsu (2004) encontró que los emprendedores están más inclinados a trabajar con los VC más experimentados y tienden a aceptar ofertas con un descuento de hasta dos dígitos. Mientras que los emprendedores deberían dar un mayor porcentaje de acciones o recibir menos dinero para un mismo paquete de acciones, ellos anticipan que recuperarán esa diferencia de dinero en el largo plazo debido a la más alta calidad de los consejos ofrecidos por el mejor VC. Aunque ellos recibirían menos dinero, preferirían beneficiarse de mejores consejos y acceso a su cartera de contactos (Hsu, 2004).

Esta evidencia sugiere que los *Venture Capital* tienen un valor “extra financiero” que será más diferenciador y distintivo que su función simplemente financiera. Para los emprendedores es muy importante el precio de la oferta de valoración de su compañía para la operación de toma de participación, ya que de eso dependerá su porcentaje de control y participación en la empresa, así como su dilución en las próximas rondas de financiación. El estudio de Hsu (2004) confirma que existen emprendedores que están dispuestos a aceptar un descuento en el valor de su empresa para poder acceder a la financiación del *Venture Capital* con la mejor reputación.

Por tanto, según Hsu 2004, cuando el emprendedor se encuentra con que son varios *Venture Capital* los que le plantean opciones de inversión, mayoritariamente desechará la mejor oferta económica en favor de aquel inversor que estime le vaya a aportar un mayor valor en otras áreas. Así, los emprendedores tenderán a aceptar inversiones de los mejores *Venture Capital* y éstos tendrán más opciones para elegir las mejores propuestas de inversión planteadas por los emprendedores

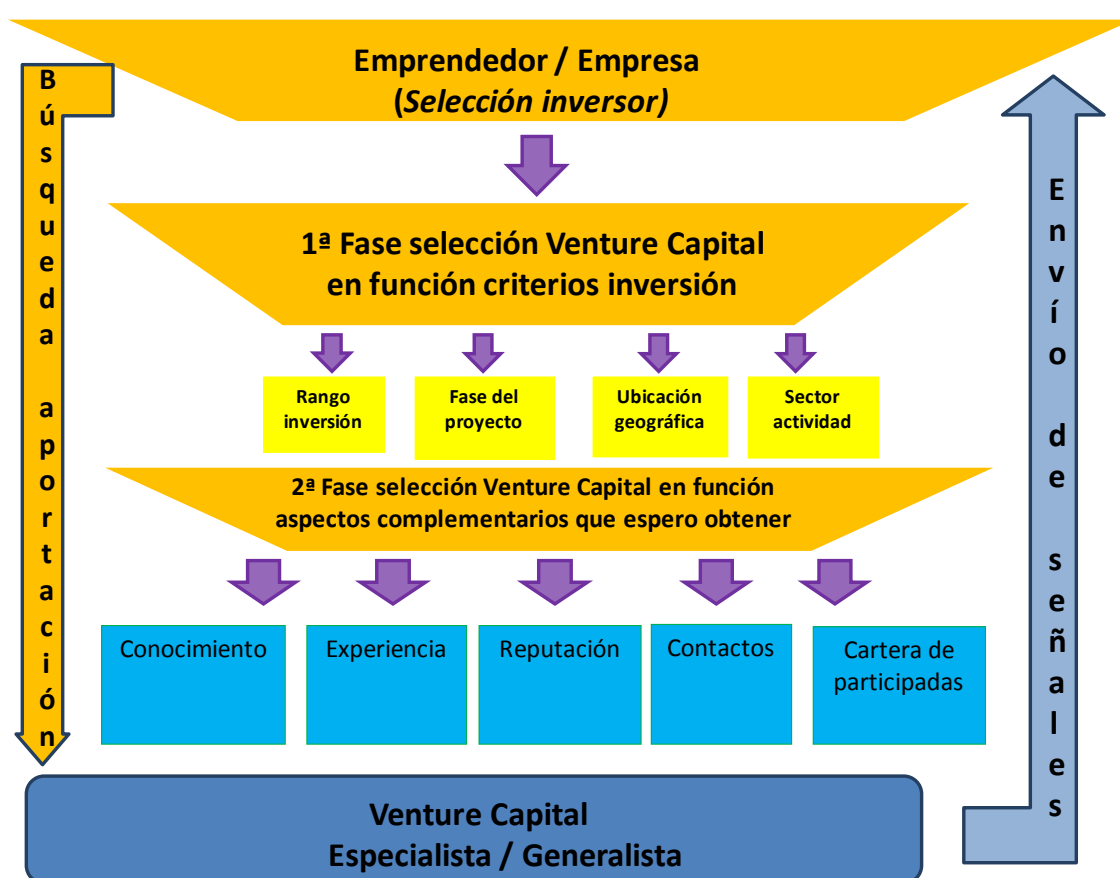
Hopp (2008) indica como sus resultados soportan el punto de vista de que los VC son unos inversores que aportan valor añadido que crea retornos más allá de la pura provisión de capital. Además, explica como los datos revelan evidencias de que los VC más experimentados potencialmente proporcionarán una mejor calidad de consejos de gestión, permitiendo obtener unos mejores retornos (Kaplan y Schoar, 2005). Entonces, los VC más experimentados entrarán en la financiación en mejores términos en comparación con otros VC con un menor nivel de experiencia.

En el estudio de Hopp (2008), la evidencia empírica muestra como los emprendedores están dispuestos a renunciar a ofertas más altas de valoración por su empresa si ellos pueden trabajar con VC con una mayor experiencia y una mejor reputación. Los emprendedores parecen ser compensados por el valor añadido de ser respaldados por VC más experimentados, por encima del

precio que ha supuesto esta afiliación a ellos. Las firmas financiadas durante la negociación con un VC tienden a aceptar ofertas que proporcionan menos dinero, pero que ofrecen en su lugar más *expertise*. Estos emprendedores tienden a trabajar con los VC más reputados, aunque ellos recibirían menos dinero, pero preferirían potencialmente beneficiarse de mejores consejos y una cartera de contactos más valiosa. Los datos obtenidos por Hopp (2008) muestran como los VC más experimentados pueden acceder a relaciones de inversión en mejores términos y la cantidad media aportada sustancialmente inferior para los más experimentados.

En la figura 31 mostramos de forma esquemática que aspectos del *Venture Capital* debe considerar el emprendedor como los criterios para la selección del VC más adecuado para financiar su proyecto.

Figura 31: Factores clave a tener en cuenta por el emprendedor para seleccionar un *Venture Capital*.



Fuente: Elaboración propia.

En una primera fase el emprendedor deberá seleccionar el VC que mejor encaje con su proyecto en función de los criterios de inversión del VC. Los criterios y objetivos de inversión del VC son aspectos a los que se tiene acceso públicamente y que resultarán fácilmente identificables. Es habitual, que los VC indiquen en sus páginas web o en notas de prensa el tipo de proyectos que entrarán dentro de los parámetros de sus inversiones.

Dentro de los principales criterios destacaríamos cuatro. El “rango de inversión”, entendido como la aportación máxima y mínima que un VC destinará a la financiación de cada uno de los proyectos. La “fase del proyecto”, es decir en qué tipo de proyectos realizarían su aportación en función del grado

de madurez de la empresa (en fase idea, semilla, expansión, consolidación, etc.). El tercero sería un criterio de “ubicación geográfica”, así mientras algunos inversores pueden abordar proyectos independientemente de su localización otros se restringen a una determinada ciudad, región, país o área geográfica concreta. Por último, nos encontramos con el criterio de “sector de actividad”, en el que pueden existir VC generalistas que puedan analizar y financiar proyectos pertenecientes a cualquier sector de actividad mientras que otros se limitan a sectores muy concretos como puede ser la biotecnología, la nanotecnología, el comercio electrónico, el hardware, etc.

Es fundamental que el emprendedor realice un minucioso análisis de cuáles son los criterios de inversión del VC para minimizar su posible frustración y evitar perder el tiempo. Si nuestro proyecto es una compañía del sector biotecnológico, ubicada en Extremadura, en fase de expansión y con una necesidad de financiación de un millón de euros, si nos dirigimos a un VC que solo puede invertir en proyectos de comercio electrónico, ubicados en Valencia, en fase semilla y un máximo de 100.000€, evidentemente nuestro proyecto será rechazado. Esta situación le habrá hecho perder al emprendedor unos recursos y un tiempo precioso que no puede permitirse el lujo de dilapidar. Además, podría generarle un sentimiento de frustración por el rechazo del VC de su proyecto. Sin embargo, su proyecto puede ser de una calidad excepcional pero simplemente ha llamado a la puerta equivocada por haber escogido un VC cuyos criterios de inversión no se corresponden con las características de su proyecto.

Una vez superada la primera fase de escoger una serie de VC cuyos criterios de inversión encajen con el proyecto, el emprendedor deberá realizar un análisis más profundo para seleccionar aquel VC que atesore un mejor valor añadido en función de los aspectos complementarios que espera que este pueda aportar a su empresa.

Los emprendedores deben ser capaces de medir qué valores del *Venture Capital* son los más importantes para su proyecto, así como cuándo será más importante que el *Venture Capital* se involucre en función de cuándo ellos estiman que podría llegar a aportar más valor. Por tanto, ese conocimiento por parte del emprendedor como máximo responsable y gestor de su proyecto, anticipándose a la propia actividad del *Venture Capital* será fundamental a la hora de seleccionar el *Venture Capital* más adecuado y de negociar el tipo y la intensidad de la involucración del *Venture Capital* en la empresa.

Por tanto, el emprendedor debe seleccionar al mejor *Venture Capital*, al mejor financiador, ya que no todos tendrán el mismo conocimiento, ni aportarán el mismo valor para una determinada empresa o proyecto.

Elango et al. (1995) estudiaron la importancia del *Venture Capital* para las compañías que están iniciando su actividad, indicaron que existía una línea de trabajo en la que lo analizaban de forma homogénea (Fried y Hisrich, 1995); mientras que otra línea sí comenzó a identificar las diferencias existentes dentro del funcionamiento de la industria del *Venture Capital* (Sapienza y Timmons, 1989; Bygrave y Timmons, 1992). Las diferencias entre unos y otros *Venture Capital* sí pueden resultar interesantes para el emprendedor a la hora de la búsqueda de financiación en forma de capital. Además, una vez el emprendedor tenga definidas sus necesidades tendrá más posibilidades de obtener financiación, ya que se dirigirá a aquellos *Venture Capital* que más encajan con él y con su proyecto.

La calidad y la cuantía del valor aportado por los inversores al proyecto e incluso la involucración de los gestores y empleados en la empresa invertida variarán en función de distintas circunstancias del propio *Venture Capital* como pueden ser su especialización, su experiencia, su accionariado, su equipo, etc., confirmando la teoría de que el emprendedor debe seleccionar a su inversor más adecuado.

Tampoco todos los *Venture Capital* tendrán la misma intensidad de implicación, como puso de manifiesto Elango et al. (1995). Estos autores realizaron una encuesta a 149 compañías de *Venture Capital* de los Estados Unidos. Obtuvieron unos resultados que mostraban que las compañías más activas dedicaban una media de 35 horas mensuales por empresa invertida y los *Venture Capital*, menos activos una media de menos de 7 horas mensuales.

En cuanto al tiempo dedicado, Gorman y Sahlman (1989) analizaron el tiempo dedicado por el *Venture Capital* a cada compañía una vez realizada la inversión. Una mayor dedicación está relacionada con un mayor nivel de riesgo, ya que así podrán controlar mejor ese riesgo con un contacto más cercano con el negocio, detectando que aquellos que están dispuestos a proporcionar una mayor asistencia al “negocio” estarán más dispuestos a invertir en negocios en fases más tempranas.

Volviendo a la figura 31, identificamos 5 de los principales aspectos de un VC que influirán en la calidad y cantidad de aportación que estos pueden realizar en la empresa financiada.

Un aspecto fundamental es el conocimiento que llegan a atesorar tanto el VC como institución como cada uno de los profesionales del VC que interactúan con el emprendedor y su empresa. Parece evidente, que el tipo de conocimiento acumulado y su cantidad, así como una mayor calidad será uno de los aspectos en los que los emprendedores deberán fijarse para analizar y seleccionar el VC que mejor se adapte a sus necesidades.

Fulghieri y Sevilir (2005) indican que los *Venture Capital* crean valor con su conocimiento adquirido, con su capital humano y sus capacidades, las cuales suelen ser específicas para su cartera de participadas, soliendo alcanzar un cierto nivel de especialización en sus inversiones.

Otro aspecto sería la experiencia acumulada por el VC referida tanto al número de operaciones de financiación realizadas, como al sector de actividad en particular de las empresas a financiar. En cuanto a la experiencia del *Venture Capital* podemos indicar que los más jóvenes tienen menos experiencia y añadirán menos valor que los que tienen más experiencia (Fulghieri y Sevilir, 2005).

Una de las razones de que los *Venture Capital* hayan tenido mayor éxito es que los gestores tienden a invertir únicamente en aquellas empresas y sectores en los que tienen alguna ventaja competitiva y donde su implicación en la compañía puede generar un valor económico real (Meggison, 2004). Los *Venture Capital* con experiencia son más eficientes en el seguimiento y en la aportación de valor si tienen conocimiento de la industria (Meggison, 2004). Por tanto, el *Venture Capital* debe tratar de evitar invertir en sectores en los que no tenga experiencia. Así, el rendimiento de las firmas especializadas resulta ser en general mejor para el emprendedor, al aportarle conocimiento y experiencia en ese sector valioso para su modelo de negocio y de gestión.

Un tercer aspecto sería la reputación del *Venture Capital*, la cual dependerá de su experiencia, de sus redes de información, de su histórico de resultados, etc. Mientras que la financiación (dinero) puede no ser diferencial entre los distintos *Venture Capital*, la reputación si lo será al aportar diferentes niveles de prestigio en la empresa financiada. Cuando los emprendedores tienen sus propias vías para reforzar su proyecto, podrán prescindir de pagar el precio del *Venture Capital* en función de la reputación que aporten. Igualmente, en función de la calidad del proyecto podrá rebajarse el precio de acceder a este tipo de financiación, al existir más ofertas de distintos *Venture Capital* que estarán compitiendo por financiar el mejor proyecto y formar parte de su accionariado.

Según Zider (1998) la buena reputación de los *Venture Capital* se obtiene a base de haber realizado un buen número de inversiones y de desinversiones exitosas.

Los contactos de los que disponen el VC y sus profesionales serían el cuarto aspecto. Sin duda, que la cantidad y calidad de los contactos sea óptima reportará considerables ventajas. El emprendedor cuando está desarrollando su actividad necesitará acceder a nuevos clientes, proveedores, profesionales e incluso a otros posibles financiadores. Por tanto, en la medida que el VC facilite al emprendedor la tarea de poder acceder a las personas adecuadas a través de su cartera de contactos, evitará dedicar un precioso tiempo a identificar esas personas y además ya no accedería a puerta fría sino gracias a una “recomendación” que allanaría el camino y simplificaría el proceso.

El quinto aspecto serían las empresas que componen la cartera de participadas de un VC. Es posible que un VC tenga empresas dentro de su cartera de participadas con las que al emprendedor le resulte interesante entrar en contacto por diversos motivos. En este sentido, el VC podrá facilitar el acceso a esa empresa que pertenece a su cartera de participadas, ya que tendrá un interés y un incentivo de proporcionar a ambas empresas un canal de comunicación para que el desempeño de ambas mejore y por tanto las probabilidades de que el VC obtenga una mayor plusvalía en ambas desinversiones.

Por tanto, el emprendedor deberá evaluar el conocimiento, la experiencia, la reputación, los contactos y la cartera de participadas de los distintos VC existentes como opciones de financiación, para escoger aquel que mejor se adapte a sus necesidades.

No obstante, los *Venture Capital* también tienen que ser conscientes de que ellos no pueden aportar valor en todas las áreas, ni en todos los proyectos de la misma manera e intensidad (variará en función del estado de la compañía, del perfil del inversor, etc.).

Además, hay que tener presente que el valor aportado por los *Venture Capital* no es suficiente ni sustitutivo de las características intrínsecas propias de la compañía, como por ejemplo un equipo gestor competente, la definición de su modelo de negocio, el posicionamiento de su propuesta de valor, el estar en el mercado adecuado en el momento adecuado y de la situación macroeconómica.

Si el éxito de la empresa sólo dependiera de la aportación e involucración del *Venture Capital* estos obtendrían un cien por cien de éxito en sus inversiones. Sin embargo, no es así cuando aparentemente la contribución del *Venture Capital* a las empresas de su cartera debería ser siempre la misma. Gilson (2003), en un estudio del sector en los Estados Unidos, comprueba como la cartera de participadas típica de un *Venture Capital* está compuesta por término medio por entre 10 y 15 empresas, de ellas entre el 25-30% evolucionarán satisfactoriamente, en un tercio de sus inversiones

sufre pérdidas totales o parciales siendo inversiones de alto riesgo, y el 50% de sus retornos en la desinversión provendrán del 6,8% de las inversiones.

Es importante indicar que, por mucho interés que tenga el *Venture Capital*, la transferencia de conocimiento entre el *Venture Capital* y la empresa dependerá en gran medida de la receptividad del emprendedor para el intercambio de consejos y de información. El objetivo del inversor en su relación con el gestor es incrementar las posibilidades de éxito de su inversión, minimizando los efectos de la teoría de la agencia y los riesgos del propio negocio (Barney et al., 1994).

Fulghieri y Sevilir (2005) mencionan que se debe producir una relación bilateral entre el emprendedor y el *Venture Capital*, donde el *Venture Capital* proporciona recursos económicos y no económicos para convertir una idea de proyecto en un negocio viable. Sapienza (1992) encontró que existía una correlación entre la frecuencia de la interrelación del *Venture Capital* con el emprendedor y la relación amistosa entre ambos (relación fluida-confidente). Apareciendo el concepto de valoración de la colaboración del *Venture Capital* como un “*confident*” del emprendedor (relación informal).

Bottazzi et al. (2008) y Jackson III et al. (2012) encuentran que unos altos niveles de actividad en este sentido por parte del *Venture Capital* están significativamente correlacionados con altas tasas de retorno, por eso es muy importante regular la relación entre *Venture Capital* y emprendedor para disminuir la teoría de la agencia.

Por otro lado, estamos observando como la expansión y el desarrollo de la industria del *Venture Capital*, por un lado, así como el creciente número de proyectos de emprendedores que salen al mercado en busca de financiación por otro, hace que surjan en determinados momentos cierta competencia entre ellos. La competencia se puede dar entre los distintos VC por acceder y poder invertir en las mejores propuestas de inversión, o entre los propios emprendedores para conseguir la financiación y en la medida de lo posible que esta sea aportada por los mejores VC y por los que más se adapten a sus necesidades.

Un punto de vista interesante en un escenario extremo es el que exponen Elitzur y Gavius (2011). En su estudio plantean un modelo en el cual los emprendedores compiten como en una subasta por los fondos de los *Venture Capital* y la limitación de capital hará que solo se financien a los mejores emprendedores y a los mejores proyectos.

Sus resultados revelan que en un sector de actividad económica atractiva, con un gran número de proyectos en búsqueda de financiación compitiendo por el capital de los *Venture Capital* puede conllevar a una menor inversión lo que implicará a su vez un menor incentivo por parte de los emprendedores a dedicar tiempo a esta actividad, al considerar que van a perder su tiempo. Se crearía una situación sub óptima, especialmente en sectores con abundancia de emprendedores de calidad (Elitzur y Gavius, 2011).

Sorensen (2007) explica como los *Venture Capital* con experiencia invertirán en las mejores empresas y los emprendedores también seleccionan a los *Venture Capital* con la mejor experiencia, dentro de las ofertas económicas que han recibido. Cuando las empresas tienen muchas ofertas económicas, elegirán el *Venture Capital* que más aporte a la empresa para la consecución de los objetivos.

La reputación de los *Venture Capital* es muy importante en un entorno de competencia entre ellos, ya que deben ser capaces de atraer a los mejores emprendedores para que les presenten los mejores proyectos, que por tanto serán las mejores opciones de inversión. Lo que ayudará a incrementar las probabilidades de éxito en el retorno de la inversión, con lo que se retroalimentará para la “buena” reputación del *Venture Capital*.

La competencia entre los *Venture Capital* para atraer inversiones interesantes está incrementándose e incluso ya empieza a ser frecuente entre VC de distintos países, rompiendo las barreras de las distancias físicas. Por tanto, aquellas empresas de *Venture Capital* que sean capaces de adquirir un conocimiento y experiencia para identificar cuáles son los puntos críticos y óptimos de cada proyecto que les permita decidir cuál es el rol óptimo que deben adoptar frente a las participadas (cuales son las aportaciones más adecuadas y en qué momento), tendrán más posibilidades de sobrevivir en el negocio. Los *Venture Capital* que adquieran este “*expertise*” tendrán una ventaja competitiva.

Así, una vez hemos visto como el emprendedor debería realizar un esfuerzo para identificar el mejor VC en función de su encaje óptimo con sus necesidades, en el que incluso estaría dispuesto a aceptar una peor oferta económica de un mejor VC. Por tanto, los VC deben emplearse en adquirir un valor diferencial más allá del dinero de forma que adquieran ventajas competitivas que les permitan tener acceso a muchos proyectos y llegar a financiar a las mejores compañías.

En los mercados más desarrollados de *Venture Capital* sus mayores esfuerzos se están centrando en entregar más valor para diferenciarse, ya que el dinero en sí mismo no aportará valor. Ese valor que añaden habitualmente dentro del sector recibe la denominación de “valor añadido”, “*smart money*” o “*smart capital*”.

2.5. Tipos de aportación de valor y planteamiento de las hipótesis de la investigación.

Una vez realizada la descripción de las empresas, las sociedades de inversión (VC), los profesionales que trabajan en esos VC y los CEO-emprendedores, continuaremos en este apartado con los conceptos relacionados con la aportación de valor por parte de los VC a las empresas por ellos financiadas.

Al igual que con las variables descritas anteriormente, lo primero que se hizo fue una profunda revisión de la bibliografía existente sobre el tema. Finalmente identificamos un grupo de autores que trataban la cuestión de la aportación de valor y, que de una u otra forma incluían una serie de conceptos en sus estudios de investigación y en su caso en los cuestionarios que realizaban y en las conclusiones que alcanzaban. En la cuadro 8 incluimos los autores, el título de su trabajo, el año, el objetivo de la investigación, el tamaño de la muestra, la localización de su estudio y el porcentaje de respuestas recibidas que hemos utilizado para la identificación de los ítems que componen nuestras variables observadas y que han sido incluidas en los cuestionarios.

Cuadro 8: Autores que han abordado la aportación de valor.

Autores	Título	Año	Objetivo de la investigación	Tamaño de las muestras	Localización	Porcentaje de respuesta
Sapienza y Timmons (1989)	The Roles of Venture Capitalists in New Ventures: What Determines Their Importance?	1.989	Entender cuánto y cuándo la implicación de los VC es más útil.	51 VC y emprendedores	Estados Unidos	85%
Gorman y Sahlman (1989)	What do venture capital do?	1.989	Relación entre los VC y sus compañías financiadas	100 profesionales del VC	Estados Unidos	49%
MacMillan et al. (1989)	Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance.	1.989	Grado de implicación de los VC en empresas financiadas	350 profesionales del VC	Estados Unidos	18%
Rosenstein et al. (1993)	The CEO, Venture Capitalists, and the Board.	1.993	Entendimiento de la implicación del VC en la empresa a la que financia	836 CEOs de empresas financiadas por VC	Estados Unidos	26%
Fried y Hisrich (1995)	The Venture Capitalist: A Relationship Investor.	1.995	Estudio de la relación existente entre el VC y la empresa financiada	Estudio cualitativo		
Elango et al. (1995)	How Venture Capital Firms Differ.	1.995	Diferencias en el comportamiento entre VCs en función del estado de la empresa, la cantidad de asistencia que el VC provee, el tamaño de la firma del VC, y la región geográfica donde se ubica.	491 empresas de VC	Estados Unidos	30%
Sapienza et al. (1996)	Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries.	1.996	Analizaron el papel estratégico, interpersonal y de contactos del VC y la forma en la que se implica en las empresas financiadas, y como de exitoso es ese esfuerzo	65 VC de EEUU 51 CEO de EEUU 76 VC del Reino Unido 43 VC de Francia 37 VC de Holanda	4 países	85% VC de EEUU 80% CEO de EEUU 43% VC Reino Unido 25% VC de Francia 40% VC de Holanda
Barney et al. (1996)	New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms.	1.996	Evaluar las diferencias en el aprendizaje de las empresas de las aportaciones realizadas por los VC	837 empresas financiadas por VC	Estados Unidos	28%
Hsu (2004)	What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?	2.004	Evalúa los roles de aportación de prestigio y de valor de los VC	datos de 246 ofertas de financiación realizadas a 149 startups	Estados Unidos	se queda con 148 ofertas realizadas a 51 startups
Cvalho (2007)	The Dynamics of Forming a Technology Based Startup: How Founders Use External Advice to Improve Their firm's Chance of Succeeding	2.007	Cuando y como las empresas de alta tecnología financiadas por un VC hacen uso de los consejos que les proporcionan	Entrevistas a 11 fundadores y un CEO no fundador	Estados Unidos	
Huyghebaert y O'Donohoe (2007)	Does The Value of Venture Capital Vary Over The Investee Life Cycle? Evidence from Irish investees.	2.007	Analizan la percepción de las empresas financiadas por un VC de la naturaleza y la calidad de esa implicación y la valoración del valor del VC	a propietarios de 199 empresas irlandesas que recibieron financiación de un VC	Irlanda	30%
Scarlata (2011)	Inside The Philanthropic Venture Capital Investment Model: An Exploratory Comparative Study.	2.011	Tener un mejor conocimiento de la relación como inversores de los VC con fines sociales con los emprendedores sociales que financian	Población total VC con fines sociales o filantrópicos: 74 VC	Estados Unidos y Europa	54%
Dutta y Folta (2016)	A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation	2.016	examina los beneficios que puede generar el valor añadido por los inversores y si este difiere entre los profesionales del VC y los business angels	observaciones de 350 empresas entre 2006 a 2010	Estados Unidos	

Fuente: Elaboración propia

Los conceptos relacionados con la aportación de valor han sido descritos en los cuadros que aparecen dentro del apartado “Variables independientes”. En esos cuadros se incluyen los “conceptos de valor aportado” que aparecen en las investigaciones, clasificados por autores y por los ítems que han sido incluidos en nuestros cuestionarios. De esta manera, tenemos 5 cuadros, uno por cada una de las variables independientes, que sumarán el total de los 16 ítems incluidos en las encuestas enviadas tanto al profesional del VC como al CEO-emprendedor.

En los siguientes apartados abordaremos cada uno de los 5 tipos de “valor añadido” y a partir de ellos elaboraremos las hipótesis de nuestra investigación. Recordar que, de cara a la medición de los aspectos de la aportación de valor relacionados con el éxito de la empresa, únicamente nos centraremos en aquellos en los que el VC y sus profesionales pueden tener influencia (su experiencia, su *networking*, los contratos que regulan su relación, el manejo de las relaciones, etc.). Por tanto, dejaremos fuera aspectos sobre los que el VC no tiene influencia, como son la evolución de los mercados de capitales, el nivel de actividad del sector económico donde se ubique la empresa, los aspectos regulatorios o legales, etc.

Fisher et al. (2017) explican como para lanzar satisfactoriamente un nuevo negocio los emprendedores dependen de que logren diversos tipos de recursos y del soporte que puedan conseguir de una amplia gama de actores externos, el éxito en su obtención tendrá un impacto significativo en la supervivencia y sostenibilidad del nuevo negocio.

Debido a la falta de recursos, experiencia y capital, las nuevas empresas de los emprendedores requerirán un gran número de contribuciones externas (Sapienza, 1992; Bottazzi y Da Rin, 2002). Gans y Stern (2003) añaden como las empresas emprendedoras pueden carecer de recursos financieros y competencias gerenciales que son fundamentales para su desempeño económico, especialmente cuando operan en industrias de alta tecnología.

La realidad es que los recursos que necesitan las nuevas empresas frecuentemente están controlados por las grandes y poderosas organizaciones ya establecidas (Villanueva et al., 2012). Por tanto, obtener una adecuada financiación y capital humano de fuentes externas es una cuestión difícil y vital para los emprendedores (Villanueva et al., 2012).

Rosenbusch et al. (2013) explican como la adquisición de recursos financieros es uno de los retos claves a los que se enfrentan los emprendedores cuando arrancan y/o hacen crecer sus empresas. Por ejemplo, Rodríguez Gulías et al. (2015) indican como las *spin-offs* universitarias deben hacer frente a problemas como la falta de financiación o de capacitación empresarial de sus fundadores.

Así, Ueda (2002) explica como la obtención de financiación de este tipo de proyectos está condicionada al ser su principal componente la incertidumbre por la carencia de activos tangibles que posean tanto las empresas como los emprendedores a título personal. Sin esas garantías colaterales los emprendedores muy frecuentemente tendrán dificultades para captar la financiación del canal tradicional de las entidades financieras, quienes tienden a utilizar esas garantías para evaluar el riesgo que asumen al conceder la financiación. A lo que habría que añadir la existencia de asimetría de información que caracteriza este tipo de empresas especialmente en sus primeras etapas de desarrollo. En ellas, los emprendedores conocerán mucho más de la tecnología utilizada y desarrollada y, de sus propias habilidades y capacidades que el financiador, lo que dificultará el proceso de evaluación. Por lo que financiar este tipo de iniciativas requerirá inversores especializados en gestionar la asimetría y en evaluar el riesgo sin tener en consideración esas garantías colaterales que emplean el canal tradicional de las entidades financieras (Ueda, 2002).

Como hemos visto en este documento el papel de los VC consiste en mitigar los problemas de asimetría de la información que existe en la financiación de empresas jóvenes y de alto riesgo (Chan, 1983; Gorman y Sahlman, 1989; Sahlman, 1990; Black y Gilson, 1998). La típica financiación bancaria por lo general no está disponible para estas empresas que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo y que no tienen activos tangibles o flujos de caja positivos. Por tanto, el VC juega un papel muy importante financiando a las jóvenes empresas que son incapaces de conseguir préstamos bancarios, además el soporte y seguimiento prestado por los VC les distingue de otras fuentes de financiación. Este soporte frecuentemente incluye ayuda para conseguir fondos adicionales, diseñando la estrategia de la empresa y ayudando en los procesos de reclutamiento entre otras cuestiones (Gorman y Sahlman, 1989).

En ese sentido, el capital riesgo puede ser una alternativa para que este tipo de empresas solventen dichos problemas (Gulías et al., 2015). Los inversores de capital riesgo pueden realizar una

importante contribución al cerrar el déficit de financiación para las jóvenes empresas innovadoras y facilitarles tanto una gestión profesionalizada como una cartera de contactos para el desarrollo de sus actividades (Gulías et al., 2015).

Las empresas que nacen descapitalizadas tienen unas mayores probabilidades de fracasar que aquellas que comienzan con la financiación adecuada (Lussier y Corman, 1995). Según Shane (2003) para comenzar un negocio los emprendedores van a requerir al menos capital circulante. Muchas veces los emprendedores descubren, evalúan y deciden continuar con la oportunidad de emprendimiento, pero fallan en llevar esa oportunidad al mercado ante la falta de financiación (Shane, 2003). La incertidumbre y la asimetría de información existente entre los emprendedores e inversores frecuentemente supone un reto a la hora de asegurar el conseguir la financiación (Shane, 2003).

El valor inicial aportado por el VC en entornos donde no podrán optar a las fuentes tradicionales de financiación será el dinero que podrá ser utilizado por la empresa para conseguir otros recursos que sean generadores de valor como capital humano o activos físicos (Wright y Robbie, 1998; Rosenbusch et al., 2013).

La principal contribución del VC es a través de los fondos que invierten en las nuevas empresas (Gompers y Lerner, 2002). Los VC juegan un papel fundamental como el agente que transfiere el capital desde las instituciones con capital hacia los emprendedores que se encuentran buscándolo, además de proporcionar un valor añadido (Bygrave y Timmons, 1992; Hsu, 2004; Lee et al., 2001).

Gorman y Sahlman (1989) observan como las empresas financiadas por los VC cuentan con recursos extremadamente limitados, por tanto la aparición de problemas inesperados pueden agotar rápidamente sus reservas de dinero y de capital humano. Este tipo de empresas por definición están débilmente capitalizadas y con poco equipo.

Pero, según Watkins (2013) las necesidades serán muy amplias ya que los emprendedores no solo carecerán de activos tangibles y el acceso a la infraestructura necesaria, sino también al acceso a activos complementarios como proveedores, fabricantes, distribuidores, clientes, socios estratégicos, que serán vitales para el desarrollo y el posicionamiento de los nuevos productos en el mercado (Auerswald y Branscomb, 2003). Ahí es donde las firmas de VC o las divisiones de CVC de las grandes corporaciones, tienen unos profundos conocimientos manteniendo su red de contactos con productores, proveedores, distribuidores y otras fuentes de activos complementarios (Auerswald y Branscomb, 2003).

De acuerdo con la teoría de la asimetría de la información (Jensen y Meckling, 1976), después de su inversión, los *Venture Capital* supervisan de cerca a las compañías financiadas (Lerner, 1995) para reducir los costes de agencia y aumentar el desempeño de la compañía (Croce et al., 2013). Sin embargo, esta teoría deja de considerar otras funciones asumidas por los VC (Colombo y Grilli, 2010). Como otros autores han hecho, por ejemplo, Hellmann y Puri (2002) o Croce et al. (2013); nosotros queremos analizar si los VC pueden realizar funciones distintas de las propuestas para aliviar la existencia de asimetría de información (Jensen y Meckling, 1976).

En este estudio hemos visto que los VC no solo son proveedores de recursos financieros, sino que también son inversores activos que contribuyen a mejorar el desempeño de la empresa a través de

actividades de valor agregado (Gorman y Sahlman, 1989; Sapienza et al., 1996; Hellmann y Puri, 2000; Engel, 2002; Repullo y Suarez, 2004; Busenitz et al., 2004; Hsu, 2004; Chemmanur et al., 2011; Croce et al., 2013), siendo esta una de las principales diferencias con respecto a otras formas de financiación. Esta contribución conjunta del capital y el apoyo no financiero de los VC se denomina "dinero inteligente (*smart money*)" (Sorensen, 2007).

¿Pero porqué los VCs tendrán interés en aportar valor? El objetivo principal de un *Venture Capital* es maximizar ganancias y minimizar pérdidas (Abdou, 2006). Para las firmas de VC el desarrollo comercial y su capacidad de construcción de las empresas de su cartera de participadas está intrínsecamente vinculada con el retorno de la inversión del VC. Así, un desarrollo de calidad de las compañías de su *portfolio* es la ruta más segura para alcanzar una desinversión rentable. Es por esta idea que las firmas de VC tienen la intención de proporcionar a las empresas de su cartera de participadas un considerable valor añadido no financiero para su desarrollo (Sapienza, 1992; Watkins, 2013).

Scarlata (2011) explica como el modelo de negocio de los VC está basado en un conjunto de prácticas diseñadas para incrementar las probabilidades de éxito de las compañías de reciente creación invertidas. Desde el lado del inversor, estas incluyen grandes cantidades de "due diligence" para examinar nuevas inversiones, compromisos financieros a largo plazo para superar los problemas de la infra capitalización que afectan negativamente a las empresas nuevas, así como amplios consejos y asesoramiento acerca de cómo desarrollar y gestionar la empresa. El objetivo intrínseco del proceso inversor del VC es construir desde cero empresas rentables, que en última instancia produzcan grandes beneficios. Más allá, Scarlata (2011) explica como la simple aportación de capital no es suficiente para la viabilidad y el crecimiento, y debe ser acompañada con un alto nivel de implicación en labores estratégicas y de gestión, elementos críticos para un éxito duradero.

Fisher et al. (2017) sugieren que los VCs operan como profesionales con habilidades especializadas para "financiar empresas jóvenes con un alto potencial de crecimiento". Proporcionan recursos para las nuevas empresas con el objetivo de generar altos rendimientos económicos para sus clientes (los inversores que les proporcionan los recursos económicos para operar) y para ellos mismos, organizándose internamente para lograr este objetivo. Ellos obtienen legitimidad a partir de su historial de inversiones. Bajo tal lógica, su identidad se deriva de la reputación de la empresa de VC, de su historial empresarial y del historial de sus inversiones (Fisher et al., 2017).

El propósito final de las actividades no financieras es el incremento del valor de las empresas de su *portfolio* para maximizar el retorno de su inversión (Reiner, 2013). Para Crain (2013), los gestores de los VC son recompensados implícitamente por su desempeño a través de la habilidad para conseguir nuevos fondos y potencialmente más cuantiosos.

Cumming et al. (2005) explican como en el proceso de captación de fondos (*fund raising*) los inversores a la hora de asignar su dinero tienen en cuenta el efecto de los diferentes tipos de actividades de los VC de valor añadido (financieros, administrativas, estrategia y gestión de marketing). En el caso de Australia para el periodo 1999-2001, sus resultados indican que significativamente más capital es asignado a los VC que proporcionan conocimientos y experiencia financiera, estratégica y de gestión a las empresas de los emprendedores (en oposición a marketing y expertise administrativo). Además, la captación de fondos (*fund raising*) es mayor entre los VC con mayores retornos y comisiones más bajas.

Según Balboa y Martí (2007), en los mercados desarrollados, la experiencia de los gerentes de los VC es una de las variables clave que los inversores evalúan al seleccionar un VC para confiarles su dinero. Se espera que cuanto mayor sea la experiencia, mayor será la reputación adquirida y, por lo tanto, mayor será la cantidad de fondos conseguidos. Solo aquellos responsables de los VC que tengan éxito, medido en mejores rentabilidades alcanzadas con sus operaciones de financiación en el pasado, serán capaces de conseguir a partir de ese momento más dinero más fácilmente de los inversores.

Para Zheng (2011) tener una buena reputación positiva entre los emprendedores supone para los VC que capten mejores oportunidades de inversión y la creación de un mayor valor económico.

Fisher et al. (2017) explican como las personas que forman parte de los VC son inversores profesionales, se organizan asociándose, recaudan fondos de inversores institucionales o personas de alto patrimonio e invierten esos fondos en emprendimientos de alto crecimiento mientras trabajan para guiar a los emprendedores con el objetivo de realizar desinversiones con rendimientos positivos (Hellmann y Puri, 2000). Estos toman una comisión de gestión del dinero aportado por sus inversores por sus servicios y les rinden cuentas con el objetivo de generar rendimientos. Dependen de su trayectoria de inversión como fuente de su propia legitimidad y toman sus porcentajes de participación en el capital social de las empresas (*equity*) como fuente de autoridad. Los VC operan desde una perspectiva de interés propio e invierten con un fuerte enfoque en la generación de rendimientos económicos, lo que los beneficia a ellos y a sus inversores (los aportantes de los fondos). Se mejora la oportunidad de recaudar otros fondos, si pueden mostrar buenos retornos en inversiones anteriores (Fisher et al., 2017).

Nuestro objetivo es tener un mejor entendimiento de que tipo de valor aportado tiene un mayor impacto en el desempeño de la empresa financiada. Para alcanzar el objetivo de nuestra investigación emplearemos una herramienta estadística que nos permita validar el modelo de investigación y las hipótesis, además de poder evaluar el rendimiento predictivo de nuestro modelo. Podemos ver representado nuestro modelo en la figura 32.

Así, el objetivo de nuestras hipótesis es identificar qué tipos de valor añadido se perciben como influyentes en el desarrollo de la empresa. Nos enfocaremos en las actividades que agreguen valor a la compañía y la ayuden a lograr un mejor desempeño después de que el VC haya llevado a cabo su selección y proporcionado la financiación.

2.5.1. Contactos.

Bourdieu (1986) define el capital social como la suma de los recursos actuales y potenciales, que están disponibles y podrán surgir a través de la red de relaciones que posee un individuo o unidad social. Este capital social incidirá en los beneficios potenciales vinculados a los recursos de la red (Bourdieu, 1986).

Las redes proporcionarán valor a los agentes que se encuentran en ellas, permitiéndoles aprovechar los recursos. Por tanto, el capital social se convierte en una ventaja competitiva para los agentes

(Bourdieu, 1986). Además, la interacción social es una componente clave del capital social, favoreciendo la movilidad del conocimiento y el aprendizaje mutuo, mejorando el intercambio y la combinación de recursos y en definitiva ayudando a reducir la incertidumbre (Rodrigo-Alarcón et al., 2014). Según Kanemori (2008), fruto de la interacción social todos los individuos interactúan de una u otra manera con otros individuos y a su vez están influenciados en mayor o menor grado por otros.

El creador de una empresa necesita competir, pero también cooperar con otros construyendo una red de relaciones para la obtención de los recursos necesarios para su constitución. Desde el punto de vista de la creación de una empresa las relaciones pueden considerarse como un intangible estratégico para lograr el éxito de la nueva empresa (Ollé y Planellas, 2003); identificándose como proveedoras de recursos necesarios para el crecimiento de las empresas, ya que proporcionan confianza, contactos, consejos y apoyos y son un modo de encontrar legitimidad, aceptación y credibilidad (Ripollés y Blesa, 2006).

Las redes son una fuente de información y de aprendizaje, originan nuevas oportunidades de negocio, permiten el acceso a diferentes tipos de recursos, hacen posible que el empresario integre la esfera profesional con la esfera social aprovechando sinergias existentes; son un vínculo de influencia medioambiental y socio político del empresario para conservar su independencia y legitimar sus acciones; y permiten que el empresario ejercite su confianza y fuerza de voluntad promoviendo así su acción (Valencia et al., 2007).

Uno de los beneficios más importantes para el emprendedor será el hecho de poder acceder a la extensa red de contactos del *Venture Capital* (Lerner, 1995). Así, después de la inversión los gestores de los *Venture Capital* harán una monitorización, proporcionarán experiencia y darán acceso a su red de contactos (MacMillan et al., 1988; Lindsey, 2008; Klingler-Vidra, 2014).

Hochberg et al. (2007) y Zarutskie (2008) sugieren que desde la óptica del “Profesional del VC” la red de contactos es determinante en el desempeño de las inversiones de los *Venture Capital*, ya que unos contactos de mayor calidad les ayudarán posteriormente tanto en la identificación de buenas inversiones como en las tareas que se realizarán posteriormente al desembolso del dinero fruto de la operación de financiación.

En el estudio de Frances (2017) aparece mencionado como no hay mejor valor que pueda aportar el VC a esta relación que su red de contactos, que entre otras cosas servirá para reclutar ejecutivos y ayudar a incorporar talento.

Pero además, la red de contactos también tiene influencia sobre los emprendedores y sus empresas. Esta permite a los emprendedores descubrir oportunidades, testar y probar sus ideas y conseguir recursos para sus negocios (Lee et al., 2001). Las ventajas de la colaboración dentro de la red de contactos incluyen compartir el conocimiento, el acceso a perfiles complementarios y poder generar economías de escala (Ahuja, 2000). En el flujo de conocimiento los contactos juegan un papel clave. Los beneficios de los contactos para estimular el espíritu emprendedor incluyen unos mejores resultados en innovación y unos crecimientos de las empresas más rápidos (Ahuja, 2000).

Kanemori (2008) explica como un rico *networking* (red de contactos) con el que poder comunicarse jugará un papel muy importante ayudando a las compañías a tener un aprendizaje más rápido y a

encontrar los recursos adecuados a utilizar. La precisión y la rapidez son factores críticos para el éxito en un entorno competitivo de cambios muy rápidos en la industria de las tecnologías de la información. Ninguna empresa, y por tanto ningún empresario ni directivo podrá basar su método de trabajo en “prueba y error” con un desconocimiento de gente con la que poder desarrollar sus relaciones para mejorar el desempeño de su negocio (Kanemori, 2008). El *Venture Capital* contribuirá a optimizar los recursos disponibles facilitando al emprendedor sus contactos para que pueda interactuar con el objetivo de optimizar la mejor “fuente” para el desarrollo del plan estratégico de su empresa. Cuando el recurso tiempo es escaso, la velocidad y la habilidad de adaptación ayudarán a las empresas a mantenerse competitivas y sobrevivir en una industria tan dinámica como la tecnológica (Kanemori, 2008).

Por su parte Ueda (2004), indica como el *Venture Capital* actuará en primer lugar como un aglutinador de información. Para ello generará una base de datos con sus contactos para posteriormente clasificarlos y ponerlos a disposición del emprendedor y de su empresa, aquellos que sean útiles en función de cada fase del proyecto. Es decir, actuará como facilitador, introductor y embajador de manera que el emprendedor no tenga que ir a puerta fría (Ueda, 2004). Además, el emprendedor podrá acceder a unos contactos de los que de otra manera no tendría posibilidad de disponer o le implicarían invertir mucho tiempo y esfuerzo en la generación de la vía necesaria para poder tener acceso a ellos.

Por tanto, para Ueda (2004) el *Venture Capital* actúa como intermediario y facilitador, además de cómo un mecanismo de selección. Incluso, en una fase posterior podrá colaborar para ayudar a que esa relación sea lo más fructífera posible, colaborando a través de la relación creada con sus contactos para que resulte lo más útil para las partes, pero en especial para los intereses del emprendedor y de la empresa en la que el *Venture Capital* participa como financiador. Por tanto, el *Venture Capital* desempeñará un papel central identificando complementariedades entre su red de contactos y las necesidades de la empresa financiada (Ueda, 2004).

Aldrich (1999) explica como el *Venture Capital* actuará como un intermediario conectando gente. Cravalho (2007) insiste en la idea de que el *Venture Capital*, en especial a través de su puesto de consejero en la empresa financiada introducirá al fundador dentro de su red de contactos personales y/o profesionales (*networking*), para que pueda conectar con gente que se encuentre fuera de su círculo de influencia. Este tipo de introducciones ahorrará al equipo fundador un tiempo valiosísimo en la obtención de algún tipo de información que ellos deseaban desesperadamente (Cravalho, 2007).

Busenitz et al. (2004) concluyen como los *Venture Capital* en algunas ocasiones actúan como intermediarios para aportar recursos esenciales, pudiendo proporcionar contactos que potencialmente proveerán a los equipos con puntos de vista mejor informados acerca de sus opciones de negocio. Por su parte, Watkins (2013) identifica en su estudio un papel de los *Venture Capital* como intermediarios entre inversiones y conocimiento con un posicionamiento único, con contactos para identificar y facilitar colaboraciones complementarias entre las empresas de su cartera y sus contactos y /o socios en las grandes corporaciones.

Por ejemplo, Sorenson y Stuart (2001) concluyen cómo los contactos del *Venture Capital* pueden proporcionar a la nueva empresa interesantes conexiones con proveedores o clientes; o con inversores que participen en las siguientes rondas de financiación (Bygrave y Timmons, 1992) o con

bancos de inversión (Barry, 1994). Según Lerner (1995) los *Venture Capital* proporcionarán contactos con nuevas fuentes de financiación; para la incorporación de profesionales; para la contratación de servicios de otros profesionales o con potenciales clientes y proveedores. Casamatta (2003) también explica como los *Venture Capital* contribuyen en el reclutamiento de los profesionales clave para la empresa.

Los VC pueden ayudar en el proceso de reclutamiento de profesionales para que formen el equipo directivo de la compañía (Gorman y Sahlman, 1989; Hellmann y Puri, 2002) y proporcionando contactos con clientes, proveedores, profesionales que pueden ser reclutados y otros financiadores (Hsu, 2004).

Además, el acceso a los contactos del VC puede incrementar el desempeño de la empresa al proporcionar el acercamiento a potenciales empleados, proveedores, clientes u otros proveedores de financiación adicional (Rosenbusch et al., 2013).

En definitiva, una vía significativa para el desarrollo de la empresa y la ejecución del plan de negocio en virtud del cual el “Profesional del VC” tomó la decisión de su financiación es que este *Venture Capital* pueda apoyarla poniendo a disposición del emprendedor y/o su equipo directivo una serie de contactos que posibiliten alcanzar los objetivos deseados de una manera más eficiente y eficaz. Por tanto, nuestra hipótesis es:

Hipótesis 1 (H1): Los contactos tienen una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.

2.5.2. Asesoramiento (consejos).

El camino para el éxito de las nuevas empresas de alta tecnología es largo, arduo y lleno de obstáculos impredecibles con los que el equipo fundador debe navegar satisfactoriamente (Cravalho, 2007). El típico equipo fundador tiene a su disposición únicamente los recursos básicos para sobrevivir a este viaje. En raras ocasiones tendrán los recursos humanos y financieros requeridos para llevar sus soluciones innovadoras al mercado en el tiempo deseado (Cravalho, 2007). Además, con su pequeño equipo gestor serán requeridos para la toma de complejas decisiones que determinen el destino de su empresa. Ocasionalmente, el equipo tendrá los conocimientos demandados para adoptar decisiones disponiendo de la información adecuada y a tiempo (Cravalho, 2007). Con frecuencia, cuando ni ellos ni el quipo poseen los conocimientos requeridos, podrán consultar a fuentes externas para adquirir esos conocimientos. Estos asesores externos son potencialmente valiosos recursos para el equipo fundador (Cravalho, 2007).

Cohen (2013) realiza un estudio acerca del proceso de aprendizaje de los emprendedores a través de su participación en los programas de aceleración. En su investigación pone de manifiesto como los mentores en estos programas aceleran el aprendizaje al reducir los costes de coordinación, lo que permite a las empresas aprender de manera comprimida. Así, cuando los costes de coordinación son reducidos, no solo las empresas podrán aprender más rápido, sino que aprenderán de una manera

más completa al redirigir el tiempo no gastado en la coordinación hacia el propio aprendizaje (Cohen, 2013).

Los profesionales que trabajan en los *Venture Capital* habrán tenido acceso a conocer la experiencia de otras empresas y emprendedores, por lo que podrán aportar sus conocimientos en forma de consejos a las empresas que financian.

Cravalho (2007) explica como si los consejeros externos se identifican y se utilizan apropiadamente, estos pueden ayudar al equipo fundador a recorrer el camino con información de mayor calidad permitiéndoles tomar mejores decisiones. Así, para los fundadores de las nuevas empresas de alta tecnología los consejos externos pueden ser una valiosa fuente de conocimiento (Cravalho, 2007). Como cualquier recurso, la búsqueda y el uso eficiente de los consejos externos es uno de los grandes retos para los fundadores. Los fundadores que usan consejos externos mejorarán sus posibilidades de éxito; no obstante, la existencia y utilización de este tipo de consejos no será un elemento que pueda predecir el futuro éxito de la empresa (Cravalho, 2007).

Por su parte, Lussier y Corman (1995) llegan a la conclusión de que los negocios que no utilizan los asesores externos tendrán más probabilidades de fracasar que aquellos que si los utilizan. Lussier y Corman (1995) también concluyen que los negocios que comienzan personas sin experiencia previa en el sector tendrán más probabilidades de fracasar que aquellas que cuentan con un emprendedor con conocimientos previos en el sector. Además, las empresas que nacen con fundadores sin habilidades y conocimientos en marketing; y los negocios que comienzan sin una adecuada planificación ni experiencia en organización también tendrán más probabilidades de fracasar que aquellas que si los tienen (Lussier y Corman, 1995).

Ante las conclusiones alcanzadas por Lussier y Corman (1995), parece lógico pensar que aquellos consejos que puedan ser aportados por el *Venture Capital* y su entorno deberán ser a priori una importante fuente de valor añadido para alcanzar los objetivos de la empresa.

Por tanto, poder contar con el apoyo y la experiencia del *Venture Capital* será un elemento complementario y en muchas ocasiones diferencial contribuyendo a mejorar sus probabilidades de éxito. Kaplan y Schoar (2005) explican como los datos revelan evidencias acerca de que los *Venture Capital* más experimentados potencialmente proporcionarán una mejor calidad de consejos.

Como hemos visto Kanemori (2008) indica como la optimización de sus recursos le llegará al emprendedor desde el *Venture Capital* no solo con la aportación de sus contactos sino con la aportación de su experiencia y conocimiento materializándose en diferentes tipos de consejos.

En el caso de Böhner (2007) explica como el soporte en la gestión para asegurar la apreciación del valor de las empresas de su cartera de participadas, vendrá de los servicios no financieros a través de una función “asesora” en diversas áreas como los procesos o las operaciones mediante la colaboración del *Venture Capital* en los comités o consejos de administración de la compañía.

Cohen (2013) indica como el conocimiento transmitido a estas empresas les puede llegar bien en forma de consejos directos, o bien mostrando a los gestores de las empresas como ellos mismos pueden validar sus conocimientos enseñándoles el camino.

Hopp (2008) menciona en su trabajo como la financiación del *Venture Capital* no solo implica dinero, sino que también incluye ayuda en guiar las decisiones de gestión, lo que se denomina “*smart money*”. Incluso menciona la circunstancia de que, dado que algunos *Venture Capital* carecerán de recursos y capacidades, invertir junto con otros socios sindicando la inversión podría ser beneficioso para ayudar a solventar este hecho.

Rojo et al. (2010) explican como unido a su labor financiadora, cabe destacar, su aportación como asesores de la empresa participada cumpliendo una doble función de aportadores de recursos y como mentor de la entidad participada.

Así uno de los beneficios más importantes para el emprendedor de contar a su lado con un *Venture Capital* será el hecho de que estos puedan ser una fuente de consejos estratégicos, operacionales o financieros, aportando valor añadido a través de este asesoramiento (Gorman y Sahlman, 1989; Sahlman, 1990; Lerner, 1995; Gompers y Lerner, 1998); además de proporcionar consejos enfocados a la gestión (Sahlman, 1990; Gompers, 1995; Lerner, 1995; Black y Gilson, 1998; Hellmann y Puri, 2002).

En este tipo de compañías son vitales establecer unos adecuados controles financieros, desde la operativa interna de la empresa y sus estados financieros hasta, los consejos relacionados con la captación de nueva financiación. Autores como Timmons y Bygrave (1986); Gorman y Sahlman (1989); Sapienza et al. (1996); Kaplan y Strömberg (2001) y Hellmann y Puri (2002) coinciden en señalar que los *Venture Capital* proporcionarán este tipo de servicios a las empresas financiadas.

Tyebjee y Bruno (1984) muestran como los *Venture Capital* apoyan a nivel estratégico tanto participando en el consejo de administración como colaborando con el emprendedor en la elaboración del plan estratégico, y en la toma de decisiones estratégicas (MacMillan et al., 1988; Lindsey 2008; Bonini et al., 2012). Para Sapienza et al. (1996) este tipo de consejos estarán relacionados con la revisión de los objetivos, la discusión y el debate acerca de los planes ofreciendo *feedback*.

Los *Venture Capital* proporcionan soporte para hacer crecer la organización interna de la compañía (Gorman y Sahlman, 1989; Bygrave y Timmons, 1992; Hellmann y Puri, 2000). Aldrich (1999) indica que cuando a los emprendedores les falta experiencia en los procesos productivos que deben ser empleados, los costes de tiempo y de dinero se incrementan, especialmente si estos procesos dependen de nuevas y no probadas tecnologías.

Cuando a los emprendedores les falta experiencia en los procesos productivos que deben ser empleados, los costes de tiempo y de dinero se incrementan, especialmente si esos procesos dependen de nuevas y no probadas tecnologías. Adicionalmente los emprendedores deben luchar por mejorar y encontrar eficiencias en los procesos productivos si ellos son noveles (inexpertos), los cuales pueden retrasar la creación de economías de escala (Porter, 1980). Esto es especialmente significativo y se agrava en nuevas empresas con niveles peligrosamente bajos de recursos y altamente innovadoras.

La falta de experiencia (ser novel) dificulta la gestión de los nuevos negocios, especialmente cuando el emprendedor carece del adecuado perfil gestor, o haber trabajado previamente con otras compañías de reciente creación (Amezcuá, 2010) o una experiencia relevante dentro del mismo

sector de actividad económica a la que pertenece su nuevo emprendimiento. Ya que iniciar un nuevo negocio es una actividad muy arriesgada, que implica gestionar con incertidumbres y requiere tanto conocimientos generalistas como especializados. Los nuevos negocios pueden quebrar si los emprendedores carecen de capacidades y habilidades que les puedan ayudar a organizar y gestionar sus negocios (Shane 2003, 2004). De hecho, los estudios demuestran como los emprendedores que invierten primero en actividades de gestión y organización generalmente tienen mayor éxito en conseguir la legitimidad de sus empresas lo que les ayudará a asegurarse otros recursos (financiación principalmente). Además, es conocido como los VC prestan una especial atención a la experiencia en gestión de su potencial inversión y generalmente escogen invertir en emprendedores con unos niveles altos de experiencia en gestión (Amezcuza, 2010). Incluso los emprendedores que están buscando financiación de un VC y esta es denegada suelen atribuir la causa a su baja calidad y cantidad de experiencia en gestión.

Helmann y Puri (2002) indican que los *Venture Capital* desempeñan un papel importante en la profesionalización de las empresas en las que invierten, proporcionando estructuras de gestión y ayudándolas con su experiencia en los campos financieros o de marketing. Mientras que también los *Venture Capital* ayudan a las empresas de su cartera de participadas proporcionando consejos y apoyo que incentive y promueva la innovación (Hellmann y Puri, 2000; Kortum y Lerner, 2000).

La contribución de los *Venture Capital* en los aspectos del gobierno corporativo (Megginson y Weiss, 1991; Barry, 1994;) les permite y ayuda a cumplir con la legislación legal y mercantil vigente estableciendo los mecanismos para la facilitación de información y la transparencia de la sociedad (presentación de cuentas, realización de auditorías, etc.).

En la investigación de Frances (2017) se menciona como el VC puede ayudar con asesoramiento, entre otras cosas con patrones para el reconocimiento de problemas y dar soluciones creativas a esos problemas.

En función de todo lo anteriormente mencionado establecemos nuestra segunda hipótesis:

Hipótesis 2 (H2): El asesoramiento tiene una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.

2.5.3. Incentivos.

Dentro este apartado tratamos el tema de la asimetría de la información y las diferentes herramientas que están a disposición de los *Venture Capital* para tratar de mitigar esta situación. Dentro de ellas, nos encontramos con cuestiones que a su vez pueden actuar como incentivadores del comportamiento del “CEO-emprendedor” de la empresa encaminados a un mejor desempeño. Nos referimos a cuestiones como la “valoración dinámica de la empresa”, los planes de “*stock options*” o los “préstamos convertibles en participaciones de la sociedad”. También estarán disponibles la opción de “la sustitución del emprendedor y su equipo gestor” o “la aportación de la financiación de manera secuencial o inversión por fases”. Todos estos instrumentos los englobamos dentro del

concepto de “Incentivos” cómo canal a través del cual el *Venture Capital* puede aportar valor a la compañía.

Según Giat (2005) una de las herramientas más importantes que emplean los *Venture Capital* para sobreponerse y superar los problemas de la agencia (asimetría de la información) es influir al emprendedor para que éste actúe y tenga un comportamiento alineado con los objetivos del *Venture Capital*.

Bonini et al. (2012) incluyen en su estudio la medición de estas cuestiones. Para ello realizaron un cuestionario en el que pidieron al gestor de la empresa que evaluara con una escala Likert (1-4) el hecho de si el inversor tenía influencia en las decisiones tomadas, desagregándola en tres variables: las políticas de recursos humanos, el nivel de compensación o retribución al equipo ejecutivo o el plan de incentivos al resto de los empleados. Incluso preguntaron cómo variable dummy si la empresa había sustituido a su director general tras haber recibido la financiación del *Venture Capital* (Bonini et al., 2012).

Los profesionales del VC citaron a la alta gerencia como un elemento muy importante en el éxito de una iniciativa emprendedora; así la alta gerencia es el ingrediente crítico que crea o destruye los negocios (Gorman y Sahlman, 1989). La motivación de las personas es un elemento con una influencia positiva en los resultados en cualquier tipo de actividad. Su desempeño estará condicionado por su formación, por sus habilidades y capacidades, pero el hecho diferencial será su nivel de motivación.

El grado de responsabilidad y compromiso de una persona motivada sin duda será más alto. Otro de los roles que debe desempeñar el *Venture Capital* es el de motivador (Fulghieri y Sevilir, 2005; Giat, 2005) proporcionando incentivos para que los emprendedores (el CEO y el equipo gestor) se motiven y ejerzan sus funciones con la finalidad de conseguir el mejor desempeño posible de la empresa financiada.

El objetivo del *Venture Capital* es que la empresa tenga un desempeño adecuado encaminado a alcanzar una evolución satisfactoria, para lo que debe contar con el compromiso del fundador y del equipo gestor de la compañía financiada.

Así, el máximo interés del *Venture Capital* será que tanto el fundador como su equipo gestor estén alineados en sus intereses compartiendo unos objetivos comunes, además de ayudar a atraer y retener talento en la empresa (Lerner, 1994; Hellmann y Puri, 2002). Aquí es donde la experiencia y el conocimiento del *Venture Capital* pueden aportar valor si introducen en la compañía palancas incentivadoras como pueden ser un método de liberación de la financiación en fases o, un plan de retribución ya sea en efectivo, en participaciones o cualquier otro tipo de gratificación, que sean conseguidos tras el cumplimiento de los hitos de desempeño pactados; o la propia sustitución del “CEO-emprendedor”.

En este sentido Hellmann y Puri (2000) con referencia a los “atributos” del *Venture Capital* acerca de esta cuestión hablan de su participación en la definición de las políticas de recursos humanos, del fomento del uso de agencias profesionales para la contratación de personas clave o incluso en tomar la decisión de sustituir al gestor de las empresas por ellos financiadas si estas no están desarrollándose adecuadamente. El rol de los *Venture Capital* se extiende más allá de la

intermediación financiera tradicional, ya que desempeñan un importante valor en la profesionalización de las compañías que financian (Gorman y Sahlman 1989; Bygrave y Timmons, 1992).

Una de las vías empleadas por los *Venture Capital* para fomentar la profesionalización es promoviendo en las compañías en las que participen políticas y estrategias de recursos humanos (MacMillan et al., 1988; Bygrave, 1989; Gorman y Sahlman, 1989; Hellmann y Puri, 2000; Brander et al., 2002; Hellmann y Puri, 2002); abordando aspectos retributivos (Bonini et al., 2012) como planes de “*stock options*” (Lerner, 1994; Hellmann y Puri, 2002) o “acciones convertibles” (Schmidt, 2003; Cumming, 2005).

Para Hellmann y Puri (2002) los planes de “*stock options*” ayudarán a la empresa a atraer talento, proporcionarán incentivos a los empleados y ayudarán a retener a los empleados clave. Además, Hellmann y Puri (2002) encontraron que la existencia en una empresa de un *Venture Capital* está asociado con un incremento significativo de la probabilidad de implantar un plan de “*stock options*”, llegándolo a cuantificar con hasta el doble de probabilidades.

Hellmann y Puri (2002) mencionan como uno de los puestos más importantes de cualquier empresa es el de CEO, debido a su importante papel en la construcción de todos los aspectos de la empresa. Pues bien, fruto del papel que pueden desempeñar en la planificación de los recursos humanos (Hellmann y Puri, 2002) incluso poseerían hasta la posibilidad de influir en el futuro del CEO (Bonini et al., 2012).

Además, Hellmann y Puri (2002) explican como en los inicios, los fundadores toman la posición de liderazgo en su compañía. Mientras los fundadores pueden encajar muy bien en las fases iniciales, no todos los fundadores pueden realizar la transición desde el perfil de emprendedor al de gestor; por lo que podrá aparecer el perfil de los CEO que llegan desde fuera de la empresa.

Tanto si el CEO es un gestor profesional o es el fundador de la empresa que ha permanecido en el puesto, se espera que muestre unos resultados de acuerdo al plan de negocio; siendo muy elevada la presión para que lo consiga (Rosenstein, 1988). Así, dado que muchas compañías fallan en mantener su vinculación y el cumplimiento del plan de negocio, podría necesitarse que los gestores fueran reemplazados (Rosenstein, 1988). Hellmann (1998) señala como la experiencia del *Venture Capital* tiene un papel fundamental en la sustitución de un emprendedor de su papel de gestor de la empresa cuando este tuviera un bajo desempeño.

De Clercq y Sapienza (2006) explican como los *Venture Capital* solo querrán invertir en la empresa si tienen confianza en su CEO, por lo que si la pierden promoverán su sustitución. Incluso, esta situación podría llegar a producirse, aunque la evolución de la empresa no estuviera defraudando las expectativas. Siendo por tanto la calidad de la relación entre ambos un factor importante para la toma de decisiones del *Venture Capital* (De Clercq y Sapienza, 2006).

Autores como Bygrave y Timmons (1992); Hellmann y Puri (2000); Cumming y Johan (2007); Chemmanur et al. (2011) o Braly (2011) también plantean la posibilidad de cómo en una situación extrema el *Venture Capital* podría llegar a reemplazar al fundador de la empresa en su papel de CEO; reservándose su poder para poder despedir a los altos directivos de las empresas a través del consejo de administración (Rosenstein, 1988; Gorman y Sahlman, 1989; Hellmann, 1998; Hellmann y Puri,

2002). Sin duda, la amenaza de que un bajo desempeño pueda motivar su sustitución puede llegar a convertirse en un potente elemento incentivador sobre su nivel de compromiso en beneficio del propio proyecto.

La inversión por fases es una de las herramientas de control más poderosas que pueden emplear los *Venture Capital* para prevenir un uso ineficiente de los recursos proporcionados por ellos (Sahlman, 1990; Megginson, 2004; Krohmer et al., 2009; Bengtsson y Sensoy, 2011). Consiste en aportaciones secuenciales de capital desde el *Venture Capital* hacia la empresa, condicionadas a que la empresa sea capaz de alcanzar predeterminados hitos operativos o financieros (Krohmer et al., 2009). Además de disminuir para el inversor los riesgos ocasionados por la asimetría de información, servirá para motivar al gestor para que tenga una mayor implicación y dedique un mayor esfuerzo en la consecución de los objetivos de la compañía (Sahlman, 1990; Black y Gilson, 1998; Wang y Zhou, 2004; Fluck et al., 2005).

Generalmente el capital inicial invertido es insuficiente para permitir a la empresa desarrollar su plan de negocio completo (Sahlman, 1990; Gompers, 1995). El capital liberado en cada fase debería ser suficiente para empujar a la empresa a la siguiente fase de su desarrollo (Tykvová, 2007), posibilitando a los *Venture Capital* el proporcionar incentivos a los emprendedores al mismo tiempo que aplica una determinada disciplina (Sahlman, 1990; Gompers y Lerner, 1998).

Por último, mencionar como Frances (2017) habla en su investigación del papel que puede desempeñar el VC mediante su ayuda con el diseño e implementación de una estrategia de compensación.

Los distintos incentivos deberán ser negociados y recogidos dentro del pacto de accionistas de manera que sean medibles y cuantificables, estableciendo exactamente la compensación correspondiente por el logro de los mismos, entendiendo que una motivación personal incrementada por los incentivos tendrá un impacto positivo en el desempeño de la empresa. De acuerdo a todo lo comentado anteriormente establecemos la tercera hipótesis:

Hipótesis 3 (H3): Los incentivos tienen una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.

2.5.4. Relación (entre el “CEO-emprendedor” y la sociedad de inversión).

Para que se produzca cualquier tipo de aportación entre dos agentes debe existir una relación entre ambos que permita su comunicación. En un diálogo existen dos personas dispuestas a escucharse mutuamente y a intercambiar información.

El objetivo del inversor en su relación con el gestor es incrementar las posibilidades de éxito de su inversión, minimizando los efectos de la teoría de la agencia y los riesgos del propio negocio (Barney et al., 1994). Fulghieri y Sevilir (2005) mencionan que se debe producir una relación bilateral entre el “CEO-emprendedor” y el *Venture Capital*, donde el VC proporcionará recursos económicos y no económicos con la finalidad de convertir una idea de proyecto en un negocio viable.

Esta relación de cooperación es necesaria, llegando incluso a ser más importante para alcanzar el éxito que la propia financiación (Bygrave y Timmons, 1992; Sapienza y Korsgaard, 1996; Cable y Shane, 1997).

De Clercq y Sapienza (2006) explican cómo unas buenas relaciones mejoran las posibilidades de que tengan lugar situaciones donde se produzca valor añadido. Cuanto mejor sea la relación, mejor y más amplio será el intercambio entre las partes y mejor entendimiento tendrá el *Venture Capital* de las necesidades y operaciones de la empresa (Sahlman, 1990). Este conocimiento será más profundo cuando se llega a una comunicación interpersonal (informal); además cuando se comparten las mismas expectativas y objetivos, la relación se caracterizará por un mejor y más profundo nivel de comunicación que realizará el desempeño a través de un aprendizaje mutuo (De Clercq y Sapienza, 2006).

Así, puede haber más aportación de valor cuando interactúan personalmente los *Venture Capital* con los fundadores de las empresas con el objetivo de poder aportar su experiencia (Sorenson y Stuart, 2001). Lerner (1995) menciona como los *Venture Capital* son reconocidos por ejercitar un control intensivo en las empresas, participando en sus equipos directivos, realizando de manera habitual frecuentes visitas informales y participando en sus órganos de control.

Para Bartkus (2004) el papel del *Venture Capital* en el desarrollo de las empresas de su cartera de participadas requiere contactos frecuentes con los gestores de las empresas, ya sea a través de llamadas de teléfono o visitas, y la participación en las reuniones de los consejos de administración entre otras responsabilidades.

Para poder aportar valor Huyghebaert y O'Donohoe (2007) encuentran que los *Venture Capital* utilizan una combinación de su presencia en los consejos de administración, la comunicación cara a cara e incluso a través del teléfono para interactuar con los promotores de las empresas en las que han invertido.

Scarlata (2011) también indica en su estudio como los *Venture Capital* filantrópicos para cumplir con su sentido de la responsabilidad además deberían implementar un sistema para el seguimiento informal, que podría ser incluso más importante que el propio canal formal (oficial).

En la investigación de Frances (2017) menciona como el VC puede aportar valor a través de hablar con el fundador todas las semanas, ser mentor o ser miembro del consejo de administración.

En función de lo explicado anteriormente establecemos nuestra siguiente hipótesis:

Hipótesis 4 (H4): Las relaciones tienen una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.

2.5.5. **Prestigio (reputación).**

Es un hecho el que las empresas financiadas por los *Venture Capital* suelen tener una trayectoria y unos resultados que no resultan significativos con respecto a todo su potencial. Así, a diferencia de las empresas consolidadas con amplios historiales, a este otro tipo de compañías les resulta muy difícil enviar señales que puedan informar a terceros sobre el auténtico valor de sus hitos alcanzados que les permitan generarse su propia imagen de reputación y prestigio. Por tanto, la ayuda de elementos externos que les puedan hacer mejorar en esta cuestión les resultará tremendamente útil.

Hsu (2004) explica que la reputación (prestigio), resultado de experiencia previa y desempeño, ha sido identificada como un activo económicamente importante que puede generar rentas futuras cuando la información entre los actores es asimétrica, a través de un proceso de certificación pueden obtener beneficios. Las empresas creadas recientemente, especialmente las que están en las primeras etapas, a menudo no tienen una reputación probada ni consolidada, y pueden que por lo tanto demanden esa certificación (Hsu, 2004).

Una cuestión primordial para los emprendedores tecnológicos en sus primeras fases es obtener recursos externos cuando los activos de sus empresas nuevas son intangibles y están basados en el conocimiento, por ello para los emprendedores sin una reputación consolidada y probada persuadir a los proveedores de recursos externos puede ser un desafío (Hsu, 2004).

Así, pagan por esa certificación ya que uno de los servicios que los emprendedores persiguen con la financiación de un VC es un acceso más fácil a los mercados de capitales y la habilidad del VC de reducir la información asimétrica en el proceso, además de una facilitación en el acceso a proveedores, clientes, etc. (Hsu, 2004).

En este sentido los VC proporcionan a estas empresas jóvenes la legitimidad para ayudarles a pedir los recursos que necesitan que de otra manera serían inaccesibles (Arthurs y Busenitz, 2006). Shapiro (1983) indica como la reputación de una compañía es un activo muy valioso que puede generar futuras rentas económicas para la empresa y proporcionar a los clientes una valiosa información sobre sus productos y servicios y ser por ello mejor reconocidos.

En la investigación realizada por Cumming (2009) bajo el título “El prestigio en la intermediación financiera: evidencia del *Venture Capital*”, profundiza en esta cuestión. Explica cómo además de prestar experiencia, conocimientos y servicios de valor añadido que generen beneficios económicos, las empresas de *Venture Capital* aspiran a estar activas a largo plazo como actores dentro de esta industria. La razón por la que estos intermediarios financieros invierten en adquirir “reputación” a pesar de ser un proceso tremendamente costoso, es porque ellos posteriormente esperan ganar beneficios económicos proporcionando servicios de valor añadido. Estas motivaciones están influenciadas y dependen del propio capital reputacional del *Venture Capital*, ya que se trata de un recurso valioso que le permite diferenciarse y adquirir ventajas en una industria tan competitiva como la del *Venture Capital*.

Cumming (2009) en su estudio remarca como el empleo de un intermediario financiero, en este caso el *Venture Capital*, puede facilitar a una parte el envío de señales verosímiles acerca de su “mejor”

calidad hacia las otras partes para resolver la asimetría de la información. La señalización puede ayudar a mitigar los resultados de los problemas de la selección adversa.

Meggison y Weiss (1991) indicaron como el valor añadido por el rol de la reputación que asume el *Venture Capital* se basa en el modelo de certificación. La reputación del *Venture Capital* sirve para comunicar cualidades inobservables sobre las empresas de su cartera de participadas a terceros (Hsu, 2004; Cumming, 2009), incluso los *Venture Capital* tienen un valor legitimador de los productos ofrecidos al mercado por estas empresas que por lo general son nuevas y desconocidas (Stuart et al., 1999).

Contar con la financiación de un *Venture Capital* puede enviar a otros agentes una señal positiva como resultado de haber superado con éxito el proceso de selección (Meggison y Weiss, 1991; Gompers, 1995; Lerner, 1995; Gompers y Lerner, 2001; Lindsey, 2002). Los *Venture Capital* también proporcionan una valoración más precisa de los proyectos, la inducción de procesos de transparencia (emitiendo una señal de transparencia operativa y un certificado de buenas prácticas) y la verificación de la información contribuyendo todo ello a mitigar la asimetría de la información (Sahlman, 1990; Meggison y Weiss, 1991; Lerner, 1994; Black y Gilson, 1998; Trujillo y Guzmán, 2008).

Así, los *Venture Capital* al conceder la financiación asumen un riesgo. Posteriormente gracias a la estrecha relación que mantendrá el *Venture Capital* con la empresa podrá apalancar su conocimiento en evaluación, monitorización, contactos, toma de decisiones y funciones de soporte, siendo el efecto de su reputación un factor muy importante en el proceso de generación de confianza (MacMillan et al., 1988; Gorman y Sahlman, 1989; Huei, 2010).

Por tanto, los *Venture Capital* pueden aportar valor contribuyendo a la mejora de la credibilidad y de la reputación de la empresa financiada dentro del ecosistema en el que desarrollan su actividad (Sahlman, 1990; Gompers y Lerner, 1998; Stuart et al., 1999; Lindsey, 2002) al ser percibidos como “agentes informados y cualificados” posibilitando el acceso a otros recursos (Meggison y Weiss, 1991). Incluso la obtención de financiación adicional (Ruhnka y Young, 1997; Black y Gilson, 1998).

Fisher et al. (2017) explican como la literatura científica acerca de la legitimación de los nuevos negocios refleja una amplia gama de mecanismos que pueden ser empleados por los emprendedores para crear y gestionar la legitimidad o la validez de los nuevos negocios.

Además, Fisher et al. (2017) observan como la comunidad del sector de los VC es muy exclusiva, es difícil convertirse en VC, y la cantidad de personas que operan como profesionales del VC es bastante pequeña. Por esta razón, los VC operan dentro de redes bastante pequeñas y en ocasiones cerradas (Fisher et al., 2017); tienden a conocerse entre sí, y otorgan un gran valor a las decisiones de los demás miembros de la red (Brander et al., 2002). Por lo tanto, una de las cosas más valiosas que una empresa puede hacer para señalar su legitimidad a otros profesionales del VC es la existencia de lazos o asociarse con otros VC (Shane y Cable, 2002). Esto podría lograrse invitando a un VC conocido dentro del sector a formar parte del consejo de administración de la empresa (Fisher et al., 2017) lo que aportaría prestigio a la empresa frente a terceros.

Según Engel (2002) uno de los aspectos más positivos de la implicación de un *Venture Capital* es actuar como una señal positiva para otros inversores, clientes o proveedores; incrementando incluso

las posibilidades de recibir financiación de otros *Venture Capital*. Para Dutta y Folta (2016) la involucración de los *Venture Capital* sirve como un refuerzo en la calidad de la empresa, incrementa la visibilidad en el mercado y reduce los costes de la búsqueda de potenciales colaboradores.

Para Huyghebaert y O'Donohoe (2007) la disposición de una organización de VC para financiar la empresa puede aumentar la credibilidad de la empresa al tratar con otros agentes que puedan tener intereses en la actividad de la misma. Braly (2011) explica como si un reputado *Venture Capital* financia una empresa la puede hacer más atractiva, lo cual es interesante de cara a que a potenciales empleados, socios e inversores, puedan contribuir a acercar a la empresa hasta su éxito. Por su parte, Ferrer (2011) señala como los *Venture Capital* incrementan la credibilidad de la empresa financiada en sus relaciones con accionistas, potenciales accionistas, clientes, proveedores u otros financiadores.

Por su parte Rodríguez Gulías et al. (2015) explican como la presencia de capital riesgo en el accionariado de una empresa implica la superación de la etapa de *due diligence* en la que el potencial del negocio es cuestionado y examinado en profundidad (Wright et al., 2006). Por tanto, haber superado esta etapa actúa como una señal positiva frente a terceros. Esta señalización mejoraría la imagen de la compañía, facilitando su acceso a recursos externos que estarían fuera del alcance de las empresas no participadas por el capital riesgo. Rodríguez Gulías et al. (2015) señalan que la presencia de socios de capital riesgo en las *spin-off* académicas acentuaría el “efecto señalización”, minimizando la asimetría de la información y facilitando el acceso a otros recursos.

Así, mientras el capital financiero no es en sí mismo un bien diferenciado, la reputación de los *Venture Capital* si puede ser un valor diferencial pudiendo su contribución ser crucial para el éxito del proyecto (Hsu, 2004). Por su parte Frances (2017) explica como los *Venture Capital* con una más alta reputación son más valiosos para los emprendedores con respecto a otros *Venture Capital* que no posean la misma reputación.

De hecho, no todos los *Venture Capital* tienen la misma reputación, lo cual puede estar condicionado por diversos factores (Nahata, 2008; Lindsey, 2008; Cumming, 2009). Estos autores, establecen diversos indicadores para la medición de la reputación tales como la antigüedad de la firma de *Venture Capital*, la cantidad de los fondos conseguidos para su gestión, el importe agregado invertido, el número de empresas financiadas, el número de empresas que han salido a cotizar al mercado de capitales por una OPV, o el desempeño de las empresas financiadas.

Por tanto, los *Venture Capital* que aspiran a tener un papel relevante y diferencial dentro de esta industria harán un costoso esfuerzo para adquirir y mejorar su reputación con el objetivo de que esto les permita adquirir una ventaja competitiva (Cumming, 2009). Estos distintos factores que pueden condicionar la reputación de los *Venture Capital* los hemos tratado a lo largo de este documento.

Para un proveedor, un cliente, una entidad financiera, las administraciones públicas o personas que puedan incorporarse al equipo gestor, su percepción de la empresa no será la misma si está “sola” o si cuenta con el apoyo de un *Venture Capital* debido al valor otorgado por su “poder de legitimación”. En virtud de todo lo expuesto construimos nuestra quinta hipótesis:

Hipótesis 5 (H5): El prestigio del *Venture Capital* tiene una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.

Capítulo III:

Metodología y análisis empírico

3. Metodología y análisis empírico.

Este capítulo se sustenta en todos los anteriores, ya que a partir del marco teórico se han ido definiendo los distintos agentes implicados en el proceso de aportación de valor hasta llegar a plantear el modelo y las hipótesis que nos ayuden a alcanzar los objetivos perseguidos por la investigación empírica.

Queremos recalcar que para abordar el tema en cuestión no fue posible recurrir a una base de datos existente. Tuvimos que diseñar y administrar un cuestionario que fue completado con otras fuentes secundarias hasta llegar, tras un arduo trabajo, a la creación de nuestra propia base de datos que nos permitiera llevar a cabo los objetivos planteados.

El objetivo es aportar luz sobre un tema de candente actualidad como es la aportación por parte de los inversores a la empresa financiada de un valor añadido más allá del dinero.

En primer lugar, explicaremos como hemos diseñado la investigación y definido la población, para a continuación detallar el proceso de creación del cuestionario, la base de datos y la recogida de la información. Continuamos con el análisis descriptivo de la población y de la muestra a partir de la información recabada. Seguidamente se definirán cada una de las variables empleadas y plantearemos las hipótesis. Más adelante expondremos el modelo junto con la metodología empleada para el contraste de las hipótesis y finalmente los resultados obtenidos.

3.1. Diseño de la investigación.

Esta investigación se ha diseñado con el objetivo de profundizar en el conocimiento del “valor añadido” aportado por los financiadores del tipo *Venture Capital* a las empresas que han financiado.

El proceso de diseño está formado por varias fases secuenciales. Primero abordamos los distintos factores que han centrado el marco de la investigación y que han tenido como consecuencia la definición de la población. A continuación, explicaremos cual fue el proceso de creación del cuestionario, su alcance, la toma de datos y el resultado final. Todos estos indicadores repercutieron en la conformación de nuestra base de datos.

3.1.1. Ámbito de la investigación.

La delimitación del ámbito de la investigación a partir de los factores y condicionantes que trataremos a continuación fijó el marco para la definición de la población que detallaremos en el siguiente apartado.

3.1.1.1. Ámbito geográfico.

Es vital seleccionar un ámbito geográfico adecuado para acotar el alcance de la investigación y adaptarse a sus objetivos. Hay autores que centran sus estudios en países o regiones determinadas; o incluso plantean investigaciones transnacionales en las que engloban a más de un país.

La toma de datos la hemos circunscrito a España. El principal motivo es que nuestro objetivo ha sido la creación de un modelo acerca del “valor añadido” a partir de la casuística en España. Por tanto, nos limitaremos a operaciones realizadas por los agentes españoles en territorio español. El segundo motivo es la originalidad, ya que precisamente no conocemos ningún estudio realizado hasta la fecha sobre esta cuestión con datos procedentes del mercado nacional, ya fuesen realizados por investigadores nacionales o extranjeros.

3.1.1.2. Tipo de operaciones.

A lo largo de los apartados anteriores hemos visto como existen a disposición de los emprendedores diversas herramientas para la financiación de sus empresas. Sin embargo, la aparición del “valor añadido” está relacionada con la financiación llevada a cabo por los denominados *Venture Capital*. Por tanto, nos ceñiremos únicamente a las operaciones ejecutadas por parte de los *Venture Capital*.

3.1.1.3. Destinatarios de la encuesta.

Para que pueda surgir una situación de “valor añadido” se requiere necesariamente de dos agentes, por un lado, el emisor y por otra parte el receptor del “valor añadido”. Hemos podido observar a lo largo del documento como los *Venture Capital*, gracias a los profesionales que en ellos trabajan, podrán realizar distintos tipos de acciones que pueden llegar a influir en el desempeño de las empresas por ellos financiadas.

Cuando planteamos nuestra investigación, una opción podría haber sido recabar la opinión del agente emisor, el *Venture Capital*. Otra podría haber sido preguntar únicamente al receptor de la aportación, la empresa. Existen ejemplos de estudios realizados por otros autores en otros países en esa línea (Sapienza et al., 1996; Huyghebaert y O'Donohoe, 2007), en la que se les pregunta bien a unos o bien a otros. Sin embargo, nosotros con la idea de tener un estudio más completo hemos optado por recabar a través de sendos cuestionarios información de ambos actores.

Este tipo de compañías surgen por iniciativa de los emprendedores, que frecuentemente desarrollarán el papel de directores generales de la empresa (CEO: *Chief Executive Officer*). Ellos serán las personas que identificaremos dentro de cada empresa para el envío de nuestro cuestionario en relación a la aportación de valor de cada uno de los *Venture Capital* que han financiado su empresa en el año 2015. Al ser los fundadores de la compañía, haber participado en su creación y posterior proceso de captación de la financiación conocerán perfectamente la situación de partida de la empresa para examinar su evolución. Además, tendrán relación con el equipo gestor de su empresa, y con el *Venture Capital* y su entorno, por lo que serán las personas adecuadas para valorar las aportaciones de valor de cada uno de sus inversores realizadas en el año 2015.

También son habituales los casos en los que las empresas son creadas por más de un emprendedor. Lo normal es que cada uno de los emprendedores tenga un tipo determinado de perfil, unos serán más tecnólogos, otros más comerciales, etc. En este caso, nosotros hemos optado por identificar a cada uno de ellos, para finalmente enviar el cuestionario a los que ocupan el puesto de gestor (CEO), ya que como hemos explicado anteriormente será la persona que disponga de la información más adecuada sobre la empresa y el rol del *Venture Capital* para poder contestar el cuestionario.

En otras ocasiones, puede darse la circunstancia de que la persona que está desempeñando las funciones de gerente no sea ninguno de los fundadores. El motivo puede ser debido a que desde el principio los fundadores hayan elegido a un profesional para ocupar ese cargo o que transcurrido un tiempo se haya tomado la decisión de delegar esa responsabilidad en una persona distinta a los fundadores. De nuevo esta persona, aunque no sea la fundadora, fue elegida por nosotros, por ser la más idónea, para completar el cuestionario.

En la emisión del “valor añadido” tenemos a la sociedad de inversión. El criterio para elegir la persona dentro de la sociedad que contestara el cuestionario desde la perspectiva del *Venture Capital* ha sido seleccionar a aquel profesional que tuviera dentro de su cartera de participadas a la empresa en cuestión o que en cualquier caso fuese el responsable de su seguimiento y/o participara en su consejo de administración. A partir de este momento nos referiremos a los dos agentes a los que se les ha enviado el cuestionario como:

- “CEO-emprendedor”: persona que dirige la empresa ya sea emprendedor o gestor profesional al margen de los fundadores, a la que nos hemos dirigido para que contestara el cuestionario para obtener la información de la empresa y su punto de vista respecto a la cuestión del “valor añadido” aportado por cada una de las sociedades de inversión de las que recibió financiación en el periodo seleccionado (año 2015).
- “Profesional del VC”: persona que trabaja dentro del *Venture Capital* que tiene relación y conocimiento con las empresas financiadas que ha contestado el cuestionario para recabar la información desde el punto de vista de la sociedad de inversión acerca de su participación en cada una de las empresas que financió en el periodo seleccionado (año 2015).

3.1.1.4. Ámbito temporal.

En primer lugar, hemos visto adecuado fijar un periodo de doce meses que coincida con un año natural, seleccionando a continuación el año 2015 como el ámbito temporal más adecuado para llevar a cabo nuestra investigación.

Descartamos tomar los 12 meses que conforman el año 2016 por dos motivos fundamentales. Uno de ellos es que como luego veremos hemos tenido que utilizar SABI⁴⁰ para extraer cierta información. SABI se nutre de fuentes públicas a partir de datos facilitados por las propias empresas. La presentación de la información concerniente a las empresas en el Registro Mercantil está sujeta a plazos legales, que además no siempre son cumplidos. Los datos relativos a 2016 se comenzarían a facilitar al Registro una vez las empresas cerrasen sus ejercicios fiscales, lo cual no se produce hasta bien avanzado el año 2017. Si hubiésemos optado por tomar el año 2016, en el momento en el que hubiésemos recurrido a SABI para extraer la información necesaria para crear nuestra base de datos hubiese sido muy probable que los datos de muchas de las empresas no hubieran estado disponibles. Esto habría dificultado enormemente o, directamente imposibilitado el haber podido completar nuestra base de datos con toda la información necesaria.

El otro motivo para descartar el año 2016 se debe a un tema conceptual. El elemento que queremos evaluar es el “valor añadido”. Desde que la aportación se comienza a realizar por parte del *Venture Capital* hasta que puede llegar a tener algún efecto en la empresa o en el emprendedor y/o su equipo gestor debe transcurrir un periodo de tiempo. Estimamos que, dado que el cuestionario se ha realizado entre mediados del segundo trimestre y finales del tercer trimestre de 2017, en caso de haber elegido el año 2016 no habría transcurrido el tiempo necesario para que comenzasen a manifestarse los efectos del valor añadido en el desempeño de la empresa y poder apreciar con claridad las distintas cuestiones incluidas en la encuesta

En base a este último argumento podríamos pensar que hubiese sido más adecuado seleccionar años anteriores al 2015. Es decir, bajo la premisa de que al haber transcurrido un mayor periodo de tiempo desde la realización de la operación de financiación hasta la recogida de datos mediante el cuestionario los efectos del “valor añadido” serían más palpables. Sin embargo, descartamos tomar años anteriores al 2015 por poderosos motivos prácticos y operativos, que explicaremos a continuación y que hubieran influido negativamente en la efectividad y alcance de la investigación.

Las empresas que reciben este tipo de financiación están sometidas a continuos y drásticos cambios. Por un lado, hay que tener en consideración que pueden participar en operaciones corporativas (compras o fusiones) que impliquen modificaciones sustanciales en las circunstancias en las que se aplica el “valor añadido”. Pueden afectar también al tipo y forma de relacionarse la empresa y la sociedad de inversión. Incluso pueden llegar a cambiar los interlocutores.

⁴⁰ SABI es la base de datos más completa de información financiera de España y Portugal, perteneciente a la empresa Bureau Van Dijk.

Por ejemplo, podría ocurrir que fruto de una operación corporativa o de reestructuración del equipo gestor el fundador-emprendedor dejara de estar en el accionariado de la empresa o ya no ocupara el cargo de director general (CEO). Si el emprendedor dejase de ser el gestor de la empresa, ya no estaría involucrado en la alta dirección y/o pasaría a tener una relación diferente con los inversores. También podría ocurrir que la persona que ocupaba el cargo de director general en el momento de recibir la financiación ya no sea la que lo desempeña en la actualidad.

Estas personas, al haber dejado de desempeñar su función durante un tiempo suficientemente amplio como para que su conocimiento de la evolución de la compañía ya no fuese el más adecuado para poder contestar el cuestionario con criterio. Además, en todas estas situaciones nos encontraríamos con la dificultad de que no podríamos identificar a la persona adecuada para contactarla para el envío del cuestionario.

Si nos fijamos en el otro grupo de agentes (profesionales del *Venture Capital*) que contestarían el cuestionario también existen importantes cuestiones de peso que desaconsejan preguntar a las sociedades de inversión por operaciones realizadas con anterioridad al 2015.

Este tipo de inversores son por definición financiadores temporales. Así, si hubiéramos seleccionado operaciones muy antiguas el porcentaje de empresas que ya no formarían parte de la cartera de participadas de los inversores en el momento de contestar la encuesta hubiera sido muy elevado. A partir de la salida del inversor de la compañía, este deja de realizar “aportaciones” y además deja de tener conocimiento de lo que ocurre dentro de la empresa. Por ambos motivos desde el *Venture Capital* no hubieran podido contestar el cuestionario adecuadamente.

Así, aunque hubiésemos sido capaces de identificar dentro del *Venture Capital* al profesional que fue responsable de la operación de financiación, del posterior seguimiento y finalmente de la desinversión, debido a que desde ese momento ya no tiene relación con la empresa carecería de la información suficiente como para poder responder el cuestionario de manera satisfactoria.

Por otro lado, también se dan situaciones de rotación de profesionales en los *Venture Capital*, por lo podría darse el caso de que la persona que hubiera sido la más adecuada para completar el cuestionario ya no formase parte de la sociedad de inversión. Por este motivo, no tendría sentido contactarle para que este contestara al no formar parte ya de ese *Venture Capital*. En otro caso, si lo tuviese que contestar la persona nueva dentro del *Venture Capital* que se ocupa de la empresa financiada ésta no dispondría de toda la información necesaria para evaluar el proceso de aportación de “valor añadido”.

Incluso, por el tiempo transcurrido nos podríamos haber encontrado con que la empresa o el propio *Venture Capital* hubiesen desaparecido lo que hubiera dificultado entablar el contacto para la toma de datos y el mantenimiento de la relación que diera opción a la “aportación de valor”.

En definitiva, debido a que investigaremos el “valor aportado” finalmente hemos seleccionado como marco temporal el año 2015. Así, habrá transcurrido un tiempo suficiente desde la realización de la inversión hasta la contestación de la encuesta (2015, todo el año 2016 y los meses del 2017 hasta que contesten la encuesta). Durante todo este periodo el *Venture Capital* habrá tenido tiempo suficiente para “aportar valor” en todas sus facetas y el “CEO-emprendedor” para percibir esa aportación sobre el desempeño de la empresa.

Finalmente, tenemos que decir que aparte de todos los argumentos a favor de la selección del año 2015 se da la circunstancia de que fue un año especialmente activo en el número de operaciones por lo que como luego veremos el tamaño final de la población es especialmente significativo.

3.1.1.5. Confidencialidad.

Queremos poner de manifiesto como cuando estábamos diseñando nuestra investigación temerosos de que las cuestiones de confidencialidad que rodean este sector pudiesen suponer un problema a la hora del diseño y recogida de información nos planteamos diversas opciones. Zheng (2011) explicó como los emprendedores frecuentemente tienen miedo de expresar sus sentimientos reales acerca de los VC que les han proporcionado la financiación.

Una de ellas fue que las cuestiones acerca de la aportación de valor se refiriesen a un inversor ideal, para no tener que contestar y poner de manifiesto la situación de ningún inversor en concreto.

Otra fue el que para evitar que el “CEO” tuviese reparos en contestar sobre uno u otro *Venture Capital* de los que hubiese recibido financiación barajamos la opción de que contestase dando su opinión sobre el conjunto de ellos. Lo mismo pensamos con respecto al “Inversor”, al plantearnos la opción de que en lugar de completar un cuestionario para cada una de las empresas lo hiciera en un único cuestionario contestando al mismo pensando en el conjunto de empresas que ha financiado.

Tras el análisis de estas opciones decidimos descártalas totalmente y continuar adelante con nuestra idea original de encuestar a cada “CEO-emprendedor” sobre cada *Venture Capital* y al “Profesional del *Venture Capital*” sobre cada una de las empresas acerca de cuál había sido la situación real de la “aportación de valor”, tomando medidas adicionales para mitigar el riesgo de que cuestiones de confidencialidad nos pudiesen ocasionar un bajo porcentaje de respuestas obtenidas. Finalmente, como luego veremos obtuvimos un alto porcentaje de respuestas que confirmaron que el diseño del cuestionario salvaguardó el requisito de la confidencialidad, transmitiendo la confianza necesaria para que facilitaran la información que se les preguntó e informándolos de que todos los datos serían manejados de manera agregada.

3.1.2. Definición de la población.

En base a las delimitaciones antes reseñadas procedimos a identificar cual es la población sobre la que se centrará nuestro estudio. Por un lado, nuestra población está formada por las empresas españolas que recibieron financiación por parte de un *Venture Capital* español durante el año 2015 y por otro lado las sociedades de inversión españolas que desarrollan su actividad de *Venture Capital* que han llevado a cabo esas operaciones de financiación en el año 2015.

La primera tarea a realizar para definir a quienes se encuestaría fue construir una base de datos que contuviera la totalidad de las operaciones de financiación realizadas en España en los últimos años. Aquí es donde nos encontramos con la primera gran dificultad ya que no existía una base de datos que agrupara todo este tipo de operaciones.

Prencipe (2017) ya menciona como a pesar de las historias que en ocasiones se publican y lo glamuroso del sector, lo cierto es que los inversores de VC tienden a operar en mercados opacos de los que muy difícilmente se consigue obtener información.

Para comenzar a definir la base de datos con las operaciones en primer lugar recurrimos a la publicación de ASCRI⁴¹. Esta asociación publica anualmente unos informes donde se enumeran todas las operaciones de financiación realizadas por sus asociados. A partir de los informes anuales de actividad de los años 2011 al 2016, construimos un primer listado con todas las operaciones realizadas por sus asociados desglosados por años. Debido a que detectamos que existían casos de inversores relevantes que no están asociados a ASCRI, vimos que era necesario completar la base de datos consultando otras fuentes que hacen seguimiento del ecosistema inversor, para ello acudimos a Webcapital Riesgo⁴², RECARI⁴³, Loogic⁴⁴ o El Referente⁴⁵.

Una vez tuvimos creada la base de datos a partir de la información recogida de las distintas fuentes mencionadas con todas las operaciones realizadas en el sector del año 2011 al 2016, procedimos a seleccionar el año 2015. Queremos recalcar de manera resumida los motivos antes expuestos para la elección del año 2015.

El primero es que considerábamos que habría transcurrido un periodo de tiempo suficiente desde la realización de la aportación de la financiación por parte del inversor hasta la realización de la encuesta para que el inversor hubiese tenido la oportunidad de poder realizar sus aportaciones. También que ambos agentes encuestados (CEO-emprendedor y Profesional del VC) hubieran podido observar cual había sido la aportación e involucración del *Venture Capital*, y la frecuencia de los contactos entre ambos. Además, en ese plazo también se podría observar cuál había sido la evolución de la empresa y si en ese desempeño de la compañía habría tenido influencia la aportación del *Venture Capital*.

Una vez tuvimos seleccionado el listado completo de operaciones realizadas en el año 2015, procedimos a realizar un trabajo de depurado con mayor detalle. Primero, eliminamos todas las operaciones realizadas por inversores extranjeros en empresas españolas y todas aquellas realizadas por inversores españoles en empresas extranjeras. El motivo era seleccionar únicamente las operaciones referidas al mercado nacional.

⁴¹ ASCRI: www.ascricapital.org es la Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión. Fundada en 1986 agrupa a más de 100 firmas nacionales de Capital Riesgo (Venture Capital y Private Equity) e inversores institucionales.

⁴² www.webcapitalriesgo.com aportan sus datos a ASCRI desde 1986 y entre 1991-2006 también suministraron datos sobre España a la European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA). Además ofrecen en un buscador más de 7.500 noticias del sector desde el año 2.000.

⁴³ www.recari.es Revista Española de Capital Riesgo. Publicación que con un criterio académico-científico, y desde una perspectiva multidisciplinar, se centra en el mundo del capital riesgo en particular, y del *corporate finance* en general.

⁴⁴ www.loogic.com Publicación que recoge las noticias del ecosistema emprendedor español

⁴⁵ www.elreferente.es es un diario especializado en informaciones relacionadas con emprendedores, startups e innovación.

Por último, se hizo una revisión final para eliminar aquellas operaciones que podían haber quedado en el listado y que no son propiamente operaciones del “tipo *Venture Capital*” en las que el inversor tuviese opciones de realizar aportaciones de valor añadido.

Finalmente, el listado quedó compuesto por 116 empresas que habían recibido financiación por parte de 36 inversores del tipo *Venture Capital*, pero dado que en más de una empresa había participado dos o más inversores el número total de operaciones alcanzó la cifra de 144.

3.1.3. Proceso de creación de la base de datos: cuestionario y variables.

Una vez tuvimos definido el objeto del estudio y cuál era la población pasamos a la siguiente fase que fue la identificación de las variables que nos permitirían llevar a cabo la evaluación de las hipótesis planteadas.

Por un lado, teníamos que caracterizar la empresa y su director general (el CEO-emprendedor). Por otro lado, la sociedad de inversión y el profesional que es responsable de las empresas financiadas (Profesional del VC). Además, debíamos evaluar la frecuencia de interacción entre ambos agentes para que surgieran las oportunidades de aportación de valor, que tipos de valor añadido y finalmente identificar otro grupo que nos permitiese definir la evolución y el desempeño de la empresa.

Tras una concienzuda revisión de la bibliografía creamos un primer esquema del cuestionario. Además, a la hora de plantear el estudio tuvimos siempre muy presente la peculiaridad de este sector con respecto a la ausencia de información pública detallada y a la confidencialidad de los datos manejados. En el diseño del cuestionario se cuidó especialmente este aspecto para no incluir elementos que molestasen o incomodasen a las personas que iban a recibir el cuestionario de manera que estos optasen por no contestar afectando negativamente a nuestro objetivo de recogida de información. Especialmente delicados resultaban los datos referentes a los estados financieros, los datos vinculados a las operaciones de financiación o cuestiones relacionadas con las rentabilidades. Por todo ello, tras un análisis de los pros y los contras se tomó la meditada decisión de no incluir en el cuestionario ninguna pregunta que solicitara datos que podrían considerarse “sensibles”, ya que además estos no resultaban determinantes para poder llevar a cabo nuestra investigación.

Como el objetivo era recabar información de ambos lados de la relación para poder tener los dos puntos de vista relacionados con el “valor añadido”, confeccionamos dos versiones del cuestionario. Cada una de ellas específica para ser enviada a cada uno de los dos agentes implicados, una al CEO-emprendedor y la otra al Profesional del VC. Para su mejora, este primer borrador lo sometimos a un proceso de evaluación con varios grupos de personas entre los que se encontraban representados inversores y emprendedores, y por otro lado investigadores y académicos.

Todos ellos nos dieron su opinión sobre la estructura del cuestionario, el tipo de preguntas incluidas, su semántica y su redacción, la facilidad para entender y comprender el sentido de las preguntas e incluso acerca de la duración y el esfuerzo exigido para rellenar el cuestionario.

Con todos los comentarios recibidos realizamos sucesivas depuraciones de las distintas versiones del cuestionario. Finalmente llegamos a la versión definitiva de los dos modelos, uno destinado a recabar datos de la empresa y del CEO-emprendedor (emprendedores-gestor); y otro a captar la información de las sociedades de inversión y el profesional que contestaba (Profesional del VC).

En el cuadro 9 podemos ver en color verde las variables que fueron incluidas específicamente en el cuestionario enviado a cada uno de los “CEO-emprendedor” que abarcan tanto aspectos de la empresa como propios a él referentes a su papel como gestor/fundador de la compañía. En color azul aparecen las cuestiones recogidas en el formulario enviado al Profesional del VC con variables referidas a la sociedad de inversión para la que trabaja (*Venture Capital*) y a él mismo.

En el cuadro pintadas de color marrón reflejamos las cuestiones que se incluyeron tanto en el cuestionario enviado al CEO-emprendedor como en el enviado al Profesional del VC, aunque con matices en la redacción de las preguntas para recoger el punto de vista de uno y otro agente de la relación. Nos referimos a la valoración de la importancia y la efectividad de los distintos conceptos que potencialmente puede aportar el *Venture Capital* como “valor añadido”; la frecuencia de interacción entre ambos agentes y la cuantificación de la efectividad de las aportaciones del *Venture Capital* sobre distintos parámetros de medición del desempeño de la empresa.

Cuadro 9: Estructura de los cuestionarios enviados a los CEO-emprendedores y a los Profesionales de los *Venture Capital*.

Cuestionario al CEO-emprendedor de la empresa					Cuestionario al Profesional del Venture Capital										
Características de la empresa financiada					Características de la sociedad de inversión										
Fase de desarrollo de la empresa	Tamaño del Consejo de Administración	Número de inversores del tipo Venture Capital dentro del accionariado	Desempeño de la empresa		Antigüedad	Volumen de fondos gestionados			Es inversor líder en la empresa financiada						
Características del CEO-emprendedor (fundador y/o gestor de la empresa)					Características del Profesional del VC										
Edad	Nivel formativo	Experiencia profesional previa	Experiencia emprendedora		Edad	Experiencia profesional previa	Experiencia dentro del sector del Venture Capital		Número de empresas de las que es responsable (portfolio)						
Importancia de la aportación de valor															
Contactos				Asesoramiento					Incentivos	Relación		Prestigio			
Nuevas fuentes de financiación	Potenciales clientes	Potenciales proveedores	Profesional es que se pudieran incorporar al equipo de la empresa	Pudieran prestar servicios profesionales a la empresa	Financieros	Estratégicos	Marketing y/o comerciales	Organización interna y procesos	Legales y fiscales	Técnicos / Tecnológicos	Impulsar mecanismos de compensación y/o motivación para el fundador y/o su equipo gestor	Papel como Mentor-Asesor-Consultor	Apoyo en cuestiones personales como confidente-asesor que repercutieran en la buena marcha de la empresa	Contribución a través de los Consejos de Administración, Juntas de Accionistas u otros canales de comunicación formal	Contribución a mejorar la percepción de la empresa frente a clientes, proveedores, financiadores, etc.
Efectividad de la aportación de valor															
Contactos				Asesoramiento					Incentivos	Relación		Prestigio			
Nuevas fuentes de financiación	Potenciales clientes	Potenciales proveedores	Profesional es que se pudieran incorporar al equipo de la empresa	Pudieran prestar servicios profesionales a la empresa	Financieros	Estratégicos	Marketing y/o comerciales	Organización interna y procesos	Legales y fiscales	Técnicos / Tecnológicos	Impulsar mecanismos de compensación y/o motivación para el fundador y/o su equipo gestor	Papel como Mentor-Asesor-Consultor	Apoyo en cuestiones personales como confidente-asesor que repercutieran en la buena marcha de la empresa	Contribución a través de los Consejos de Administración, Juntas de Accionistas u otros canales de comunicación formal	Contribución a mejorar la percepción de la empresa frente a clientes, proveedores, financiadores, etc.
Frecuencia media desde la inversión en la que el Venture Capital ha mantenido contacto con el fundador y/o su equipo gestor con el ánimo de realizar alguna aportación															
Evaluación de la efectividad de la aportación del Venture Capital sobre															
Ventas		EBITDA			Ejecución de la estrategia			Desarrollo de producto o servicio		Formación del equipo gestor					

Fuente: Elaboración propia

A continuación, procedimos a digitalizar las dos versiones definitivas de los cuestionarios. Para ello utilizamos la herramienta Google Drive para facilitar su posterior envío y recogida de los datos. En ambos cuestionarios con el objetivo de que el máximo número de encuestados lo rellenara aportando sus contestaciones, establecimos el orden de las preguntas bajo los criterios de ganarnos su confianza, le fuese más fácil entender el fin último de las preguntas, y a su vez le fuese rápido de

contestar al no exigirle ni mucho tiempo ni mucho esfuerzo. Para ello primero incluimos preguntas con menor trascendencia, seguidamente las que suponían mayor compromiso en términos de potencial confidencialidad y reflexión para su contestación y, terminamos con una serie de cuestiones de contestación inmediata.

Para agilizar el proceso no incluimos ninguna pregunta que exigiera a la persona que contestaba un esfuerzo de búsqueda de información adicional. Además, aquella información a la que podíamos tener acceso por ser de carácter público decidimos buscarla nosotros mismos y completar la base de datos sacando estas variables del cuestionario para reducir su extensión al mínimo imprescindible. Por último, gracias a la herramienta digital utilizada fue posible contestar el cuestionario en cualquier lugar y en cualquier momento, incluso desde un dispositivo móvil.

Aunque serán descritas con mayor detalle en siguientes apartados, seguidamente enumeramos las variables que conforman nuestra base de datos y la fuente utilizada para obtener cada tipo de información:

- Ubicación de la empresa: dato completado por nosotros a partir de información de SABI.
- Antigüedad de la empresa: dato completado por nosotros a partir de información de SABI.
- Sector de actividad de la empresa: dato completado por nosotros a partir de información extraída de internet, redes sociales, SABI, etc.
- Origen de los fondos gestionados por la sociedad de inversión: dato completado por nosotros a partir de información extraída de internet, redes sociales, SABI, etc.
- Foco sectorial de inversión de la sociedad de inversión: datos completados por nosotros a partir de información extraída de internet, redes sociales, etc.
- Ubicación de la sociedad de inversión en comparación con la compañía financiada: dato extraído por nosotros a partir de la información extraída de SABI y de internet.
- Incluidas en los cuestionarios enviados al CEO-emprendedor:
 - Fase de desarrollo de la empresa
 - Tamaño del consejo de administración
 - Número de inversores del tipo *Venture Capital* en el accionariado de la empresa
 - Desempeño de la empresa
 - Edad del CEO-emprendedor
 - Nivel formativo del CEO-emprendedor
 - Experiencia profesional previa del CEO-emprendedor
 - Experiencia emprendedora del CEO-emprendedor
- Incluidas en los cuestionarios enviados al Profesional del VC
 - Antigüedad de la sociedad de inversión
 - Fondos acumulados gestionados por la sociedad de inversión
 - Desempeña la sociedad de inversión el papel de inversor líder en la compañía financiada
 - Edad del Profesional del VC
 - Experiencia profesional previa del Profesional del VC
 - Experiencia profesional del Profesional del VC dentro del sector del *Venture Capital*
 - Número de empresas de las que es responsable el Profesional del VC (*portfolio*)

- Variables incluidas en los cuestionarios enviados al CEO-emprendedor y al Profesional del VC:
 - Importancia de los 16 ítems escogidos para medir la aportación de valor del *Venture Capital*
 - Efectividad de los 16 ítems escogidos para medir la aportación de valor del *Venture Capital*
 - Frecuencia media desde la inversión en la que el *Venture Capital* ha mantenido contacto con el fundador y/o su equipo gestor con el ánimo de realizar alguna aportación
 - Efectividad de la influencia de la sociedad de inversión sobre los 5 ítems escogidos para medir el desempeño de la compañía.

Una vez tuvimos definido el cuestionario, la siguiente tarea fue identificar a quién y cómo hacérselo llegar para que el porcentaje de respuestas validas fuese lo más alto posible. Recaltar que resultaba especialmente relevante el obtener información de los dos agentes implicados ya que estamos evaluando la aportación real de cada inversor en cada una de las empresas financiadas; el Profesional del VC que financió la compañía y el CEO-emprendedor fundador o gestor de la empresa financiada.

Para recabar la información desde el lado de las empresas, tuvimos que identificar a la persona que desempeñada el papel de CEO-emprendedor en las 116 empresas que conforman nuestra población. No fue tarea fácil saber quien desempeñaba las labores de CEO ni obtener su correo electrónico de contacto. Para ello tuvimos que buscar información en la página web de la empresa, rastrear pistas en internet a través de buscadores de noticias relacionadas con la empresa, o a través de redes sociales como LinkedIn o Twitter. En otros casos, si fue más fácil ya que a algunos de ellos les conocíamos personalmente y disponíamos de los datos de contacto.

En definitiva, de aquellos de los que conseguimos su dirección de contacto les enviamos un correo electrónico con un enlace al cuestionario; a otros se lo hicimos llegar a través de su cuenta de LinkedIn. A la gran mayoría de ellos hubo que llamarlos personalmente para explicarles el motivo y el objetivo del estudio, solicitarles su correo electrónico de contacto, y pidiéndoles a continuación su ayuda y colaboración a través de su contestación de los cuestionarios.

Recaltar que si en 2015 la empresa había recibido financiación de más de un *Venture Capital* se le envió al CEO-emprendedor un correo electrónico por cada una de esos *Venture Capital*, incluyendo un enlace diferente a un cuestionario específico a propósito de cada sociedad de inversión, para pedirle que contestara sobre el rol de cada uno de ellos.

La búsqueda de la persona de contacto dentro del grupo de los “Profesionales del VC” tampoco fue fácil debido a la poca información que aparece en buena parte de las páginas web de las sociedades de inversión. Hecho corroborado por Haro de Rosario et al. (2012) quién también llega a la conclusión de que la transparencia y el suministro de información es una de las tareas pendientes dentro de los operadores de capital riesgo en España, los agentes dentro de este sector argumentan que revelar ciertos tipos de datos sería perjudicial para su negocio debido a la gran cantidad de acuerdos de confidencialidad a los que están sujetos.

En cualquier caso, fuimos contactando con cada una de las sociedades de inversión identificadas. En una llamada telefónica se les explicó el objetivo del estudio y el motivo de porque solicitábamos su participación. A continuación, a la persona de contacto por ellos indicada como la más adecuada para los objetivos de nuestra investigación se le envió un correo electrónico con el enlace al cuestionario adaptado a cada una de ellos.

Si la sociedad de inversión había realizado más de una operación de financiación en el año 2015 se le remitió un correo electrónico por cada operación de financiación, incluyendo en cada correo el enlace al cuestionario que hacía referencia al papel de esa sociedad de inversión sobre cada empresa financiada en concreto. Hemos podido detectar como en ocasiones una misma persona dentro de la sociedad de inversión completaba todos los cuestionarios y en otras ocasiones los cuestionarios enviados a una misma sociedad de inversión eran contestados por personas diferentes. En cualquier caso, lo que se pretendía es que la persona que contestase el cuestionario fuese la que tuviera mayor relación en cada caso con cada empresa financiada. Ya que el objetivo de las preguntas era recabar información acerca de lo ocurrido realmente sobre la influencia del *Venture Capital* en cada una de las empresas financiadas en el año 2015.

En el correo electrónico enviado tanto a los “CEO-emprendedor” como a los “Profesionales del VC” se explicaba que los resultados de la encuesta se tratarían confidencialmente, los criterios de selección para informarles de los motivos por los cuales habían sido seleccionados para formar parte de nuestra población, el propósito del estudio y los criterios de evaluación.

La última semana de abril de 2017 se comenzó con la recogida de información con el envío de los correos electrónicos, 144 a “Profesionales del VC” y 144 a “CEO-emprendedores”, cerrándose el periodo de recepción de respuestas el 15 de septiembre de ese mismo año. A los que no iban contestando se les llegó a enviar hasta 5 recordatorios y en algunos casos fueron acompañados de sendas llamadas telefónicas.

A priori, pensamos que supondría un gran hándicap recibir contestaciones ya que se les preguntaba acerca de la aportación real de un *Venture Capital* en concreto sobre una Sociedad en concreto. Sin embargo, finalmente solo 6 “CEO-emprendedor” con los que contactamos personalmente nos indicaron su negativa a contestar por diversos motivos como no tener tiempo, no querer dar datos acerca de la evolución de su empresa, o argumentaron expresamente que estaban sujetos a cláusulas de confidencialidad que les impedían facilitar información. Por su parte, también fue anecdótico como en el caso de 3 sociedades de inversión no pusieron problemas en completar los cuestionarios sobre algunas empresas, pero sin embargo para otras compañías de su cartera de participadas manifestaron explícitamente su preferencia por no contestar.

Finalmente se obtuvieron 117 respuestas válidas de “Profesionales del VC” y 97 de “CEO-emprendedor”, lo que supone un porcentaje de respuesta del 81,3% y del 67,4% respectivamente.

Prueba de que finalmente se consiguió un diseño de los cuestionarios adecuado y adaptado a los requerimientos de este sector tan particular fue el alto porcentaje de respuestas conseguido. Además, otro motivo que también contribuyó significativamente es debido a nuestra experiencia profesional ya que eso supuso que previamente conociéramos personalmente y teníamos los contactos de una parte de los emprendedores y una buena parte de los inversores, cuestión que ha hecho que el porcentaje de respuestas se elevase considerablemente en comparación con lo que viene siendo

habitual en otros estudios. Esto supone una de las fortalezas principales de nuestra investigación, al haber conseguido datos de 35 de las 36 sociedades de inversión estando representadas todo el grupo de las más relevantes (Kibo, Inveready, Caixa, etc.); y las principales compañías financiadas.

Tabla 1: Descripción de la población y de las respuestas al cuestionario.

Ambito geográfico	España		
Año de las operaciones de financiación	2015		
Operaciones identificadas (tamaño población)	144		
	enviados	contestados	% contestación
Cuestionarios a Profesionales del VC	144	117	81,3%
Cuestionarios a CEO-emprendedor	144	97	67,4%
	Población	contestados	% contestación
Empresas	116	79	68,1%
Sociedades inversión	36	35	97,2%

Fuente: Elaboración propia

Cada contestación al cuestionario se volcaba en una hoja de cálculo. Posteriormente agrupamos todas las contestaciones de los CEO y los Inversores en una base de datos global. Finalmente procedimos a la codificación de las respuestas con un doble objetivo. Primero para que pudiesen ser compatibles con la base de datos y además para no hacer visibles los nombres de las personas, empresas y sociedades de inversión para mantener una absoluta confidencialidad de toda la información manejada.

3.2. Análisis descriptivo de la población y de la muestra.

En este apartado iremos enlazando la definición de los distintos conceptos que conformarán nuestra base de datos con los distintos apartados previos que componen esta investigación y especialmente con los apartados de definición del emprendedor, la empresa de nueva creación-*startup* y la sociedad de inversión y los profesionales que en ellas trabajan; para justificar el porqué preguntamos este tipo de cosas.

3.2.1. Aspectos vinculados con la empresa.

A partir de la revisión de la literatura hemos identificado una serie de características de las compañías que pueden condicionar las respuestas a los cuestionarios. Hemos visto como distintos autores explican cómo no todas las empresas tendrán un mismo comportamiento frente al valor añadido por el *Venture Capital*.

3.2.1.1. Ubicación.

Son muchos los autores que tienen en consideración la influencia de la situación de la compañía. Por ejemplo, Lerner (1995) argumenta que la localización de la compañía afectará e influenciará en su acceso a los diferentes *Venture Capital*. Elango et al. (1995) tienen en cuenta las diferencias geográficas al evaluar su influencia sobre el resto de las variables analizadas (criterio de inversión, el esfuerzo realizado en su seguimiento o la importancia de los servicios proporcionados por el *Venture Capital* a la empresa), distinguiendo entre diferentes regiones de Estados Unidos (*Massachusetts, Silicon Valley, New York, Northern California, Texas*, etc.).

Crvalho (2007) también tiene en cuenta la localización, por su parte Hsu (2004), Bartkus (2004) e Ivanov y Xie (2009) distinguen entre si la compañía está ubicada en Massachusetts o California; mientras que Du (2009) diferencia entre California, Massachusetts, Texas o New York. Bengtsson y Sensoy (2011) utilizan la clasificación por Estados (California, Massachusetts, Texas, New York y otros estados).

Gompers y Lerner (2000) crean cuatro zonas distinguiendo entre los dos estados con mayor actividad del país (California y Massachusetts) y el resto del territorio lo agrupa en dos zonas (toda la zona Oeste y toda la zona Este). Zarutskie (2008) diferencia entre cuatro grupos dejando por separado el estado de California y el resto lo agrupa en tres zonas (New England, Mid-Atlantic y South Atlantic). Kaplan y Strömberg (2004) establecen su clasificación en función de si la empresa se encuentra en California o en alguna de las otras tres áreas definidas como “Medio oeste”, “Noreste” y “Otras zonas de EEUU”.

Otro caso es el de Bonini et al. (2012), donde primero desagregan los datos en función de si la empresa se encuentra en Estados Unidos o Europa y posteriormente incluso distinguen entre diversos países europeos.

En el caso del investigador Arque-Castells (2012) para su investigación centrada en España adopta una segmentación en función de las 50 provincias españolas. Sin embargo, el criterio más utilizado para analizar el mercado español es su diferenciación en función de las distintas regiones autonómicas. Así, Rodríguez Gulías et al. (2015) enmarcan el criterio de la localización en virtud de si el domicilio de la empresa se encuentra en Cataluña, Madrid, Comunidad Valenciana, Andalucía o un grupo para el resto de regiones.

Nuestra clasificación fue realizada en función de la sede social de la empresa que figuraba en la base de datos SABI. En la tabla 2 vemos como se encuadran las empresas que componen la población, situándose a la cabeza la región de Cataluña (23,3%), seguida a gran distancia por Madrid (14,7%).

Es de destacar como regiones que cuentan con una sociedad de inversión de ámbito regional activa registran un mayor número de operaciones relevantes en su territorio. Es el caso de Galicia (13,8%) que cuentan con Xesgalicia y Vigo Activo; o Navarra (7,8%) y País Vasco (8,6%) con SODENA y Gestión de Capital Riesgo del País Vasco respectivamente.

Tabla 2: Clasificación de las empresas en función de la ubicación de su sede social.

Ubicación empresas	Nº	Porcentaje
Andalucía	3	2,6%
Aragón	1	0,9%
Asturias	4	3,4%
Canarias	1	0,9%
Castilla La Mancha	13	11,2%
Castilla y León	5	4,3%
Cataluña	27	23,3%
Comunidad de Madrid	17	14,7%
Comunidad Valenciana	4	3,4%
Galicia	16	13,8%
Islas Baleares	2	1,7%
La Rioja	1	0,9%
Navarra	9	7,8%
País Vasco	10	8,6%
Región de Murcia	3	2,6%
Total	116	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Un caso singular lo representa en esta ocasión Castilla La Mancha con el 11,2% del total de operaciones de la muestra, ya que la Sociedad de Desarrollo de Castilla La Mancha (SODICAMAN) estuvo especialmente activa en el año 2015.

3.2.1.2. Antigüedad.

Para poder caracterizar nuestra población otro dato relevante es la edad de las empresas que la forman, lo que nos permitirá medir los cambios en el comportamiento de la compañía financiada. Rosenbusch et al. (2013) indican como la edad de la empresa financiada es un factor relevante que condiciona el valor añadido, ya que las empresas más jóvenes implican un mayor grado de riesgo e incertidumbre. Esto es debido a que las empresas más consolidadas disponen de un histórico operativo que puede ayudar a evaluar su gestión, el contexto del mercado o las perspectivas de futuro, mientras que las más jóvenes carecen de esa información (Rosenbusch et al., 2013).

Por su parte, Bygrave (1987) señala que las empresas más jóvenes tendrán más probabilidades de caer, luego la edad en el momento de realizar la inversión por los *Venture Capital* puede ser tomada como un indicador del riesgo de la empresa. Robb y Watson (2012) también tienen en consideración la edad de la empresa, argumentando como las empresas más jóvenes tienen menos probabilidades de sobrevivir que las que tienen más años.

El año de la fundación de la empresa es utilizado por autores como Hsu (2004), Hsu (2006), Cravalho (2007), Hopp (2008) o Bjørnåli (2009). Por su parte, el dato de la edad de la empresa lo emplean autores como Gorman y Sahlman (1989), Ivanov y Xie (2009), Busenitz et al. (2004) o

Ferrer (2011) (edad en años); mientras que Bonini et al. (2012) y Rodríguez Gulías et al. (2015) emplean el logaritmo de la edad de la empresa en años medido desde su constitución.

La medición del número de años transcurridos desde la fundación de la empresa hasta la fecha de toma de datos para su estudio es empleada por Hellmann y Puri (2000, 2002), Celikyurt (2009) o Alemany y Villanueva (2014) (logaritmo de la edad de la compañía desde su fundación a la fecha de contestación de las encuestas). Así, Hellmann y Puri (2000, 2002) o Arqué-Castells (2012) toman el “*Time to VC*” al medir el tiempo desde el nacimiento de la empresa hasta la fecha en que consigue obtener la financiación de un *Venture Capital* por primera vez.

Otra medición empleada es el año en el que la empresa recibió la financiación externa Hsu (2006). Gompers (1995) incluye la edad de la empresa cuando recibe la financiación, argumentando que las empresas con mayor antigüedad tendrán más información disponible para que sea evaluada por los profesionales de los *Venture Capital*, lo que contribuirá a disminuir la asimetría de la información. Hopp (2008) mide la edad de la empresa financiada en cada aportación de capital, que es calculada como la diferencia entre la fecha de su fundación y la fecha de inyección del capital. En el estudio de Hsu (2007) incluye tanto la edad de cuando recibió su primera ronda de financiación de un *Venture Capital* como la edad de cuando la empresa realizó su salida al mercado bursátil (OPV) medidas ambas en años por diferencias de las fechas de estos eventos con respecto a su fundación. Arthurs y Busenitz (2006) toman la edad de la empresa en la fecha de la OPV.

Los que tienen en consideración la fecha de constitución de la compañía pueden recoger elementos externos que afecten a la creación y posterior evolución de la empresa. Por ejemplo, de si se trata de un año afectado por una crisis financiera, bursátil, política, por la disponibilidad de recursos para la financiación de las empresas, por tendencias en los mercados o gustos de los consumidores, etc. Si lo que tomamos es el periodo de tiempo transcurrido desde su fundación, veremos la edad de las compañías, pues el hecho de ser una empresa más o menos joven puede afectar al resto de variables analizadas.

La fecha de creación legal de la empresa debe ser tomada como el nacimiento de la compañía. Sin embargo, es cierto que este tipo de empresas pueden tener otros eventos significativos que podrían ser tomados como referencia para medir el inicio de su actividad. Hay compañías que se constituyen legalmente pero que no inician su actividad hasta que no consiguen financiación, no entran en un “vivero” o “programa de aceleración o mentorización” o incorporan a su primer empleado. En otros casos, puede darse la circunstancia de que “la empresa” esté desarrollando su actividad sin que todavía se haya constituido legalmente, de manera que cuando ya se crea arranque con un estado de madurez mucho más avanzado de lo que le correspondería para “su edad legal”. Podríamos considerar que estos hitos podrían ser más representativos para ser tomados como momento “0” del origen de su actividad. Sin embargo, esta información no resulta de fácil acceso, ya que no es pública y además estos eventos podrían ser diferentes para cada uno de los tipos de empresa o incluso cambiantes o dinámicos.

En este sentido Reynolds (2017) expone como al menos existen cinco formas para determinar el momento en el que se crea la empresa; estos serían: 1) cuando lo decide el fundador; 2) cuando se hace la primera transacción económica relacionada con la puesta en marcha de la empresa; 3) cuando se inscribe en algún registro oficial; 4) cuando se realiza el primer contrato laboral; y 5) cuando se genera el primer beneficio.

Por todos estos motivos para este estudio hemos optado para medir la edad haciendo la diferencia entre la fecha de cierre para la recepción de contestaciones (15/09/2017) y la fecha de constitución legal de la empresa, que hemos recogido de la base de datos SABI. El dato obtenido en días lo hemos transformado en años y asignado a uno de los 4 grupos siguientes:

Tabla 3: Clasificación de las empresas en función de su edad.

Edad de la empresa	Nº	Porcentaje
Menos de 3 años	21	18,1%
Entre 3 y 5 años	57	49,1%
Entre 6 y 10 años	21	18,1%
Más de 10 años	17	14,7%
Total	116	100,0%

Fuente: Elaboración propia

El grupo más numeroso es el de aquellas empresas que tienen entre 3 y 5 años (49,1%), seguido con el mismo número los grupos de empresas que tienen menos de tres años y las que tienen entre 6 y 10 años, en ambos casos con un 18,1%.

Tabla 4: Clasificación de las empresas en función de si tienen menos o más de 6 años.

Edad de la empresa	Nº	Porcentaje
Menor de 6 años	78	67,2%
Mayor de 6 años	38	32,8%
Total	116	100,0%

Fuente: Elaboración propia

La gran mayoría de las empresas se encuentran en el grupo de menos de 6 años (67,2%), frente a las que tienen más de 6 años (32,8%). Esto deja entrever, como fundamentalmente los *Venture Capital* financian a empresas jóvenes (*startups*).

3.2.1.3. Sector de actividad.

Robb y Watson (2012) para la realización de su investigación tienen en consideración el sector de actividad al que pertenece la empresa. A través de la revisión bibliográfica hemos podido observar como distintos autores establecían diferentes parámetros en sus estudios para clasificar las empresas investigadas (ver cuadro 10), o Arqué-Castells (2012) que hacía una clasificación en función del CNAE de la empresa. Nosotros hemos establecido un criterio de clasificación adaptado a partir de la información recogida en la tabla 5 al considerar que se adapta mejor a las características de las empresas que forman la población de nuestro estudio.

En el cuadro 10 incluimos distintas clasificaciones de los posibles sectores de actividad que utilizaron distintos autores para clasificar las empresas que formaban parte de su estudio.

Cuadro 10: Clasificaciones de los sectores de actividad de las empresas.

Sapienza et al. (1996)	Sorenson y Stuart (2001)	Bottazzi y Da Rin (2002)	Kaplan y Strömberg (2004)	Hsu (2004)	De Clercq y Sapienza (2006)	Hsu (2006)	WebCapital Riesgo
Manufacturing Energy/nat. resource	Biotechnology Computers	Telecom Computer	Biotech Internet	Internet services Software	Communications Computer and electronics	Biotechnology Software Electronic equipment	Informática Otros Electrónica
Medical/health Agriculture Consumer products	Communication Consumer Energy	Manufacturing Biomed Electronics	IT/Softw, Other Telecom Healthcare Retail Other Inds.	Medical Devices Biotech Communications Others	Biotech and medical Resources Services Consumer Other	Industrial equipment Scientific/medica l instruments	Prod. y Servicios Industriales Productos de Consumo Agricultura/Ganadería/Pesca Energía/Recursos Naturales Química/Plásticos
Computer related Biotechnology Chemicals /plastics Financial services Electronics	Industrial Medical Other	Other					Construcción Medicina/Salud Hostelería/Ocio
Alemany y Martí (2007 y 2006)	Sorensen (2007)	Balboa et al. (2007)	Huyghebaert y O'Donohoe (2007)	Hochberg et al. (2007)	Cumming (2007)	Zarutskie (2008)	
Raw materials Industry Trade Services Technology	Communications Computer Electronics Biotech Medical	Raw materials Industry Technology Services Trade	Computer software Manufacturing Medical instruments /devices Communications /media Computer hardware Electronics Telecommunications Other	Biotechnology Communications and media Computer related Medical/ health / life science Semiconductors / other electronics Non-high technology	Biotechnology / Medical Computer Internet Communications Semiconductor	Biotech Medical Computers Communications Semiconductors Non-High Technology	Comunicaciones Biotechnol./Ing. Genética Automatización Industrial Servicios Financieros Otros Servicios Otros Transporte Otros Producción
Hopp (2008)	Du (2009)	Gompers et al. (2009)	Bengtsson y Sensoy (2011)	Bonini et al. (2012)	Dahiya y Ray (2012)	Reiner (2013)	ASCRI
Biotech Consulting Electronics Industrial products Industrial services Internet / E- commerce Medial products Media & Communication Software	Non-High-Technology Biotechnology Communications and Media Computer Related Medical/Health/Life Science Semiconductors/Other Electronics	Internet and Computers Communications and Electronics Business / Industrial Consumer Energy Biotech and Healthcare Financial Services Business services All other	Biotech Media industries High tech Life-Science Other industries	Computer Medial Other	Biotechnology Communications/media Computer hardware Computer software Consumer related Industrial/energy Internet specific Medical/health Other products Semiconductors	Internet & Computer BioTech. & Healthcare Comm. & Electronics Consumer Industrials Financial Services Business Services Others	Ciencias de la vida / Life Sciences Industrial y otros / Industry and others TIC y Digital / ICT

Fuente: Elaboración propia

En función de la información extraída de las páginas web de las empresas, de sus perfiles en las redes sociales y completándola con otras fuentes digitales y no digitales se procedió a realizar su clasificación en función de la actividad principal de la compañía.

Hemos decidido asignar nosotros mismos a cada empresa el sector que le corresponde. El objetivo ha sido no incluirlo en los cuestionarios enviados a los dos agentes para simplificarles su realización y evitar posibles errores en sus criterios de asignación de la actividad a cada una de las categorías de los sectores.

Tabla 5: Clasificación de las empresas en función de su actividad principal.

Sector empresa	Nº	Porcentaje
Energías limpias/ renovables	4	3,4%
Biotecnológica - Dispositivos médicos	23	19,8%
Desarrollo de software y / o aplicaciones para móviles	36	31,0%
Comercio electrónico	27	23,3%
Hardware	6	5,2%
Industrial – Manufacturera	7	6,0%
Otros	13	11,2%
Total	116	100,0%

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 5 vemos la clasificación de las 116 empresas que componen la población en función de los distintos sectores. Se aprecia como el grupo más numeroso lo componen aquellas que realizan “Desarrollo de software o aplicaciones para móviles (31,0%)”, seguido por el grupo de “Comercio electrónico (23,3%)”.

Tabla 6: Clasificación de las empresas en función de si pertenecen al sector de desarrollo de software o comercio electrónico u otros sectores

Sector empresa	Nº	Porcentaje
Software y Comercio electrónico	63	54,3%
Otros	53	45,7%
Total	116	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Además, se observa en la tabla 6 como las empresas que desarrollan su actividad dentro del sector digital son mayoría (54,3%) frente al grupo formado por el resto de sectores.

3.2.1.4. Fase de desarrollo.

Dentro de este criterio queremos evaluar en qué estado de desarrollo se encontraba la empresa en el año 2015 cuando recibió la financiación del inversor sobre el cual tiene que completar el cuestionario.

Hemos podido ver diferentes criterios de clasificación utilizados por distintos autores como Elango et al. (1995) que distinguen entre distintas fases “*Earliest*”, “*Early*” y “*Late stage*”; Alemany y Martí (2006) que los clasifica en “*Early*”, “*Expansion*” y “*Late*”; Sapienza y Timmons (1989) distingue entre “*seed*”, “*start-up*”, “*first stage*”, “*restart-up*”, “*expansion*” y “*bridge/acquisition*”; o Cumming et al. (2005), que diferencian entre “*seed*”, “*early*” y “*expansión*”.

Hopp (2008) también recoge información acerca de las diferentes fases de desarrollo de la empresa cuando la inversión fue realizada, utilizando las categorías de “*Start Up/Seed*”, “*Early Stage*” y “*Late Stage*”, Gompers (1995) empleaba los grupos de “*Start Up/Seed*”, “*Early Stage*”, “*Expansion*”, “*Later Stage*” y “*Otros*”. Gorman y Sahlman (1989), Rosenstein et al. (1993) y Sapienza et al. (1996) diferencian entre “*early stage*” y “*late stage*”.

Los autores Bonini et al. (2012) optan por clasificar las empresas en “*startup*”, “*expansión*” y “*later*”. MacMillan et al. (1988) emplean “*Seed*”, “*Startup*”, “*Growth*”, y “*Later*”. Hochberg et al. (2007) diferencian entre “*seed*” o “*early stage*”.

Otra clasificación interesante es la empleada por Gompers y Lerner (2000) en la que clasifica las empresas en función de su “fase de inversión”. Así, distingue entre “*Startup*” cuando la empresa tiene un plan de negocio esquemático, y el producto o servicio se encuentra en sus fases preliminares; “*Development*”: el producto o servicio ya se encuentra en curso, pero todavía la empresa no está generando ingresos por las ventas; “*Beta*”: para empresas especializadas en el campo de las tecnologías de la información, donde la fase beta se produce cuando el producto está siendo testado por un número limitado de usuarios pero no está disponible para las ventas generalizadas. Por su parte en las compañías de las ciencias de la vida, “*Beta*” es sinónimo de que el fármaco o medicamento se encuentra en pruebas clínicas en humanos o el dispositivo médico está siendo testado; “*Shipping*”: el producto o servicio está siendo vendido a los clientes y la empresa está obteniendo ingresos por esas ventas, pero los gastos todavía son superiores a los ingresos; “*Profitable*”: la empresa está vendiendo sus productos o servicios y las ventas están generando unos resultados positivos; “*Restart*”: se produce una recapitalización de la compañía a una valoración reducida, acompañada de un cambio sustancial en el foco de sus productos o estrategia de marketing.

Björnåli (2009) utilizó cinco categorías: “*Early phase*”: evaluando el potencial comercial y la fortaleza de su propiedad intelectual, que pudiendo ser patentada o no, esa tecnología será la base del producto o servicio; “*Development phase*” el producto o servicio está siendo desarrollado, está siendo introducido en el mercado muy limitadamente y los ingresos son muy bajos; “*Startup / introduction phase*”: el producto o servicio está siendo introducido gradualmente en el mercado; “*Growth phase*”: la empresa está creciendo rápidamente y será necesaria inversión para impulsar su desarrollo, el producto y servicio puede ser introducido en diversos mercados y las ventas se están incrementando; “*Maturity phase*”: las ventas se han vuelto planas, con un estancamiento en su crecimiento ya que la empresa ha alcanzado todos los clientes potenciales en los mercados objetivos.

Tras revisar distintas clasificaciones empleadas por los diferentes autores finalmente hemos optado por la utilizada por Alemany y Villanueva (2014) ya que consideramos que es la que mejor se adapta a nuestra casuística.

Así, en el cuestionario enviado a los responsables de las empresas financiadas que tienen la responsabilidad de su gestión y/o tienen relación con sus inversores (CEO-emprendedor) se incluyó la pregunta “¿En qué estado de desarrollo se encontraba la empresa en el año 2015 cuando recibió la financiación de este inversor?”, pidiéndoles que asignaran una de las 8 posibilidades de la clasificación de Alemany y Villanueva (2014).

De los 97 cuestionarios contestados se correspondían con 79 compañías. Recordar que se daba el caso de que una empresa hubiera recibido inversión por parte de más de un *Venture Capital*, por lo que se le pidió que completara un cuestionario por cada uno de ellos. En la tabla 7 vemos que el grupo más numeroso se corresponde con “Ventas por debajo de 500.000€” (21,5%).

Tabla 7: Clasificación de las empresas en función de su estado de desarrollo.

Estado de la empresa	Nº	Porcentaje
Producto o servicio en fase de "Prueba de concepto"	13	16,5%
Producto o servicio en fase de "Prototipo"	14	17,7%
Producto o servicio en fase de "Desarrollo"	9	11,4%
Producto o servicio "Preparado para su comercialización"	7	8,9%
Ventas del producto o servicio en 2015 < 500.000€	17	21,5%
Ventas del producto o servicio en 2015 entre 500.000 y 1.000.000 €	8	10,1%
Ventas del producto o servicio en 2015 > 1.000.000€	11	13,9%
Ninguna de las anteriores	0	0,0%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

A continuación, hemos realizado una agrupación de empresas en función de si estás tenían ventas en el momento de recibir la financiación en el año 2015. En el otro grupo incluimos el resto de empresas que en ese momento no habían realizado ventas (54,4%), siendo este último grupo ligeramente más numeroso que el primero (45,6%).

Tabla 8: Clasificación de las empresas en función de si han tenido ventas o no.

Estado de la empresa	Nº	Porcentaje
Con ventas	36	45,6%
Sin ventas	43	54,4%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

3.2.1.5. Tamaño del consejo de administración.

El consejo de administración es el lugar donde formalmente se tratan los asuntos relevantes de las empresas. Lo habitual es que con la entrada de los *Venture Capital* se contribuya a la profesionalización de las empresas y una de las medidas que se suele tomar es la instauración de esta forma de gobierno corporativo en el caso de que la compañía no lo tuviera.

Para poder ejercer el control y monitorización habitualmente es un requisito el que los *Venture Capital* exijan tener al menos un puesto en el consejo. Además, muy frecuentemente se propiciará un entorno para que bien directamente durante la celebración de los consejos o indirectamente a partir de ellos se den las condiciones adecuadas para que potencialmente los *Venture Capital* puedan llevar a

cabo sus diferentes aportaciones. Por este motivo, nos ha parecido adecuado proceder a la toma de datos sobre esta cuestión.

Según Rosenstein (1988) las empresas de alta tecnología que han recibido financiación de los *Venture Capital* se caracterizan por tener un consejo de administración con un alto poder relativo en su gestión. Este poder no se circunscribe únicamente al dinero aportado que se refleje en una concentración de la propiedad de las participaciones de la empresa, sino que va más allá abarcando aspectos de conocimiento y experiencia por parte de los *Venture Capital* y acceso a importantes contactos (Rosenstein, 1988).

Bjørnåli (2009) indica como el papel desempeñado por los consejeros en este tipo de empresas es especialmente importante para incrementar la flexibilidad de su estrategia, facilitando a la empresa su crecimiento y supervivencia. Incluso las teorías de recursos (“*Resource theories*”) han sido utilizadas para argumentar una relación positiva entre el tamaño del consejo y el desempeño financiero. Bjørnåli (2009) ve una relación de dependencia en el hecho de que los consejeros ayuden a las empresas a establecer vínculos con el entorno exterior con el fin de conseguir diferentes recursos, y los consejos de administración más grandes realizarán esta tarea mejor que los más pequeños. Los más grandes tendrán más contactos o conexiones con otras partes interesadas, otros consejos de administración y otras organizaciones. Estas incrementarán sus posibilidades de recibir nueva información y obtener nuevos conocimientos y perspectivas para ayudar a solventar los retos no rutinarios (Bjørnåli, 2009).

La medición del tamaño del consejo de administración ha sido empleada por autores como Sapienza et al. (1996), Celikyurt (2009) o Bjørnåli (2009). Por ejemplo, Rosenstein (1988) distinguía entre pequeño (3-5 miembros) o grandes; y Rosenstein et al. (1993) entre de “0 a 9” o “más de 9”. Fried et al. (1998) en su investigación tienen en cuenta el tamaño del Consejo en la influencia de la implicación del *Venture Capital* en la estrategia y el posterior desempeño de la empresa.

Finalmente hemos optado porque la vía para tomar este dato fuese la inclusión en el cuestionario enviado a los “CEO-emprendedor” de la pregunta “¿Cuál es el tamaño del consejo de administración de esta empresa?”; dándoles a escoger entre 5 opciones que podemos ver en la tabla 9. Por este motivo únicamente disponemos de los datos de aquellas empresas que completaron la encuesta.

Tabla 9: Clasificación de las empresas en función del tamaño de su consejo de administración.

Tamaño Consejo Administración de la Empresa	Nº	Porcentaje
0 miembros, la sociedad no se administra por un consejo de administración	15	19,0%
Hasta 3 consejeros	14	17,7%
4 o 5 consejeros	29	36,7%
Hasta 7 consejeros	16	20,3%
8 o más de 8 consejeros	5	6,3%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

El tamaño más frecuente es del de 4 o 5 consejeros (36,7%), seguido por hasta 7 consejeros (20,3%). Llama la atención como existe un grupo significativo (19,0%) de compañías que se gestionan sin consejo de administración.

Tabla 10: Clasificación de las empresas según el tamaño de su consejo de administración.

Tamaño Consejo Administración de la Empresa	Nº	Porcentaje
Sin Consejo de Administración	15	19,0%
Hasta 5 consejeros	43	54,4%
Más de 5 consejeros	21	26,6%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

De la tabla 10 extraemos la conclusión de que el grupo más numeroso es el de las empresas que tienen consejo de administración, pero con un limitado número de consejeros (hasta 5: 54,4%) de manera que la gestión de este órgano de administración sea más operativo que si estuviese formado por un mayor número de miembros (más de 5 consejeros: 26,6%).

3.2.1.6. Número de inversores del tipo *Venture Capital* en el accionariado.

En el apartado “Sindicación (Coinversión)” de este estudio tratamos el tema de la sindicación, situaciones en las que más de una sociedad de inversión participa en la financiación de una empresa. Abordamos según la perspectiva de distintos autores los motivos que pueden empujar a los *Venture Capital* a tomar parte de escenarios de coinversión. Entre ellos se encontraba la potencialidad de que surgieran opciones y situaciones de “valor añadido” adicionales, convergentes o superpuestas. Por este motivo, hemos estimado oportuno caracterizar esta situación dentro de nuestra población. Este hecho podría medirse como la cantidad total de financiación que ha recibido la empresa de cada uno de ellos o bien como el número de *Venture Capital* que ha aportado fondos.

Hellmann y Puri (2000) toman como referencia la cantidad de inversión recibida por parte de los inversores. Sin embargo, este dato es uno de los más delicados de obtener dadas las condiciones de confidencialidad y hubiera sido muy difícil conseguir respuestas sobre esta cuestión. Incluso en algunas ocasiones algunos inversores pueden haber realizado operaciones en las que aporten dinero de la financiación vía capital (*Equity*) o bien mediante algún tipo de formato de préstamo, que continuará como préstamo o que puede estar sujeto a alguna forma de conversión a capital.

Nosotros optamos por considerar el número de *Venture Capital* que se encuentran dentro del accionariado de la compañía. El objetivo de este parámetro era evaluar el hecho de que puedan existir diferencias en función del número de inversores del tipo *Venture Capital* que se encuentren dentro del accionario de la empresa encuestada.

Autores como por ejemplo Cravalho (2007), Park y Steensma (2012) o Bonini et al. (2012) también han tenido en cuenta este factor midiéndolo como el número de distintas compañías de *Venture Capital* que han financiado las empresas que formaban parte de sus estudios.

Para recabar la información esta cuestión fue incluida en la encuesta enviada al “CEO-emprendedor”, solicitándole que encasillará a su compañía en uno de los tres grupos que aparecen en la tabla 11.

Tabla 11: Clasificación de las empresas en función del número de *Venture Capital* en su accionariado.

Número de Venture Capital que se encuentran en la empresa	Nº	Porcentaje
Un único VC	29	36,7%
2 o 3 VC	44	55,7%
Más de 3 VC	6	7,6%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

El grupo más numeroso es el de aquellas empresas que cuentan en su accionariado con dos o tres *Venture Capital* (55,7%), seguido por aquellas otras que únicamente tienen uno (36,7%).

Tabla 12: Clasificación de las empresas en función de si cuentan con uno o 2 *Venture Capital* o con más de 2.

Número de Venture Capital que se encuentran en la empresa	Nº	Porcentaje
Un Venture Capital	29	36,7%
Dos o más de dos Venture Capital	50	63,3%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Para poder analizar los distintos comportamientos con respecto a la aportación de valor hemos clasificado las empresas en dos grupos, en función de si tienen en su accionariado un único accionista o si por el contrario tienen dos o más de dos. El motivo es ver si pueden existir variaciones cuando más de un *Venture Capital* puede participar potencialmente en la aportación de valor. Resultando que el 63,3% de las empresas cuenta con 2 o más *Venture Capital*, lo que nos permite ver como en el mercado español es muy habitual el que se lleven a cabo operaciones de financiación compartidas.

3.2.1.7. Desempeño.

El objetivo es poder evaluar cual ha sido la evolución de la empresa desde que se materializó la operación de financiación. En primer lugar, la reflexión se sitúa en cuales deben ser las variables más adecuadas para definir el desempeño de la empresa. A continuación, citamos algunas de las referencias bibliográficas que hemos ido encontrando durante la fase de marco teórico.

Bottazzi y Da Rin (2002) utilizan para caracterizar las empresas variables financieras que reflejan la situación del negocio y su estratégica como son el número de empleados, las inversiones realizadas

(CAPEX), las ventas, el porcentaje de ventas en exportación, los activos intangibles, los gastos en I+D, los gastos en I+D en relación a los activos, el endeudamiento, el capital social, etc.

Otro ejemplo podría ser el trabajo realizado por Baum y Silverman (2004) en el que para evaluar el desempeño de las *startups* emplean 6 dimensiones. Las tres primeras serían ingresos, gasto en I+D y el número de empleados dedicados a actividades de I+D. Estas, las cuantifican en crecimiento año sobre año en términos absolutos y no en porcentajes, ya que precisamente debido a las características de este tipo de empresas serán muchos los datos que podrían tener un valor de “0”. Las variables cuarta y quinta están relacionadas con el número de patentes solicitadas y concedidas. Estas 5 variables evalúan la generación de ingresos, la inversión en innovación y la capacidad innovadora, el éxito en la captación de capital humano, y el desarrollo de la propiedad intelectual. Por último, la sexta variable mide la supervivencia de la empresa o si por el contrario se ha visto obligada a cerrar.

Alemany y Martí (2005) utilizan la tasa de crecimiento anual en ventas, el margen bruto, el volumen total de activos, los activos intangibles y los empleados. Posteriormente, Alemany y Martí (2006) realizan un estudio en el que el objetivo es proporcionar evidencias de los efectos de las características de algunos *Venture Capital* sobre la evolución en el tiempo de las empresas de su *portfolio* a través de una metodología de datos panel. Utilizan como variables el crecimiento absoluto año a año en ventas, en EBITDA, el empleo y los activos intangibles.

Alemany y Martí (2007) en su trabajo en el que analizan si el crecimiento en la productividad de las empresas españolas financiadas por los *Venture Capital* en comparación con las que no han recibido este tipo de financiación utilizan como indicadores las ventas constantes (base 2001) con relación al número de empleados, los costes de los empleados y el total de activos. En su muestra de 18 empresas encontraron que la productividad de la mano de obra es estadísticamente más alta en las empresas financiadas por los *Venture Capital* en los sectores de la industria, comercio y servicios, mientras que la productividad del capital es superior en todos los sectores salvo el de materias primas.

En la investigación realizada por Ferrer (2011) para evaluar la evolución de las empresas financiadas y no financiadas por los *Venture Capital* utiliza variables como el tamaño de la empresa medido por el número de empleados, las ventas, el flujo de caja, el EBITDA, los activos intangibles o el endeudamiento total, separándolo también entre la deuda a corto plazo y a largo plazo.

Fredriksen et al. (1999) utilizan el crecimiento en ventas, en cuota de mercado, en rentabilidad y en financiación desde la fundación de la empresa. En cuanto al producto también tienen en consideración la calidad del producto o servicio, su grado de innovación y la satisfacción de los clientes.

Otro ejemplo, es el estudio realizado por Arque-Castells (2012) en el que analiza como los *Venture Capital* estimulan las invenciones en España. Para ello tiene en consideración si exporta o no la empresa, la ratio de liquidez, el apalancamiento para ver si estas actividades se financian con recursos propios o a base de endeudamiento. También emplea la tasa media del crecimiento de las ventas, del crecimiento del beneficio en los dos años siguientes a la consecución de la financiación del *Venture Capital* en comparación con los dos años precedentes a ese hito. Además, evalúa el número de patentes antes y después de recibir la financiación; o el total de activos o de empleados.

Para medir la situación de la empresa Hsu (2007) utiliza el valor en libros de los activos y la cifra de ventas. Busenitz et al. (2004) utilizan las ventas de la empresa en el año de la primera ronda de financiación en comparación con la de los sucesivos años siguientes a ese hito.

Bonini et al. (2012) y Bjørnåli, (2009) utilizan el número de empleados a tiempo completo que trabajan en la empresa. Mientras que Hsu (2006) usa el número de empleados y el número de patentes solicitadas, o como Barney et al. (1996) miden el desempeño a través de la ratio ingresos por empleado.

Además del volumen de ventas y beneficios netos MacMillan et al. (1988) evalúan el desempeño de la compañía teniendo en cuenta la cuota de mercado, el retorno de la inversión y la influencia de las características del equipo gestor.

A priori, las variables financieras deberían ser las que mejor cumplieren este objetivo. Sin embargo, cuando evaluamos tomar indicadores exclusivamente financieros los descartamos por varios motivos. En primer lugar, por un tema de confidencialidad. Como hemos mencionado reiteradamente en este documento se trata de un sector con cierta opacidad y donde se guardan criterios de confidencialidad muy exigentes.

Si hubiésemos optado por incluir en la encuesta a enviar tanto al “CEO-emprendedor” como al “Profesional del VC” que indicasen datos cuantitativos relativos a su cuenta de pérdidas y ganancias (cifra de ventas, márgenes, EBITDA o el beneficio neto,...) o del balance (patrimonio neto, activos, etc.) o datos como la cuota de mercado, patentes o similares, éstos con una alta probabilidad se hubieran negado a contestar el cuestionario argumentando temas de confidencialidad. Por lo que no hubiésemos podido recabar datos. Behrens (2007) explica como la información acerca del desempeño de las empresas financiadas por los *Venture Capital* es infrecuentemente publicada.

Además, pudimos apreciar en los test realizados para el diseño de los cuestionarios como un alto porcentaje de las personas que participaron en ellos se mostraban contrarias a la idea de compartir e indicar en un cuestionario datos y cifras acerca de sus estados financieros.

Si para evitar el hándicap de la confidencialidad hubiésemos optado por recurrir a fuentes públicas como SABI o el Registro Mercantil para recabar la información nos hubiéramos encontrado también con dificultades. Por ejemplo, hay muchas empresas que no presentan sus cuentas y por tanto no estarían accesibles públicamente. Otras no suelen ser especialmente ágiles a la hora de presentarlos para que posteriormente estén disponibles en bases de datos públicas. En otras ocasiones, aún presentándolas podríamos encontrarnos con que estas empresas dividen sus negocios y actividades en diversas sociedades mercantiles siendo materialmente imposible discernir entre ellas para identificar los datos adecuados. Por otro lado, dado que estamos analizando el año 2015, en el caso de que si hubiesen estado disponibles esos datos de todas las empresas para ese año luego hubiese sido prácticamente imposible disponer en tiempo y forma de las cuentas donde se incluyesen datos financieros de las compañías para los años posteriores.

Por lo que de una u otra manera no hubiéramos podido completar nuestra base de datos con información financiera de las empresas. En la revisión bibliográfica hemos visto estudios que utilizan datos financieros, pero sus estudios son sobre compañías que han salido a cotizar a bolsa en Estados Unidos. En estas investigaciones los autores cuentan con la ventaja de que cuando las empresas

salen a cotizar a bolsa la información pasa a ser pública. Así, estarán disponibles los estados financieros, que junto con la evolución diaria de la cotización de la acción proporcionará una información muy valiosa sobre la evolución y desempeño de la compañía.

Además, en segundo lugar, es de destacar como las propias características intrínsecas de este tipo de empresas hacen que si solo tuviésemos en cuenta aspectos financieros como margen, beneficios, etc. no se estaría delimitando adecuadamente la evolución de la empresa. Para entenderlo mejor pongamos el ejemplo de una compañía biotecnológica, seguramente no tenga ventas, ni beneficios, pero sin embargo la empresa esté evolucionando muy positivamente ya que puede estar generando patentes o avanzando en la investigación de un fármaco con un gran valor. O simplemente, el emprendedor que comenzó en solitario ha ido rodeándose de personas para crear un equipo de alto valor.

Bjørnåli (2009) explica como la evolución de la empresa es frecuentemente medida por las ventas y los beneficios para un periodo de tiempo (en este caso 3 años). Sin embargo, continúa diciendo como muchas de estas empresas no tienen ventas ni beneficios por ello estos indicadores tradicionales no son apropiados.

Finalmente, debido a que nos permiten tener una visión global de la compañía y están presentes en todas las empresas, hemos optado para evaluar la evolución de la compañía por tomar estos cinco indicadores:

- Ventas
- EBITDA (beneficios antes de intereses, amortizaciones e impuestos)
- Ejecución-Implementación de la estrategia
- El desarrollo del producto o servicio
- La formación del equipo gestor

Únicamente las hemos incluido dentro del cuestionario enviado a los “CEO-emprendedor”, al ser el que mejor información tiene acerca de la evolución de la empresa que él dirige. Descartando, incluirla en el cuestionario de los “Profesionales del VC”, lo que contribuyó a su vez a reducir la extensión del mismo. Una vez tuvimos identificados los cinco factores la siguiente tarea fue seleccionar la escala de medición más adecuada.

Por ejemplo, Alemany y Villanueva (2014) para evaluar si existe una relación entre los criterios que utilizan los inversores tipo *Business Angels*, que invierten en las fases más iniciales y el posterior desempeño de la empresa utilizan la calidad del equipo emprendedor, las características del producto o servicio prestado por la empresa; y las ventas. Utilizando para las dos primeras una escala Likert del 1 al 5, mientras que en las ventas lo que se indica es su volumen en euros

Para valorar el desempeño de las empresas financiadas por los *Venture Capital*, Sapienza et al. (1996) emplean una medición de la percepción en lugar de las ventas o la rentabilidad debido a lo inadecuado de utilizar indicadores financieros. Miden la valoración de la satisfacción del *Venture Capital* con relación al desempeño de la empresa usando una escala Likert (1-5); siendo 1 totalmente insatisfecho y 5 extremadamente satisfecho.

Rosenstein et al. (1993) piden a los CEOs de las empresas financiadas que valoren el desempeño de sus empresas en relación a sus competidores en una escala de 5 puntos. Por su parte, Fried et al. (1998) evalúan la evolución de la empresa preguntando a los *Venture Capital* acerca del desempeño relativo general de la compañía en relación con el resto de la industria en una escala Likert del 1 al 7. Se trata de una medida subjetiva en comparación con otras objetivas que pueden hacer referencia a aspectos contables. Fried et al. (1998) argumentan como quizás es más apropiada una medición subjetiva debido a que en las compañías muy jóvenes esta reflejará mejor su posición estratégica.

En el caso de MacMillan et al. (1989) pidieron que evaluaran el desempeño de la empresa en comparación con sus expectativas de desempeño de acuerdo a cuatro criterios (volumen de ventas, cuota de mercado, beneficios netos y retorno de la inversión). Utilizaron una escala Likert del 1 al 5, en la que tomaba el valor de 1 cuando se situaba muy por debajo de las expectativas, 2 por debajo de las expectativas, 3 cuando habían alcanzado las expectativas, 4 por encima y 5 muy por encima de las expectativas.

Fredriksen et al. (1999) sugieren que una vía para tratar con este problema es usar una medición subjetiva de cómo las compañías están evolucionando de acuerdo con su plan de negocios. Pidieron a las empresas que estimasen la evolución de diversas variables de la empresa; en una escala Likert (1-7); siendo 1 mucho peor y 7 mucho mejor.

Daxhelet y Witmeur (2011) explican como durante años el plan de negocio ha jugado un papel fundamental en el proceso vital de las nuevas empresas. Incluso cuando se enfrentan a la decisión de la constitución, los emprendedores y los inversores confían en el plan de negocio para explicar y valorar la calidad del proyecto. Además, Daxhelet y Witmeur (2011) indican como los planes de negocio describen la visión y los objetivos del negocio, así como la estrategia y las tácticas que se emplearán para su consecución, proporcionando los presupuestos operacionales, los objetivos, los procedimientos y los sistemas de control de la gestión. Es decir, la lógica que hay detrás es que tratará de predecir el futuro de la empresa usando herramientas específicas de estrategia, marketing, financieras y de planificación (Daxhelet y Witmeur, 2011).

Para Rosenstein (1988) el plan de negocios, es el elemento clave en la obtención de la financiación al ser una declaración de la estrategia que será cuidadosamente analizada por los profesionales de los *Venture Capital*, algunos de los cuales terminarán formando parte del consejo de administración. Por su parte, el Consejo a su vez estará implicado en la revisión del plan de negocio (Rosenstein, 1988). El plan de negocio será un documento con proyecciones de 3 a 5 años que abarca aspectos como el producto y el alcance de mercado, los canales de distribución, las ventajas competitivas y un plan financiero. Además, generalmente proporcionan un cronograma con hitos que permite monitorizar y detectar desviaciones (Rosenstein, 1988).

Tras una profunda reflexión decidimos pedir a los “CEO-emprendedor” que evaluarán el desempeño de la empresa desde 2015 hasta la actualidad tomando como referencia el plan de negocio del año 2015 en función del cual el *Venture Capital* había tomado su decisión de financiar su compañía. Utilizamos una escala Likert (1-5) en la que 1 fuese muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio, 2 algo por debajo, 3 en la línea de lo previsto, 4 algo por encima y 5 cuando su desempeño había estado muy por encima de lo previsto.

Tabla 13: Evolución de las 5 variables de desempeño de la empresa.

Según CEO: Evolución empresa vs. plan de negocio en:	Ventas		Ebitda		Estrategia		Producto/Servicio		Equipo	
	Nº	Porcentaje	Nº	Porcentaje	Nº	Porcentaje	Nº	Porcentaje	Nº	Porcentaje
Muy por debajo	22	27,8%	20	25,3%	5	6,3%	3	3,8%	2	2,5%
Algo por debajo	24	30,4%	23	29,1%	26	32,9%	14	17,7%	11	13,9%
En la línea	25	31,6%	24	30,4%	31	39,2%	39	49,4%	49	62,0%
Algo por encima	4	5,1%	8	10,1%	13	16,5%	13	16,5%	13	16,5%
Muy por encima	4	5,1%	4	5,1%	4	5,1%	10	12,7%	4	5,1%
Total	79	100%	79	100%	79	100%	79	100%	79	100%

Fuente: Elaboración propia

La tabla 13 recoge en función de las respuestas recogidas en los cuestionarios respondidos por los “CEO-emprendedor” la información acerca de la evolución del desempeño de la empresa comparando 5 elementos con el plan de negocio del año 2015 en función del cual el *Venture Capital* tomo la decisión de financiar la empresa.

Apreciamos en la tabla 13 como en las 5 variables la situación de evolución de la empresa más repetida es “En la línea”; y la que en 3 de las 5 ocupa el último lugar es “Muy por encima”. En el caso de las “ventas”, “EBITDA” y “Estrategia”, la gran mayoría de los casos se encuentran por debajo de lo estimado en el plan de negocio, encontrándose únicamente la evolución de 4 empresas muy por encima de lo fijado en el plan de negocio. Sin embargo, en aspectos como “Producto/Servicio” y “Equipo” se muestra una tendencia en la que las empresas han evolucionado por encima de lo previsto en el plan de negocio.

3.2.2. Aspectos vinculados con el CEO-emprendedor.

Dentro del apartado “Concepto y ámbito de actuación del emprendedor” de este estudio hemos podido ver cuáles son, según diversos autores (Gursel, 2013), las principales características del emprendedor que le conducen a incrementar sus probabilidades de éxito en su actividad emprendedora. De todas ellas, hemos seleccionado las que entendemos pueden tener mayor relevancia sobre el resto de conceptos que hemos procedido a analizar en este estudio de investigación.

3.2.2.1. Género.

Según autores como Autio (2007); Ruiz et al. (2014), el género del emprendedor puede llegar a jugar un papel importante en las expectativas de crecimiento de las empresas. Por este motivo hemos considerado importante tenerlo en consideración al igual que lo han hecho en sus investigaciones autores como Engel (2002); Du (2009); Robb y Watson (2012), Cohen (2013) o Stemper (2013).

Robb y Watson (2012) en la revisión de la literatura que realizaron vieron como los estudios previos concluían que las mujeres emprendedoras tendían a tener un desempeño de sus empresas por debajo de la de los hombres, debido a que las mujeres tienden a tener una mayor aversión al riesgo que los hombres. Sin embargo, Robb y Watson (2012) en su investigación obtuvieron unos resultados que mostraban que no había diferencias en el desempeño entre los hombres y las mujeres propietarios de nuevas empresas.

Du (2009) indica como los emprendedores masculinos y femeninos pueden llegar a tener diferentes motivaciones. Las mujeres prefieren flexibilidad y un balance entre el trabajo y la familia, mientras que los hombres tienden a escoger carreras donde ellos puedan acumular riqueza. Por un lado, las mujeres emprendedoras podrían querer la totalidad de las acciones de sus negocios porque ellas quieren disfrutar de la flexibilidad que les supone ser propietarios únicos de sus negocios. Por otro lado, las mujeres también podrían estar más motivadas a buscar socios para sus negocios con los que poder compartir la carga de trabajo de manera que pudieran tener más tiempo para las obligaciones familiares.

De todas las respuestas obtenidas se corresponden con 79 “emprendedores” de los cuales un 86,1 % son hombres y el resto mujeres.

Tabla 14: Clasificación de los “CEO- emprendedor” en función de su género.

Genero del CEO/ emprendedor / gestor de la empresa	Nº	Porcentaje
Masculino	68	86,1%
Femenino	11	13,9%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Los datos del informe GEM muestran como en 2017 la población emprendedora en fase inicial masculina fue del 55,1% superando a la femenina (44,9%), reduciéndose desde el 2013 de manera continuada la brecha entre ambos sexos.

3.2.2.2. Edad.

GEM tiene en cuenta esta característica ya que considera que con los años se acumula experiencias y conocimiento que pueden ser claves para la identificación y explotación de oportunidades de negocio. Así, la edad media suele aumentar a medida que las personas emprendedoras avanzan dentro del proceso emprendedor. GEM explica como la edad es probablemente uno de los rasgos más significativos para caracterizar a las personas involucradas dentro de las diferentes etapas del proceso emprendedor.

La edad actúa como una aproximación a la experiencia. Lussier y Corman (1995) indican que la edad tiene importancia, ya que las personas jóvenes que comienzan un negocio tienen más probabilidades

de fracasar que si el emprendedor tiene una mayor edad. Ruiz et al. (2014) indican como diversos estudios asocian la edad con diferentes tasas de crecimiento de las empresas.

La edad ideal de un emprendedor es siempre uno de los tópicos más recurrentes en el ecosistema emprendedor y existen numerosas publicaciones sobre este tema (Gursel, 2013). Especialmente después de las desinversiones con éxito realizadas en las compañías fundadas en los años recientes por emprendedores muy jóvenes, podría llegar a instalarse un pensamiento común de que cuanto más joven mejor. Sin embargo, hay algunos aspectos importantes relacionados con el tema de la edad. Uno de ellos sería el tipo de industria, ya que la media de edad cambiaría en unos sectores con respecto a otros. Así, sectores como las ciencias de la vida podrían requerir mucho más dominio del conocimiento que solo podría ser alcanzado a través de años de entrenamiento y experiencia. Además, es importante tener en consideración que fundar, hacer crecer y vender una empresa requiere diversas habilidades que muchas veces los fundadores no poseen (Gursel, 2013).

Cohen (2013) identifica la edad como un elemento relevante. Drover et al. (2014) tienen en consideración la edad del emprendedor, mientras que Bjørnåli (2009) y Du (2009) también incluyen en sus estudios la medición de la edad del emprendedor, empleando una variable continua entre 18 y 64 años.

El método utilizado por nosotros ha sido incluir en el cuestionario la pregunta de la edad del “CEO-emprendedor” mediante la selección de la casilla correspondiente a su rango de edad. Hemos empleado los 5 rangos de edad definidos por GEM.

Tabla 15: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su rango de edad según GEM.

Edad CEO	Nº	Porcentaje
de 18 a 24 años	0	0,0%
de 25 a 34 años	12	15,2%
de 35 a 44 años	43	54,4%
de 45 a 54 años	18	22,8%
de 55 a 64 años	6	7,6%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Vemos en la tabla 15 como nuestro rango más numeroso es el de 35-44 años con un 54,4%. Esto coincide con los resultados del estudio GEM en el 2017 donde este mismo tramo de edad obtiene el 33,3%, mientras que los emprendedores tenían una edad media de 40 años.

Los datos obtenidos por este estudio GEM están en línea con el planteamiento de que la edad de las personas emprendedoras es relativamente mayor a medida que estas se encuentran en fases más avanzadas. No obstante, a partir de cierta edad surgen factores (perdida de energía, búsqueda de mayor estabilidad, etc.) que hacen reducirse la propensión a emprender.

Tabla 16: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de si tienen menos de 44 o 45 o más años.

Edad CEO	Nº	Porcentaje
Menor de 44 años	55	69,6%
45 años o más	24	30,4%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Vemos en esta última tabla como los emprendedores de nuestra muestra se encuentran mayoritariamente por debajo de los 44 años con un 69,6%.

3.2.2.3. Formación académica.

La formación puede estar relacionada con el acceso a una mayor red de contactos o un mayor nivel de conocimientos sobre el ámbito a emprender o mayor capacidad para comunicarse y entenderse con el resto de agentes: clientes, proveedores, empleados... pero fundamentalmente inversores. Watkins (2013) indica como la formación académica del CEO-Emprendedor es muy importante en el desempeño de su labor al frente de la empresa.

GEM explica cómo un nivel de educación superior está asociado con un mayor desarrollo cognitivo, una más amplia visión, mayor posibilidad del uso de recursos o acceso a información relevante para emprender.

Por citar algunos autores como Autio (2007) o Ruiz et al. (2014) el nivel formativo del emprendedor está asociado con su orientación al crecimiento, siendo un aspecto clave del capital humano de un emprendedor. Para Lussier y Corman (1995) las personas con menor nivel educativo que comienzan un negocio tendrán más probabilidades de fracasar que aquellas que tienen un mayor número de años de formación reglada.

Du (2009) indica como un mayor nivel de educación podría actuar como una señal positiva para afianzar préstamos, o también podría actuar como una señal positiva para atraer socios a su negocio.

Gursel (2013) explica como desde un punto de vista teórico parece existir un considerable soporte en el que el nivel educativo afectará a las habilidades emprendedoras. Sin embargo, existen artículos en los que se encuentra esta correlación y otros en los que parece no existir ninguna relación entre el éxito emprendedor y su nivel formativo relacionándolo más con el capital humano. Así, de la manera en la que existe un pensamiento generalizado de que los emprendedores jóvenes son más exitosos, hay otro similar en la línea de que un abandono de los estudios también conduce al éxito debido a figuras conocidas como Bill Gates, Steve Jobs o Mark Zuckerberg que se han convertido en líderes en sus áreas sin haber llegado a terminar sus estudios. Incluso pensemos en casos como el fundador de Inditex que no cuenta con estudios siendo su empresa un reconocido caso de éxito a nivel mundial.

Quizás esto esté motivado por el papel jugado por los medios de comunicación que tienden a focalizarse más en este tipo de casos (Gursel, 2013). Relacionado con este pensamiento, la gente asume que adquirir unos estudios avanzados no es importante para un emprendedor y en la mayoría de las ocasiones una pérdida de tiempo y de dinero. Incluso, podría parecer que los emprendedores deberían olvidar lo que han aprendido durante su MBA, debido a que crear una empresa requeriría perfiles completamente diferentes. Al igual que en el caso de la edad, probablemente existirán casuísticas diferentes entre sectores, ya que crear una empresa en el sector de ciencias de la vida requerirá un alto nivel de formación mientras que a priori, para crear una empresa del sector de internet o consumo no será necesario el mismo nivel de formación académica (Gursel, 2013).

Sin embargo, Gursel (2013) obtiene unos resultados que muestran como el nivel educativo tiene importancia de una u otra manera en el éxito del emprendimiento.

Para Torrejón (2016) el nivel formativo y competencial del que disponga el emprendedor y su equipo gestor parece tener un efecto determinante en el alcance del proyecto emprendido y sus posibilidades de éxito, siendo además uno de los aspectos intangibles más valorados por el *Venture Capital*.

Para medir este factor Cravalho (2007) o Cohen (2013) tienen en cuenta su grado de formación académica. Stemper (2013) la clasifica entre los niveles de “*Secondary Education*”, “*Postsecondary Education*” y “*Graduate School*”; mientras que Du (2009) distingue entre “*some secondary*”; “*secondary degree obtained*”; “*post secondary education*” y “*graduate education*”. Robb y Watson (2012) evalúan la formación del emprendedor en tres segmentos (escuela, grado medio o formación universitaria). Por su parte, Drover et al. (2014) clasifican el nivel educativo en 5 grupos que van desde estudios básicos a doctorandos.

La vía empleada para obtener esta información fue incluir en el cuestionario un cuadro para que los “CEO-emprendedor” asignaran la casilla correspondiente a su nivel formativo en función de la clasificación establecida por GEM.

Tabla 17: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su nivel formativo.

Formación académica	Nº	Porcentaje
Postgrado: Estudios máster o doctorado	54	68,4%
Educación superior (estudios universitarios)	21	26,6%
Educación secundaria o Formación profesional	2	2,5%
Educación Primaria	2	2,5%
Sin estudios	0	0,0%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Los datos recogidos para esta investigación ponen de manifiesto como la formación académica es un elemento diferencial, de manera que el 95% tienen al menos estudios universitarios y de ellos el grupo más numeroso es el de los que cuentan con estudios de postgrado (68,4%).

Tabla 18: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de si han cursado o no estudios de postgrado.

Formación académica	Nº	Porcentaje
Postgrado: Estudios máster o doctorado	54	68,4%
Otros	25	31,6%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

La información extraída de los datos GEM para el año 2017 muestra como el 49,8% de la tasa TEA se corresponde con personas que tenían formación de tipo superior o postgrado. Indican además, como año tras año el colectivo más propenso a emprender son las personas adultas con un nivel de educación superior, seguido por aquellas con un nivel de educación medio y finalmente aquellas con un nivel más bajo. En nuestro caso, el porcentaje de emprendedores con esta formación es aún mayor debido a las exigencias que supone abordar un proceso de financiación con un *Venture Capital*.

3.2.2.4. Experiencia previa profesional y emprendedora.

Establecer una segmentación en función de la experiencia previa del “CEO-emprendedor” lo consideramos muy relevante de cara a poder ver distintas segmentaciones de las respuestas obtenidas. Watkins (2013) explica como la experiencia previa y las capacidades, incluyendo dentro de estas el hecho de que si anteriormente ha impulsado la creación de nuevas empresas o su formación académica, como ya hemos visto, son muy relevantes para el desempeño como gestor de la compañía.

Así por ejemplo Ruiz et al. (2014) indican como la experiencia previa emprendedora puede aumentar la confianza de las propias capacidades del emprendedor, debido a sus mejores capacidades de gestión o una mayor habilidad para identificar oportunidades de negocio, o como incluso los emprendedores con experiencia previa tienen una mayor orientación a hacer crecer sus empresas.

En la revisión de la literatura hemos podido ver diferentes vías para realizar este tipo de segmentaciones. Sapienza y Timmons (1989) para evaluar al emprendedor tienen en cuenta dos dimensiones. Por un lado, en relación al entorno como experiencia en el mercado medida en número de años que el emprendedor ha trabajado en esa industria; la experiencia trabajando con el equipo medida en número de años que han venido trabajando juntos, o su experiencia tecnológica medida en número de años trabajando con los procesos y tecnología del producto o servicio de su empresa. Por otro lado, evalúa la experiencia emprendedora en función de su interacción con las empresas de reciente creación. Para ello establecen tres grupos: sin ninguna experiencia previa en empresas de nueva creación, si tenía experiencia previa al haber trabajado en empresas de nueva creación, pero no como fundador o cofundador, y un tercer grupo donde se encuadraban si el individuo había sido fundador o cofundador de al menos una nueva empresa (*startup*) en el pasado.

Tanto Cohen (2013) como Sapienza et al. (1996) establecen dos grupos, aquellas empresas en las que el CEO no había tenido ninguna experiencia previa en nuevas empresas y un segundo grupo donde los CEO si habían tenido experiencia previa con compañías de reciente creación.

Busenitz et al. (2004) también tienen en consideración si los gestores relevantes de la empresa habían tenido una experiencia de negocio previa con una o más empresas nuevas.

Por su parte, Gursel (2013) realizó un estudio en el que evaluó cuales eran los factores del emprendedor que le llevaban a tener éxito en su actividad emprendedora. Identificó 18 conceptos y los clasificó en dos grupos principales extrínsecos e intrínsecos. Dentro de los extrínsecos se encuentran la edad, el nivel educativo, etc. Además, tiene en cuenta cuando las empresas tienen más de un fundador, midiendo la experiencia del equipo completo de fundadores. Gursel (2013) maneja el termino de emprendedor en serie, para aquellas personas que han fundado y no solo que hayan trabajado, en una empresa de nueva creación (*startup*) independientemente de que esta posteriormente haya fracasado o tenido éxito. Es decir, considera un factor relevante el hecho de que los emprendedores hayan tenido una experiencia previa como fundadores de una *startup*.

Además, Gursel (2013) distingue otros tres grupos en función de su experiencia laboral previa. Un primer grupo con aquellos que una vez han terminado sus estudios no ha tenido ningún tipo de experiencia laboral previa, al margen de los trabajos temporales durante el verano. Un segundo grupo estaría formado por aquellos que tras terminar sus estudios si han tenido experiencia laboral en una gran corporación o en una empresa que no es de reciente creación; y un tercer grupo sería el que tras terminar sus estudios si han trabajado en una compañía de nueva creación como empleado, y no como fundador. Con ello trata de diferenciar la experiencia previa necesaria para llegar a crear una nueva compañía exitosa, mencionando como las personas encasilladas dentro del primer grupo encuentran difícil conseguir financiación para su idea especialmente si el producto o servicio todavía no ha conseguido tracción o simplemente no existe. Dentro del segundo grupo, tienden a encontrar difícil entender las principales diferencias entre una empresa ya establecida y una de reciente creación. Por último, los del tercer grupo no sienten la presión de no tener los conocimientos para encontrar la idea, conseguir la financiación, hacer crecer la compañía, etc. debido a que tienen experiencia en trabajar en empresas de creadas recientemente. Así, hay una creencia de que estas personas hayan experimentado la sensación de tobogán con las constantes subidas y bajadas que aparecen cuando una compañía está empezando y se espera que sean lo suficientemente inteligentes como para aprender de sus errores y ser más exitosos esta vez. Por supuesto, también hay estudios que indican como los emprendedores en serie no aprenden de sus errores y creen y confían en sí mismos mucho más de lo que deberían (Gursel, 2013).

La falta de experiencia dificulta la gestión de los nuevos negocios, especialmente cuando el emprendedor carece del adecuado perfil gestor, o haber trabajado previamente con otras empresas de nueva creación o una experiencia relevante dentro del mismo sector de actividad económica a la que pertenece su nuevo emprendimiento (Amezcuca, 2010).

Robb y Watson (2012) tienen en consideración la experiencia previa del emprendedor. Cravalho (2007) en su trabajo también tiene en cuenta la experiencia previa del fundador, tomando como referencia el número de compañías fundadas previamente por este. Drover et al. (2014) miden el número de años de experiencia como emprendedor.

En el estudio PSED (*Panel Study of Entrepreneurial Dynamics*) incluyen en su cuestionario 2 preguntas relacionadas con esta cuestión. Una en la que preguntan si antes de comenzar la puesta en marcha del “negocio x” había creado otro negocio anteriormente; dando a escoger entre las opciones “sí”, “no”, “no sabe” o “no contesta”. La otra cuestión incluida es si antes de comenzar la puesta en marcha del “negocio x” había usted trabajado en el mismo sector”, siendo las opciones de respuesta: “no”, “sí, como empleado”; “sí, como propietario de negocio”, “no sabe” o “no contesta”.

A la hora de estudiar la actividad emprendedora, GEM distingue segmentando en función de si el individuo es emprendedor primerizo (si es su primer proyecto emprendedor) o en serie (anteriormente ha formado parte de otros proyectos de emprendimiento).

Bengtsson y Sensoy (2011) obtienen en su estudio datos de como el 24% de las empresas son fundadas por emprendedores en serie. Por su parte, Kaplan y Strömberg (2003) encuentran como los emprendedores en serie reciben mejores términos en una amplitud de cuestiones en sus negociaciones con los *Venture Capital*, pero sin llegar a distinguir entre “emprendedores en serie exitosos y no exitosos”. Los resultados alcanzados por Bengtsson y Sensoy (2011) sugieren que el pasado de un emprendedor en serie es un importante indicador del emprendedor y de la calidad de la empresa, siendo un importante elemento en la determinación de las cláusulas de protección de las partes que se recogen en los contratos de financiación. Por tanto, los resultados obtenidos por Bengtsson y Sensoy (2011) sugieren que los emprendedores en serie exitosos conseguirán capital en unas condiciones más atractivas para ellos debido a que los *Venture Capital* querrán aplicar menos cláusulas para la protección de sus intereses.

En el caso de De Clercq y Sapienza (2006), miden la experiencia del CEO utilizando variables categóricas: (1) previamente nunca se ha visto involucrado en una nueva empresa; (2) ha trabajado previamente en una nueva empresa, pero no como fundador; y (3) tiene experiencia previa como fundador o CEO de una nueva empresa.

Finalmente, nosotros en nuestro estudio incluimos en el cuestionario enviado a los “CEO-emprendedor” dos cuestiones. La primera para evaluar su experiencia profesional “¿Cuál fue su experiencia profesional previa a su puesto actual como gestor y/o fundador de esta empresa?”, y la segunda su experiencia como creador de nuevas empresas “¿Cuántas compañías ha creado antes de fundar la empresa actual?”. La clasificación de las contestaciones obtenidas las reflejamos en las tablas 19 y 20.

Tabla 19: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su nivel de experiencia profesional previa.

Experiencia profesional previa	Nº	Porcentaje
Ninguna experiencia en empresas de nueva creación (startups)	26	32,9%
Experiencia trabajando en empresas de nueva creación pero sin ser fundador	15	19,0%
Experiencia como fundador o cofundador de al menos una nueva empresa	38	48,1%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Vemos como únicamente un 32,9% no habían tenido ninguna relación previa de trabajo dentro de un entorno de empresas de nueva creación.

Tabla 20: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de su experiencia emprendedora.

Experiencia emprendedora	Nº	Porcentaje
Previamente no había creado ninguna empresa	36	45,6%
Previamente había creado 1 nueva empresa	20	25,3%
Previamente había creado 2 nuevas empresas	11	13,9%
Previamente había creado 3 o más nuevas empresas	12	15,2%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 21: Clasificación de los “CEO-emprendedor” en función de si tienen o no experiencia emprendedora previa.

Experiencia emprendedora	Nº	Porcentaje
Sin experiencia	36	45,6%
Con experiencia	43	54,4%
Total	79	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Es de destacar como un 54,4% podemos considerarlo emprendedores en serie ya que habían fundado al menos una empresa con anterioridad, frente al 45,6% que no tenía experiencia emprendedora.

3.2.3. Aspectos vinculados con la sociedad de inversión.

Se enviaron cuestionarios de las 144 operaciones de financiación a los “Profesionales de los VC” que pertenecían a 36 sociedades de inversión que habían llevado a cabo esas operaciones en España durante el año 2015.

Finalmente recibimos 117 respuestas, pertenecientes a 35 de las 36 sociedades de inversión que componían nuestra población.

3.2.3.1. Origen de los fondos gestionados.

El origen de los fondos gestionados es otra de las características que diversos autores estiman que podrían influir en el comportamiento de las sociedades de inversión.

Arque-Castells (2012) indica como la literatura existente acerca de los *Venture Capital* destaca la existencia de una gran diversidad de comportamientos entre los *Venture Capital* y las firmas financiadas por estos en función de la estructura de la propiedad de las sociedades de inversión (Bottazzi et al., 2008; Gompers et al., 2009)

Ramón (2011), clasifica los tipos de entidades en: “Pública” cuando obtiene sus fondos para la inversión mayoritariamente de entes públicos; “Privada” si sus fondos de inversión provienen mayoritariamente de empresas privadas; “Cautiva” en este caso sus fondos para la inversión le vienen dados por la entidad a la que pertenecen; o “Independiente” cuando han de levantar los fondos directamente en el mercado.

En el caso de Sapienza et al. (1996) distinguen entre “Públicos” si la sociedad está configurada y controlada por la Administración Pública; “Independientes” cuando no está controlada o configurada por otra empresa ya sea financiera o no financiera, “Cautivos” en el caso de que esté completamente controlada y reciba todo su capital para realizar las inversiones de una sociedad matriz; o “Semi cautivos” cuando está completamente controlada por la sociedad matriz quién además ha creado y montado la sociedad de inversión, pero en la cual otras empresas o fondistas privados individuales proporcionan parte del capital que se va a utilizar para realizar las inversiones.

Otro ejemplo sería el de Pintado et al. (2007) o Bjørnåli (2009) quienes diferencian entre fondos cuyo origen es bien “Público” o bien “Privado”.

Cumming (2005) distingue tres tipos: aquellos cuyos fondos proceden de las “Corporaciones”, los que proceden de los “Gobiernos” y los que son fondos “privados”. Por su parte Arque-Castells (2012) diferencia entre “Independientes”, “Públicos”, “De Entidades Financieras” y “Mixtos”.

Sin entrar a analizar cuál puede ser la finalidad de que una entidad financiera lance un instrumento de financiación mediante un *Venture Capital*, Hellmann et al. (2004) sugieren que los bancos pueden utilizar estos instrumentos para construir relaciones dentro del mercado de empresas de cara a optimizar el resto de servicios que proporcionan y entre ellos la actividad prestamista.

Gompers y Lerner (2000); Sun (2007) y Barretto (2011) únicamente distinguen entre “Corporativos” e “Independientes”.

En este estudio hemos decidido utilizar la clasificación realizada por Hopp (2008), en la que diferencia entre “*Banking dependent*” (dependientes de entidades financieras) cuando una entidad financiera privada ha fundado la sociedad de inversión o tiene más del 50% de las participaciones; “*Corporate*” (Corporativo) si los fondos y la gestión están en manos de una gran corporación empresarial, “*Independent*” (Independientes) en el caso de que no tengan una fuerte relación y dependencia de otras compañías o no están conectados con una entidad financiera; o “*Public*” (Públicos) cuando la propiedad de las acciones de la sociedad de inversión están en manos de un gobierno o una entidad controlada por una Administración Pública.

En base a la segmentación de Hopp (2008) nosotros hemos ido asignando cada una de las 36 sociedades de inversión a uno de los 4 grupos en función de la información recogida de su página web y de otras fuentes. Optamos por realizar nosotros mismos la clasificación y no incluir esta pregunta en el cuestionario para simplificar y reducir la encuesta.

Tabla 22: Clasificación de las sociedades de inversión en función del origen de los recursos gestionados.

Origen de los fondos	Nº	Porcentaje
Independientes	21	58,3%
Públicos	9	25,0%
Corporaciones	3	8,3%
Entidades financieras	3	8,3%
Total	36	100%

Fuente: Elaboración propia

Dentro del grupo “Entidades Financieras” se incluyen tres vehículos de inversión de tres de las principales entidades financieras españolas: Caixa, Sabadell y Bankinter. En el grupo de “Públicos” se encuentran las sociedades de inversión vinculadas a gobiernos regionales como son entre otros los casos de SODENA (Sociedad para el Desarrollo de Navarra); el vinculado al Gobierno Vasco, SODICAMAN (Sociedad para el Desarrollo de Castilla La Mancha), los dos gallegos o el asturiano. Tenemos tres vinculados a Corporaciones, siendo el caso de Iberdrola, Repsol o Everis. Destacar que dentro del grupo de “Independientes” se encuentran representados entre otros Kibo, Inveready, Ysios, Nauta, Seaya o Axón.

Tabla 23: Clasificación de las sociedades de inversión en función de si son o no públicas.

Origen de los fondos	Nº	Porcentaje
Otros	27	75,0%
Públicos	9	25,0%
Total	36	100%

Fuente: Elaboración propia

Apreciamos como la representación en el mercado español de las sociedades de inversión de gestión pública es minoritaria con un 25,0%; mientras que las gestionadas privadamente suponen el 75,0%.

3.2.3.2. Foco sectorial de la inversión.

Autores como Manigart et al. (2002) o Cressy et al. (2007) explican como diferentes grados de especialización de las sociedades de inversión se manifiestan en diferentes formas de comportamiento a la hora de desarrollar su actividad inversora.

Así, Bartkus (2004); Alemany y Martí (2006) o Gompers et al. (2009) diferencian entre “Especializados” y “Generalistas”. Además, Alemany y Martí (2006) indican como la capacidad para aportar valor no solo depende de la disponibilidad de tiempo. Una sociedad de inversión que solo invierta en un tipo determinado de industria será capaz de reducir la “asimetría de la información” en comparación con otras sociedades de inversión comparables que sean generalistas. Por ello, a

priori una mayor especialización en un sector o un tipo de negocio específico será capaz de aportar más valor (Alemany y Martí, 2006).

En su investigación Frances (2017) incluye en su cuestionario para caracterizar a los *Venture Capital* la pregunta “¿En qué sectores de actividad está especializado?”

Aunque no es el objeto de nuestro estudio si queremos comentar como Behrens (2007) en función de la estrategia de inversión lanza las ideas de que, siendo especialistas, el *Venture Capital* puede aportar más valor y esto por su parte beneficiar a la buena evolución de las inversiones y la rentabilidad global del fondo; pero por otra parte siendo generalistas se contribuye a diversificar el riesgo del fondo y por tanto la potencial rentabilidad de las inversiones.

Nosotros hemos realizado la clasificación de las sociedades de inversión en función de la información recabada de su actividad de diversas fuentes (webs, charlas con los gestores, notas de prensa, etc.), clasificándolos en “Generalistas”, cuando no tienen limitación sectorial a la hora de invertir y; “Especializados” cuando si tienen limitaciones sectoriales y únicamente realizan sus inversiones dentro de un sector específico.

Tabla 24: Clasificación de las sociedades de inversión en función del foco de sus inversiones.

Criterio de inversión	Nº	Porcentaje
Generalista	21	58,3%
Especializado	15	41,7%
Total	36	100%

Fuente: Elaboración propia

Dentro de nuestra población dominan los *Venture Capital* cuyo objeto de inversión es “Generalista” (58,3%). Este hecho podría estar condicionado por las propias características del mercado nacional (tamaño, madurez, origen de los fondos, etc.). Dentro del grupo de “Especializados” (41,7%) queremos mencionar la existencia de dos de ellos que están especializados en Biotecnología como son Cross Road Biotech e Ysios.

3.2.3.3. Ubicación de la empresa en relación a la sociedad de inversión.

Dentro del capítulo II hemos visto como no todos los *Venture Capital* potencialmente pueden aportar el mismo valor, y más concretamente en el apartado “Condicionantes a la aportación de valor por parte de los *Venture Capital*” hacíamos referencia a la influencia de la ubicación del *Venture Capital* y de la empresa financiada.

Por ejemplo, Gompers y Lerner (2004) explican como la proximidad geográfica jugará un papel fundamental en las actividades posteriores a la inversión como son la monitorización, el seguimiento y la contribución al desarrollo de las empresas invertidas.

Watkins (2013) se refiere al hecho de que la proximidad geográfica entre la empresa financiada y el *Venture Capital* ya sea independiente o corporativo facilitará la colaboración y la potencial aportación de valor.

En la revisión bibliográfica nos encontramos con diversas formas de abordar esta casuística. Por ejemplo, Sapienza et al. (1996) toman la distancia medida en minutos que le lleva al profesional del *Venture Capital* viajar hasta las oficinas de la empresa financiada. Sapienza y Timmons (1989) utilizan el tiempo que lleva al *Venture Capital* viajar hasta la empresa. MacMillan et al. (1988) establecen varios tramos distinguiendo entre menos de 15 minutos, entre 15 minutos y una hora, de una a dos horas, de dos a cuatro horas y por encima de cuatro horas en función del tiempo que le llevaría al *Venture Capital* viajar hasta la empresa financiada.

En el caso de operaciones de inversión sindicadas, Du (2009) utilizaba la desviación estándar de las distancias entre cada *Venture Capital* que participa en la operación y la empresa financiada dividido entre la media de las distancias del VC con sus otras participadas.

Sorenson y Stuart (2001) definen la distancia geográfica calculando el número de millas existentes entre la oficina principal del *Venture Capital* y la localización de la empresa. Bartkus (2004) mide esta circunstancia como la distancia en millas entre el profesional del *Venture Capital* y las empresas que forman parte de su cartera de participadas. Bartkus (2004) además de la variable distancia tiene en cuenta como variable dummy “Local”, tomando valor 1 si la empresa ha recibido financiación de al menos un *Venture Capital* localizado en el mismo estado y 0 en caso contrario.

Por otro lado, Bengtsson y Sensoy (2011) establecen como parámetro el hecho de si el *Venture Capital* está localizado en el mismo estado que las empresas que ha financiado.

Finalmente, para este estudio de investigación debido a la casuística de España hemos tenido en consideración si se da la circunstancia de que la empresa financiada se encuentre o no en la misma Comunidad Autónoma que la oficina principal del *Venture Capital*. Hemos de resaltar que España hoy en día cuenta con buenas infraestructuras que posibilitan una fácil y rápida comunicación entre el *Venture Capital* y la compañía financiada.

No obstante, creemos que a priori tener en cuenta este dato puede aportar valor debido a que en España existen sociedades de inversión que tienen limitada su actividad a realizar operaciones de financiación en empresas que se ubiquen en su misma Comunidad Autónoma.

Tras sopesarlo seriamente, decidimos recabar esta información nosotros mismos y no incluirlo en los cuestionarios enviados a los “CEO-emprendedor” y/o los “Profesionales del VC” para evitar posibles imprecisiones, pero sobre todo para reducir la duración y el esfuerzo requeridos para completar los cuestionarios, lo que sin duda ayudaría a mejorar el porcentaje de respuestas recibidas.

Así, nosotros realizamos la clasificación de esta característica a partir de la información extraída de SABI acerca de la ubicación de la sede social de la empresa financiada y de la web del VC de donde obtuvimos la información de la localización de su oficina principal. En base a ello, las 144 operaciones de inversión las clasificamos en función de si la sede social de la compañía se encontraba o no en la misma Comunidad Autónoma que la oficina principal del *Venture Capital*.

Tabla 25: Clasificación de las operaciones de financiación realizadas en 2015 en función de si la sede social de la empresa se encuentra o no en la misma Comunidad Autónoma que la oficina principal del *Venture Capital*.

Localización Operación	Nº	Porcentaje
Misma localización VC y Empresa	102	70,8%
Distinta localización VC y Empresa	42	29,2%
Total	144	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Observamos como en el 70,8% de las operaciones la sede social de la empresa y la oficina principal del *Venture Capital* se encontraban en la misma Comunidad Autónoma. Así, vemos como los *Venture Capital* tienden a financiar empresas cuya ubicación se encuentre próxima y la influencia en el número de operaciones de las sociedades de inversión públicas que tienen limitado su campo de actuación a su propia Comunidad Autónoma.

3.2.3.4. Antigüedad.

En el cuestionario enviado a los “Profesionales del VC” hemos incluido una pregunta referente a la antigüedad de la sociedad de inversión para la que trabajan, que fue la que llevó a cabo la operación de financiación en 2015 y que ha definido el conjunto de nuestra población.

Sorenson y Stuart (2001) explican como la edad de una organización de *Venture Capital* captura al menos 4 dimensiones de la permanencia en este tipo de industria. En primer lugar, los miembros del *Venture Capital* probablemente extenderán sus contactos con la comunidad de los VC y entre los emprendedores dentro de un sector determinado. En segundo lugar, incluso sin haber formado esos lazos la probabilidad de alcanzarlos se incrementa con el tiempo, ya que la movilidad social y geográfica produce una dispersión espacial entre los contactos en su red de relaciones. Tercero, con la edad también acumulan experiencia en evaluar propuestas de negocio y emprendedores. Cuarto, los *Venture Capital* con más edad y con una larga permanencia en la industria frecuentemente llegarán a ser más conocidos, incrementando las probabilidades de que otros *Venture Capital* les traigan buenas oportunidades de negocio. Por tanto, la edad influirá en su red de contactos y en su experiencia. Además, la experiencia debería reducir los costes de la monitorización debido a que los profesionales de los VC se habrán ido especializando en estas cuestiones, habrán ido ganando confianza en sus habilidades y habrán ido desarrollando relaciones con otros agentes dentro de las industrias donde repetidamente van realizando sucesivas inversiones (Sorenson y Stuart, 2001).

Arthurs y Busenitz (2006) tienen en consideración el número de años de la sociedad de inversión dentro de esta industria del *Venture Capital* (años totales), así como el número de años de experiencia del *Venture Capital* dentro del sector de actividad de la empresa financiada. Estos autores, para valorar la acumulación de experiencia de la sociedad de *Venture Capital* invertida reparan en la experiencia de las personas que forman parte de la dirección del *Venture Capital* y el número total de consejos de administración en los que han participado estas personas.

Por su parte, tanto MacMillan et al. (1988), como Gorman y Sahlman (1989); Kaplan y Strömberg (2004); Busenitz et al. (2004); Zarutskie (2008); Bjørnåli (2009); Zheng (2011) o Bengtsson y Sensoy (2011) tienen en cuenta esta cuestión midiéndola a través del número de años que la sociedad lleva estando en el negocio del *Venture Capital*. Es decir, el número de años transcurrido desde la fundación de la empresa hasta la actualidad.

Para Abdou (2006), la edad es utilizada como una aproximación para medir el nivel de experiencia de la firma de *Venture Capital*, y por añadidura de su reputación. Así, una sociedad de *Venture Capital* que logre sobrevivir 10 años tendría una mayor reputación que aquel otro que lleve en el negocio únicamente 2 años. Una mayor experiencia le proporcionará una ventaja a través de un mayor conocimiento y una mejor reputación. En esa línea tendrá una relación positiva con un mayor éxito de las empresas financiadas, reduciendo las posibilidades de la quiebra del negocio (Abdou, 2006).

Alemany y Martí (2006) indican como los fondos de VC tienen su vida limitada, por lo que las sociedades de *Venture Capital* tienen que salir periódicamente al mercado para captar fondos para poder continuar con su actividad inversora y desinversora. Así, el mayor porcentaje del dinero nuevo que se mueve cada año en el mercado irá a parar a aquellas firmas de *Venture Capital* que acumulan una mayor experiencia. Por tanto, los que consiguen acumular una mayor antigüedad en el mercado a base de captar dinero periódicamente se deberá a que han sido capaces de demostrar un mejor desempeño lo que les posibilitará atraer inversores que vayan aportando más dinero para sus fondos para poder desarrollar su actividad. En su estudio, Alemany y Martí (2006) crean 4 grupos (menos de 5 años de antigüedad, entre 5 y 10; de 10 a 15 años y más de 15 años de existencia de la sociedad de inversión).

Como hemos mencionado esta cuestión se incluyó en el formulario que fue enviado a los “Profesionales del VC”, habiendo recibido contestaciones de 35 de las 36 sociedades de inversión, para completar la tabla recabamos información de la otra sociedad a partir de diversas fuentes.

Tabla 26: Clasificación de las Sociedades de inversión en función de su antigüedad en el mercado.

Antigüedad de la sociedad	Nº	Porcentaje
Menos de 5 años	7	19,4%
Entre 6 y 10 años	11	30,6%
Entre 11 y 15 años	8	22,2%
Más de 16 años	10	27,8%
Total	36	100,0%

Fuente: Elaboración propia

A partir de la tabla se aprecia como únicamente el 19,4% de las sociedades tienen menos de 5 años. Destacando como el 50% atesoran más de 10 años de vida dentro de este sector.

3.2.3.5. Volumen de los fondos gestionados.

Esta cuestión la tienen en consideración para su estudio MacMillan et al. (1988); Gorman y Sahlman (1989); Sapienza y Timmons (1989); Elango et al. (1995); Gompers y Lerner (2000); Busenitz et al. (2004); Kaplan y Strömberg (2004); Hochberg et al. (2007) y Zheng (2011) midiéndolo como el volumen de fondos agregado en millones de dólares bajo gestión a la fecha de la realización del estudio.

Pintado et al. (2007) también miden la cantidad de fondos bajo gestión segmentándolos en 4 grupos (menos de 6 millones de euros, entre 6 y 10; entre 15 y 30 y más de 30 millones de euros); mientras que Scarlata (2011) el total de fondos bajo gestión los clasifica en tres grupos (de 0 a 10 millones de dólares, de 10 a 100 millones y por encima de los 100 millones).

Alemany y Martí (2006) indican como el tamaño de los fondos bajo gestión también miden en cierta manera la reputación de la firma de *Venture Capital*, al asumir que los *Venture Capital* con mayor reputación serán aquellos que serán capaces de conseguir más fondos a lo largo del tiempo. En su estudio Alemany y Martí (2006) clasifican las firmas de VC en “Pequeñas” los que gestionan hasta 12 millones, “Medianos” entre 12 y 60 millones y “Grandes” por encima de 60 millones.

En nuestro estudio solicitamos a los “Profesionales del VC” que clasificaran a la Sociedad de inversión de la que forman parte en uno de los grupos que aparecen en la tabla 27, como hemos dicho recibimos contestaciones de 35 de las 36 sociedades de inversión. El dato de fondos gestionados de la sociedad que no contestó ningún cuestionario fue recopilado de diversas fuentes públicas.

Tabla 27: Clasificación de las sociedades de inversión en función de los recursos gestionados en millones de euros.

Capital bajo gestión	Nº	Porcentaje
Menos de 5 millones €	5	13,9%
Entre 5 y 10 millones €	6	16,7%
Entre 10 y 25 millones €	4	11,1%
Entre 25 y 50 millones €	4	11,1%
Entre 50 y 100 millones €	7	19,4%
Más de 100 millones €	10	27,8%
Total	36	100,0%

Fuente: Elaboración propia

El grupo más numeroso con 10 *Venture Capital* es el de aquellos que gestionan más de 100 millones de euros. Es llamativo, como aunque 11 gestionan por debajo de los 10 millones y 8 entre los 10 y 50, 17 de ellos disponen de más de 50 millones de euros.

3.2.3.6. Rol de inversor líder.

En el apartado de “Funcionamiento del *Venture Capital*” hablábamos de los diferentes papeles que puede adoptar un inversor. Pues bien, en diferentes estudios hemos podido comprobar como un elemento que utilizan para diferenciar distintos comportamientos de los *Venture Capital* es discernir si en la empresa financiada estos actúan o no como inversor líder.

En su estudio de investigación Hopp (2008) explica como el rol en la gestión y monitorización de la empresa difiere sustancialmente cuando el inversor actúa como inversor líder de cuando no se comporta como tal. Gorman y Sahlman (1990) encontraron que el “*Lead Investor*” invierte unas diez veces más de esfuerzo en la gestión y monitorización de la inversión. Frances (2017) explica como en este tipo de operaciones de financiación frecuentemente habrá un inversor líder y otros que actuarán como acompañantes y que potencialmente contribuirán menos que el líder.

Kaplan y Strömberg (2004) o Hochberg et al. (2007) definen al inversor líder “*lead investor*” como aquel que invierte la mayor cantidad de dinero en la empresa. Por su parte Megginson y Weiss (1991); Hochberg et al. (2006) o Sorensen (2007) definen el “*Lead investor*” como aquel inversor que adquiere, acumula o sustenta la mayor cantidad de participaciones de la compañía. En ambas situaciones tendrán un mayor incentivo en tener un papel más activo en gestionar y asesorar a la empresa financiada.

Otra aproximación a este concepto es la que realiza Hopp (2008) ya que usa dos criterios, especificando además como estos además tienen que producirse simultáneamente. Se refiere a que el inversor haya participado en el mayor número de rondas de entre todos los inversores y que a su vez haya estado implicado en la ronda de financiación inicial (Hopp, 2008).

Por ejemplo, autores como Gorman y Sahlman (1989) o Hopp (2008) emplean este término para segmentar las empresas sobre las que contestan los inversores encuestados en sus estudios. Elango et al. (1995) también lo tienen en consideración al preguntar acerca de cuál es el número de empresas sobre las que hace seguimiento personalmente el inversor cuando este actúa como “*lead investor*” y por otra parte cuál es el número de empresas monitorizadas en las que no desempeña el papel de “*lead investor*”.

En este estudio de investigación decidimos incluir en el cuestionario enviado a los “Profesionales del VC” una pregunta en la que debían contestar “sí” o “no” a la cuestión de si él o la sociedad de inversión de la que formaba parte desempeñaban el papel de “inversor líder” en la empresa acerca de la cual se le preguntaba. Como ya hemos mencionado, obtuvimos 117 contestaciones sobre el total de 144 operaciones encuestadas. Los resultados obtenidos se recogen en la siguiente tabla construida a partir de las respuestas recibidas por parte de los “Profesionales de los VC”.

Aproximadamente de las contestaciones recibidas se pone de relieve un número similar de operaciones en las que el *Venture Capital* actuó como inversor líder (51,3%) frente a un 48,7% en los que no desempeñó ese rol.

Tabla 28: Clasificación de las operaciones en función de si *Venture Capital* actuaba como “inversor líder”.

Inversor Líder	Nº	Porcentaje
Si desempeña el VC el rol de inversor líder	60	51,3%
No desempeña el VC el rol de inversor líder	57	48,7%
Total	117	100,0%

Fuente: Elaboración propia

3.2.4. Aspectos vinculados con el profesional de la sociedad de inversión.

Una vez hemos tenido en consideración las características propias de la empresa, del “CEO-emprendedor” de la compañía y de la sociedad de inversión; que pueden influir en el comportamiento y por tanto en las respuestas recibidas, también incluiremos otras variables que afectan al propio “Profesional del VC” como persona que pasamos a describir en los siguientes epígrafes.

Para poder recabar información acerca de todos estos conceptos fueron incluidos en el modelo de cuestionario enviado a los inversores de las 144 operaciones de financiación, de los que obtuvimos 117 respuestas. Recordar, como ya hemos explicado que contactamos con la sociedad de inversión para pedirles los correos electrónicos de las personas dentro de su organización más adecuadas para contestar los cuestionarios.

En algunos casos, hemos podido comprobar cómo dentro de una sociedad de inversión eran varias personas las que contestaban los cuestionarios, cada una de ellas lo hacía acerca de la empresa que se incluía en su cartera de participadas. En otros casos, debido a que no tenían una amplia estructura en la organización, una misma persona completó los cuestionarios relacionados con sus operaciones.

3.2.4.1. Edad.

Al igual que hemos hecho en el caso la medición de la edad de los “CEO-emprendedor” se ha optado por escoger la misma escala que la empleada por GEM. Así, se incluyó en el cuestionario una pregunta en la que se les solicitaba a los inversores que seleccionaran la casilla correspondiente a su rango de edad (ver tabla 29). Las tablas 29 y 30 se han elaborado a partir de las contestaciones facilitadas por los “Profesionales de los VC”.

Tabla 29: Clasificación de los “Profesionales de los VC” en función de su edad.

Edad	Nº	Porcentaje
de 18 a 24 años	0	0,0%
de 25 a 34 años	10	8,5%
de 35 a 44 años	50	42,7%
de 45 a 54 años	44	37,6%
de 55 a 64 años	13	11,1%
Total	117	100,0%

Fuente: Elaboración propia

El 91,5% se sitúa entre los 35 a los 54 años de edad. Es decir, es un sector en el que se requiere cierta experiencia para poder trabajar en él.

Tabla 30: Edad de los “Profesionales del VC”.

Edad	Nº	Porcentaje
Menor de 44 años	60	51,3%
45 años o más	57	48,7%
Total	117	100,0%

Fuente: Elaboración propia

3.2.4.2. Experiencia profesional previa.

A través de la revisión de la literatura son diversos los autores que tienen en consideración el pasado profesional de las personas que trabajan en los *Venture Capital*.

Watkins (2013) explica como las firmas de *Venture Capital* emplean los conocimientos y la experiencia de sus profesionales. Esto es debido a que muchos de ellos tienen experiencia previa como emprendedores (empresarios) así como un profundo conocimiento de la industria y del sector específico, otro grupo numeroso de ellos incluso han tenido un pasado profesional como investigadores o tecnólogos, directivos o responsables de I+D o de los departamentos de marketing de corporaciones (Bottazzi et al., 2008). Esta experiencia está emparejada con la tenencia de una amplia red de contactos con profesionales de otros *Venture Capital*, de banca de inversión, universidades y más importante aún con grandes corporaciones, así como sus relaciones con fabricantes y proveedores (Brander et al., 2002).

Esta red de contactos proporcionará información al *Venture Capital* en su proceso de análisis y selección de la inversión y será utilizado para una monitorización efectiva de las empresas de su *portfolio* durante la fase posterior a la inversión, guiándolo y preparándolo hacia la desinversión final (Watkins, 2013).

Zarutskie (2008) analizó el papel ejercido por el profesional del *Venture Capital* en el desempeño de sus empresas financiadas, a través de la propensión a desinvertir vía OPV o vendiéndosela a un industrial. Encontró que cuando estos profesionales contaban con experiencia ejecutiva, tenían más probabilidades de desinvertir, consistente con la hipótesis de que aquellos *Venture Capital* que tienen un perfil con experiencia en gestión-dirección pueden ayudar a sus compañías a crecer. Zarutskie (2008) también concluyó en su investigación como en determinados sectores especializados, como el Biotech, tienen más probabilidades de desinvertir cuando estos profesionales tienen formación avanzada específica en esos campos. Esto resulta consistente con la hipótesis de que un conocimiento especializado ayuda a los VC a identificar buenas inversiones y aconsejar en las tareas relacionadas con el desarrollo del producto (Zarutskie, 2008).

Por su parte, Hellmann y Puri (2002) documentan empíricamente como las empresas financiadas por los *Venture Capital* tienen más probabilidades de reclutar profesionales para el equipo gestor que aquellas otras empresas que no disponen de este tipo de financiación, especialmente si los *Venture Capital* cuentan con profesionales que tienen experiencia como ejecutivos en empresas, lo que sin duda les ayudará en esta tarea.

En el estudio de Bottazzi et al. (2008), también muestran como los *Venture Capital* con experiencia en negocio tienen más probabilidades de ayudar a las empresas de su cartera de participadas en el reclutamiento de profesionales para crear el equipo gestor.

Para realizar una clasificación de la experiencia profesional previa de los profesionales de los VC vimos como ejemplo la empleada por Zarutskie (2008). En ella diferencia entre otras cuestiones el hecho de si ha trabajado previamente como “Gestor” en otra compañía, ya sea como director general, director financiero o director de operaciones, o si ha trabajado como “Consultor”, o si cuenta con formación técnica en cuestiones de Ciencias de la vida o con estudios de Informática.

Frances (2017) en su investigación les preguntaba: “¿Qué otra experiencia en el mundo de los negocios tienes?”, valorando el hecho de si esta había sido como emprendedor, ingeniero o financiero.

Finalmente, nosotros le pedimos al “Profesional del VC” que seleccionara dentro del cuestionario una de las opciones de entre los cinco grupos que planteábamos. En la tabla 31 podemos ver las diferentes opciones para encasillar la experiencia previa y los resultados obtenidos de nuestra muestra.

Tabla 31: Clasificación de los “Profesionales del VC” en función de su experiencia profesional previa.

Experiencia profesional	Nº	Porcentaje
Financiero	56	47,9%
Emprendedor	4	3,4%
Gestor	22	18,8%
Tecnólogo	3	2,6%
Otros	32	27,4%
Total	117	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Obtuvimos que el grupo más numeroso se corresponde con tener una experiencia previa como “Financiero” (47,9%). Es de destacar el bajísimo peso de contestaciones provenientes de un perfil con un pasado “Tecnólogo” (2,6%) y “Emprendedor” (3,4%). A priori, podría parecer que una sociedad de inversión que va a relacionarse con emprendedores que han fundado empresas tecnológicas debería tener en plantilla un mayor peso de profesionales con un pasado “Emprendedor” o “Tecnológico”.

3.2.4.3. Experiencia dentro del sector del *Venture Capital*.

Otro aspecto relevante que puede influir en el tipo y grado de aportación de valor es la experiencia que acumula el inversor dentro del sector del *Venture Capital*. A priori, pensaremos que un profesional con una mayor experiencia tendrá más contactos, una mejor reputación y estará más capacitado para poder realizar una aportación positiva a la empresa financiada.

Gorman y Sahlman (1989) lo evalúan como el número de años del profesional dentro del negocio del *Venture Capital*. Por su parte, Balboa y Martí (2007) establecen grupos que van desde una experiencia de 0 a 5 años, de 6 a 10, de 11 a 20 años o superior a los 20 años.

En la investigación realizada por Frances (2017) incluyó en su cuestionario la siguiente pregunta: ¿cuánto tiempo has estado en el negocio del *Venture Capital*?, obteniendo respuestas muy diversas. Algunos respondieron que décadas, otros 7, 13, 17 o 21 años.

En nuestro caso hemos establecido 4 grupos como vemos en la tabla 32, pidiéndoles a los “Profesionales del VC” que seleccionaran el rango dentro del cual se encasillaba su experiencia.

Tabla 32: Clasificación de los “Profesionales del VC” en función de su experiencia previa en el sector.

Experiencia en VC	Nº	Porcentaje
Menos de 3 años	4	3,4%
Entre 3 y 6 años	22	18,8%
Entre 6 y 10 años	33	28,2%
Más de 10 años	58	49,6%
Total	117	100,0%

Fuente: Elaboración propia

El grupo más numeroso de la nuestra muestra, con casi la mitad de las respuestas es el de más de 10 años (49,6%) acorde con los resultados obtenidos en el apartado de edad de las sociedades de inversión.

3.2.4.4. Tamaño de la cartera de participadas.

Aunque a priori, el *Venture Capital* tendrá motivación para aportar valor a todas y cada una de las empresas que ha financiado, lo cierto es que como hemos visto en el apartado “Tamaño de la cartera de participadas del *Venture Capital*”, la dedicación dependerá del tiempo material del que disponga cada uno de los profesionales y este se verá condicionado por el número de empresas que tenga que atender. Es decir, a priori se podría suponer que un profesional que tuviera una cartera de participadas más numerosa tendrá menos tiempo para dedicar sus esfuerzos a cada una de las empresas.

Gorman y Sahlman (1989) explican como el resultado del vehículo de inversión de cada *Venture Capital* estará condicionado por el desempeño y en consecuencia la rentabilidad obtenida por cada una de las empresas financiadas de manera individual. Por tanto, los *Venture Capital* deberán tener en consideración cual es el tamaño óptimo de su cartera de participadas para evaluar el tiempo que podrían dedicar a cada una ellas en función de su disponibilidad de tiempo.

Para Alemany y Martí (2006) el valor añadido está relacionado con la atención puesta por los gestores de los *Venture Capital* a cada una de las empresas. Asumiendo que los gestores de los VC tendrán más tiempo disponible para añadir valor si el número de empresas sujetas a su escrutinio es bajo (Alemany y Martí, 2006). Autores como Kannianen y Keuschnigg (2003); Kaplan y Strömberg (2004) y Fulghieri y Sevilir (2005) tienen en consideración el tamaño del *portfolio*.

Gorman y Sahlman (1989); Elango et al. (1995) o Alemany y Martí (2006) lo miden como el número de inversiones gestionadas por cada socio profesional del VC. Bartkus (2004) lo calcula como el número de empresas financiadas por el *Venture Capital* dividido entre el número de profesionales que se ocupan de las empresas dentro de los VC.

Balboa y Martí (2006) encuentran que la reputación del *Venture Capital* está relacionada con la ratio de empresas financiadas por gestores de inversión que tenga el VC. Establece rangos en función del número de empresas por cada profesional de hasta 2 empresas, 2 o 3 empresas, de 3 a 4 o más de 4.

Los rangos utilizados por nosotros en este estudio se reflejan en la tabla 33, donde vemos que para nuestra muestra el porcentaje de respuestas más elevado se encuentra dentro de aquellos que gestionan más de 8 empresas, seguido del grupo de 6-7 empresas, siendo el grupo más reducido el de aquellos profesionales que tienen bajo su responsabilidad un número menor de 3 empresas.

Tabla 33: Clasificación de los “Profesionales del VC” en función del tamaño de su *portfolio*.

Tamaño portfolio	Nº	Porcentaje
Entre 1 y 3 empresas	5	4,3%
Entre 4 y 5 empresas	13	11,1%
Entre 6 y 7 empresas	20	17,1%
8 o más empresas	79	67,5%
Total	117	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Resulta muy significativo como en el 67,5% de los casos el tamaño de la cartera de participadas se sitúa en el grupo de 8 o más empresas. Es decir, estos profesionales tienen que repartir su escaso tiempo entre un gran número de empresas.

3.2.5. Frecuencia de interacción entre el CEO-emprendedor y la sociedad de inversión.

Para que se pueda producir un intercambio entre dos agentes tiene que tener lugar un contacto entre ellos que permita el establecimiento de un canal de comunicación. A priori, parece obvio que una mejor comunicación y una comunicación más frecuente deberían permitir un mejor intercambio y por tanto mayores oportunidades para la aportación de valor por parte del “*Venture Capital*” a la “empresa financiada”.

Autores como Huyghebaert O’Donohoe (2007) identifican y evalúan distintos métodos de comunicación que pueden llegar a producirse (Cara a cara, a través del teléfono, a través de la representación en el consejo de administración o una combinación de todos ellos).

Gorman y Sahlman (1989) miden el porcentaje a lo largo del año de las horas de trabajo del *Venture Capital* que este dedica a monitorizar y asistir a las empresas de su *portfolio* (agrupa entre 0%; 15%; 30%; 45%; 60%; 75%; 90%). Obteniendo que habitualmente dedican el 60% de su tiempo a gestionar sus empresas financiadas, mientras que el resto del tiempo lo emplean en evaluar nuevas inversiones y en otras actividades administrativas. Esto es debido a que los riesgos de la agencia impulsan a los *Venture Capital* a actuar con la necesidad de monitorizar las actividades de las empresas para asegurarse que el comportamiento de sus gestores-fundadores está alineado con los intereses del *Venture Capital*. Observan una relación positiva entre el nivel de activismo del *Venture Capital* y el éxito financiero. Además, como el resultado del fondo estará influenciado en última instancia por cada una de las inversiones de manera individual. En consecuencia, requiere que los *Venture Capital* midan con cuidado el tamaño de su cartera de participadas en función del tiempo disponible que dispondrá para poder dedicárselo a cada una de ellas (Gorman y Sahlman, 1989).

Frances (2017) explica como los profesionales de los *Venture Capital* emplean una gran cantidad de su tiempo y esfuerzo en las empresas que financian. Sin embargo, estos tienen limitaciones de tiempo, refiriéndose a él como un activo el cual pueden invertir o desperdiciar. Por eso no están interesados en las operaciones del día a día de las empresas, sino que tiene que ser manejado su tiempo de manera eficiente y oportunista (Frances, 2017).

Por su parte, Elango et al. (1995) incluso distinguen entre la dedicación media en horas por mes cuando el *Venture Capital* actúa como inversor líder de cuando no actúa como tal (*lead investor* (horas/mes) o no *lead investor* (horas/mes)).

Igualmente, a través de la revisión bibliográfica hemos podido observar distintas formas de medir la frecuencia de interacción. Por ejemplo, Scarlata (2011) para medir la frecuencia de la monitorización formal o informal de los *Venture Capital* filantrópicos a lo largo del año utiliza una escala del 1-12 (1 = una vez al año; 2 = semestralmente; 3 = cuatrimestralmente; 6 = cada dos meses; 12 = mensual).

Huyghebaert y O'Donohoe (2007) para evaluar la frecuencia de la comunicación entre el *Venture Capital* y su empresa financiada toman el número de veces que interactúan durante el año, creando 5 grupos (1–5 veces; 6–10 veces; 11–15; 16–20 o más de 20 veces).

Nosotros hemos optado por utilizar la escala empleada por Sapienza (1994) en su estudio de medición del proceso de gobernanza con la frecuencia de interacción cara a cara entre el *Venture Capital* y el gestor de la empresa y; Sapienza et al. (1996) en el que estos autores plantearon en su estudio la pregunta: “Tras la inversión, ¿cuál es la frecuencia óptima de interacción entre el *Venture Capital* y el emprendedor para el mayor aporte de valor?”. : Las opciones planteadas con respecto a la frecuencia de interacción entre el *Venture Capital* y el CEO fueron los 7 grupos que se pueden apreciar en la tabla 34 (1 = menos de una vez por trimestre; 2 = una vez al trimestre; 3 = una vez al mes; 4 = dos veces al mes; 5 = una vez a la semana; 6 = dos veces a la semana; 7 = todos los días). En este trabajo de investigación en lugar de preguntarles sobre el óptimo les hemos pedido que contestasen sobre la frecuencia media real de interacción desde la fecha en la que se produjo la operación de financiación hasta la contestación del cuestionario, para posibilitar la aportación de valor por parte del *Venture Capital*.

Los datos obtenidos se obtuvieron a partir de las contestaciones recibidas a los cuestionarios enviados tanto del “CEO-emprendedor” como del “Profesional del VC”. Al “CEO-emprendedor” se le pidió que seleccionará cual de los grupos reflejaba la que había sido la frecuencia real de interacciones con su “*Venture Capital*”, evidentemente si había recibido la inversión de más de un *Venture Capital* habría tenido que contestar un cuestionario que recogiera la frecuencia de interacción para cada uno de ellos. Por su parte, al “Profesional del VC” también se le pidió que seleccionará uno de los 7 grupos definidos por Sapienza et al. (1996) que recogiera cual ha sido la frecuencia media real de interacción con cada una de las compañías financiadas.

Tabla 34: Clasificación de las frecuencias media de interacción.

Frecuencia de interacción entre ambos	"CEO-emprendedor"		"Profesional del VC"	
	Nº	Porcentaje	Nº	Porcentaje
Menor de 1 vez por trimestre	14	14,4%	14	12,0%
Una vez por trimestre	27	27,8%	27	23,1%
Una vez al mes	31	32,0%	34	29,1%
Dos veces al mes	12	12,4%	19	16,2%
1 vez por semana	8	8,2%	15	12,8%
2 veces por semana	4	4,1%	6	5,1%
Todos los días	1	1,0%	2	1,7%
Total	97	100%	117	100%

Fuente: Elaboración propia

En las tablas 34 y 35 se recogen las respuestas emitidas por los “CEO-emprendedor” y los “Profesionales del VC” en la que fijan la frecuencia media anual de interacción entre ambos desde el momento de realizar la operación de financiación hasta la realización de la encuesta. Resulta llamativo comprobar los resultados de las respuestas emitidas por ambos agentes acerca de la frecuencia de interacción entre ellos. En ambos casos resulta que el grupo con mayor porcentaje es

el de “Una vez al mes”, el segundo para ambos es “Una vez por trimestre”. También en sexto y séptimo lugar para ambos se sitúan respectivamente “2 veces por semana” y “Todos los días”.

Si comparamos nuestros resultados con los obtenidos por Sapienza et al. (1996) los *Venture Capital* en Estados Unidos contestaron que su frecuencia media alcanzaba un valor de 3,20 algo superior a “Una vez al mes”. Para el caso de Europa, en el Reino Unido el valor fue de 3,43 lo que la situaba entre “Una vez al mes” y “Dos veces al mes”; seguido en valor por Holanda con un valor de 3,06 en la línea de “Una vez al mes”, y Francia con un 2,67 con la menor frecuencia de los 4 países y significativamente por debajo de “Una vez al mes”.

Por su parte, en los resultados obtenidos para el ecosistema español por Ruano y Rodríguez (2013) la frecuencia óptima manifestada por los “Profesionales del VC” y los “CEO-emprendedores” se situó en 3,39 y 2,67 respectivamente, habiendo utilizado la misma escala de Sapienza et al. (1996).

Los *Venture Capital* irlandeses respondieron que la categoría con entre “6 y 10 reuniones formales por año” con las empresas financiadas fue la que obtuvo un porcentaje más alto 42%; seguido con un 26% por el de “11-15 veces” (Huyghebaert y O’Donohoe, 2007).

En el caso de los VC con fines sociales o filantrópicos en la investigación de Scarlata (2011) los VC respondieron que la frecuencia de los contactos informales del VC con el emprendedor social que han financiado se situaba de media con un valor ligeramente superior a una vez al mes.

Tabla 35: Clasificación de la interacción en función de si la frecuencia media es menor de 1 vez al mes o una vez al mes o superior.

Frecuencia de interacción entre ambos	"CEO-emprendedor"		"Profesional del VC"	
	Nº	Porcentaje	Nº	Porcentaje
Menos de una vez al mes	41	42,3%	41	35,0%
Una o más veces al mes	56	57,7%	76	65,0%
Total	97	100%	117	100%

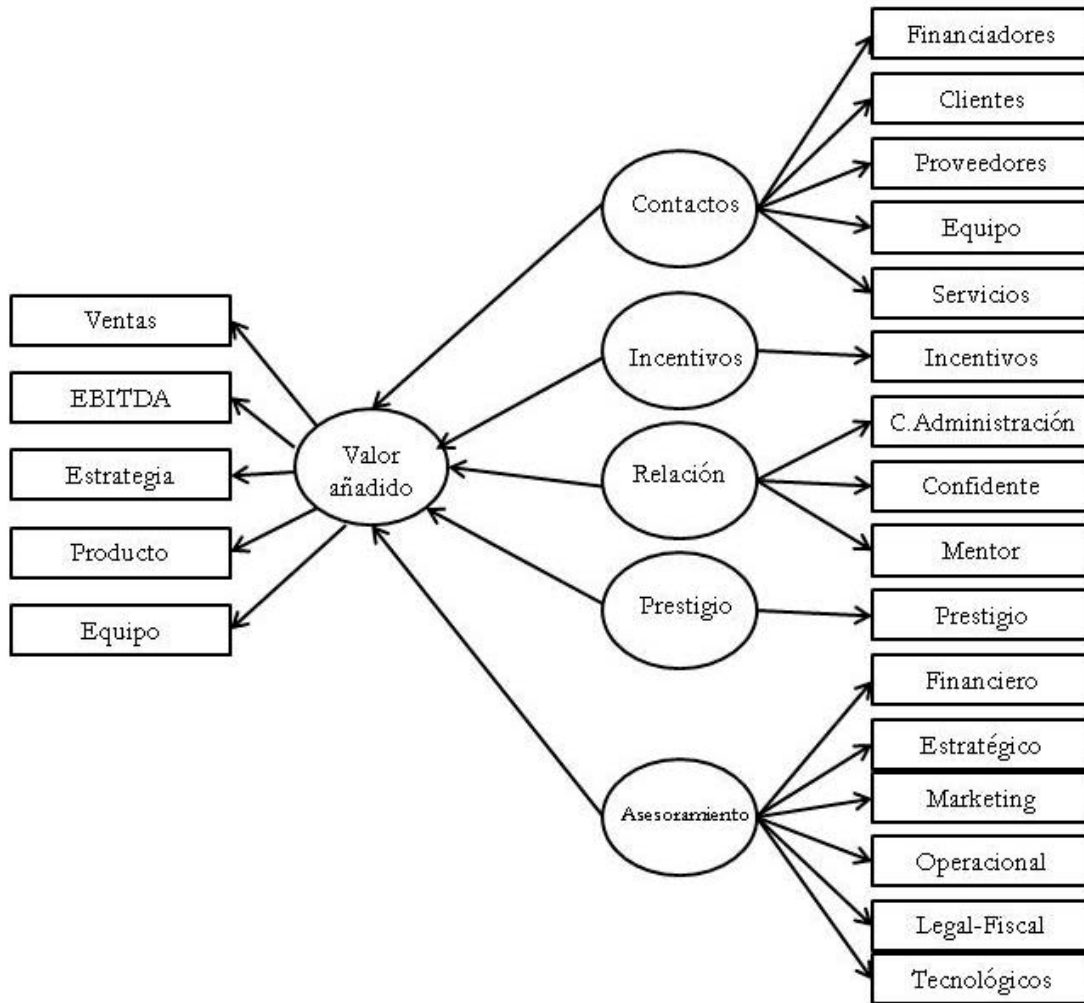
Fuente: Elaboración propia

Si agrupamos las respuestas en dos únicos grupos, apreciamos como en ambos casos el más numeroso es “Una o más veces al mes” con un 57,7% y un 65,0% según el “CEO-emprendedor” y el “Profesional del VC” respectivamente.

3.3. Variables.

Las relaciones expresadas a través de las 5 hipótesis que hemos planteado están representadas en nuestro modelo de investigación mostrado en la figura 32.

Figura 32: Modelo de investigación que recoge las hipótesis planteadas.



Fuente: Elaboración propia

3.3.1. Variable dependiente.

La variable dependiente de nuestro modelo es el “valor añadido” (*Value Added*), concepto muy heterogéneo difícil de definir y de medir. Seguramente una buena forma de medir la aportación de valor por parte de los *Venture Capital* a la empresa sería a través del valor alcanzado por la compañía y las plusvalías obtenidas gracias a ello por los *Venture Capital* en un proceso de desinversión. Para Fitza et al. (2009) el incremento de valoración de la empresa en el tiempo se toma como diferencia entre las valoraciones pre-money y post money que medirían a su vez la evolución positiva de la sociedad.

Además, debido al tipo de información disponible, el mecanismo probablemente más transparente sería comparar empresas que hubieran salido a bolsa (OPV) participadas por un *Venture Capital* con aquellas otras comparables que no hubieran estado respaldadas por este tipo de inversores. Sin embargo, en España no existe una muestra representativa de empresas participadas por un *Venture Capital* que hayan desinvertido mediante un proceso de OPV (IPO).

Fulghieri y Sevilir (2005) explican como la mejor medición de la aportación de valor vendría por la renta obtenida en la desinversión por el *Venture Capital* y el emprendedor por el incremento de valor de la empresa. El beneficio del *Venture Capital* depende directamente del éxito de las empresas de su *portfolio*. Por tanto, si el *Venture Capital* no ha invertido en la empresa los pagos a recibir serán “0” por lo que no tendrá ningún incentivo para aportar valor (Fulghieri y Sevilir, 2005).

Queremos recordar que el objetivo final del *Venture Capital* cuando “aporta valor” sería la obtención de un retorno. Parece obvio pensar que cuanto mejor desempeño tenga la compañía financiada sobre la que a priori el inversor tendría interés en aportar valor, este contaría con más posibilidades de obtener un mejor retorno. Un *Venture Capital* obtendrá su retorno midiendo la rentabilidad que ha logrado de los recursos monetarios destinados a la empresa financiada. Si se trata de un *Venture Capital* corporativo, los retornos también podrían alcanzarse de manera indirecta y no necesariamente monetaria.

No obstante, como mencionan Gompers y Lerner (2000) la medición de los retornos directos e indirectos supone grandes retos. Los indirectos por su difícil identificación y cuantificación, y los directos bien porque no se haya producido aún la desinversión o en el caso de que si se haya producido por el enorme secretismo que envuelve estas operaciones no siendo públicos los datos sobre las rentabilidades obtenidas (Gompers y Lerner, 2000). Behrens (2007) también abunda en la idea de que la información relativa al desempeño de las empresas y de los *Venture Capital* es hecha pública en contadas ocasiones.

Los datos financieros de las operaciones si serían más fáciles de obtener si finalmente las empresas terminaran saliendo a cotizar al mercado de capitales donde ya deberían hacer públicos gran parte de los datos. Pero a diferencia de lo que puede ocurrir en un mercado más desarrollado y con una serie histórica más amplia como el de los Estados Unidos donde si se podrían obtener datos, en España a la fecha son muy escasas las empresas que tras recibir financiación por parte de un *Venture Capital* han culminado ese proceso.

Ivanov y Xie (2010) para su estudio requieren empresas que hayan culminado procesos de OPV y que tengan disponibles los estados financieros del ejercicio fiscal previo con datos de ventas, EBITDA, activos totales o tesorería. Sun (2007) realiza su estudio a través de la evolución que siguen entre otros parámetros los ingresos netos, las ventas o el precio de cotización en el periodo de los 3 años posteriores al primer día de cierre de la cotización en la operación de la OPV.

Los autores Hochberg et al. (2007) explican como para medir el nivel de desempeño de la empresa tienen dificultades ya que la base de datos que utilizan no incluye detalles como el porcentaje de participaciones adquirido por el *Venture Capital* u otro tipo de opciones convertibles en acciones; incluso en ocasiones ni siquiera la cantidad invertida. Por eso, utilizaron otras variables indirectas. Pero en ausencia de datos de retorno optaron al igual que Gompers y Lerner (1998, 2000), Brander et al. (2002), y Sorensen (2007) por considerar el hecho de una desinversión exitosa como la señal final de una inversión satisfactoria.

Gompers et al. (2009) realizan un estudio en Estados Unidos con 822 compañías de *Venture Capital* con 3.518 personas que les representaban en los Consejos de 11.297 empresas entre los años 1975 a 1998, en el que definen éxito en los casos en los que la empresa financiada fue adquirida, fusionada o

había realizado una operación de salida al mercado de capitales (OPV) (variable binaria, siendo el escenario de no éxito en caso contrario).

El éxito para Bartkus (2004) lo mide como una variable binaria resultando exitosa si la empresa es adquirida o lleva a cabo un proceso de OPV y no exitosa en caso contrario. Abdou (2006) aunque tiene en consideración las ventas, distingue entre si la empresa ha caído en un proceso de suspensión de pagos y/o liquidación o si por el contrario no se ha visto inmersa en esta situación.

Para Hellmann y Puri (2002) una clara señal de éxito de las empresas es si han llevado a cabo una operación de OPV, pero también otras señales de su progreso son cuestiones relativas al producto que ha lanzado al mercado.

Además, según Hellmann y Puri (2002) las compañías que en el proceso de evolución desde su fundación llegan a convertirse en grandes organizaciones complejas la atracción de empleados con un alto nivel de talento es un reto clave. El desarrollo de las funciones de recursos humanos en su más amplia definición (desde el reclutamiento de los distintos perfiles dentro de la organización al desarrollo de políticas de recursos humanos o el establecimiento de planes de retribución mediante paquetes de acciones de la sociedad), se convierte en un aspecto significativo del proceso de profesionalización; especialmente en sectores altamente tecnológicos donde el capital humano es crítico (Hellmann y Puri, 2002). Por ello será muy interesante evaluar el papel que pueden haber tenido los *Venture Capital* en este proceso.

Nosotros hemos considerado que el “valor añadido” por el *Venture Capital* tendrá un impacto en el desempeño de la empresa. Clarysse et al. (2011) explican en su investigación como un gran número de indicadores acerca del desempeño de la empresa se han mostrado como relevantes.

El desempeño podría medirse con indicadores objetivos o subjetivos, pero los parámetros objetivos son mucho menos empleados dentro del contexto de este tipo de empresas de nueva creación (Khedhaouria et al., 2015) de las que reciben la financiación de los *Venture Capital*. Además, los emprendedores son muy reacios a facilitar este tipo de información ya que resulta estratégica (Hellmann y Puri, 2000).

Por ejemplo, Kunze et al. (2013) emplean indicadores financieros como la productividad del empleado, la situación financiera o el crecimiento de la empresa. Sin embargo, diversos investigaciones han argumentado que los indicadores tradicionales basados en aspectos relacionados con la contabilidad no son apropiados para medir el desempeño de las empresas jóvenes (Cegarra y Wensley, 2009; Clarysse et al., 2011; Covin et al., 2015⁴⁶). Esto es debido especialmente a que el crecimiento en el desempeño de las empresas de los emprendedores tiene una relación muy cercana con aspectos inobservables tales como el desarrollo de una tecnología única, brillantes ideas de negocio, o con la creación de un equipo diferencial con ventajas competitivas entorno a los fundadores (Bertoni et al., 2011; Croce et al., 2013). Así, en este tipo de empresas los activos

⁴⁶ Covin et al. (2015) en su estudio exponen las dificultades con las que se encontraron para medir el desempeño de la nueva empresa. Destacan como los indicadores de desempeño fundamentalmente financieros (ROA, etc.) en los que se comparan año a año ratios y que son utilizados para el caso de las empresas ya establecidas, no resultaban ser los más adecuados para estas empresas. Incluso ponen como ejemplo lo inapropiado del uso de medidas de rentabilidad, donde por definición este tipo de empresas en sus primeros años son no rentables. Por tanto, utilizan como aproximación más apropiada criterios subjetivos de medición del desempeño de acuerdo a expectativas.

intangibles son frecuentemente la única fuente de ventajas competitivas que pueden ser sostenibles durante un largo periodo de tiempo (Croce et al., 2013).

Además, en particular las empresas de nueva tecnología podrán encontrarse en una situación de pérdidas ocasionadas precisamente por el hecho de que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo y empezando a tener presencia en el mercado (Clarysse et al., 2011).

Otra razón se encuentra en el hecho de la dificultad de acceder a la información de tipo financiera. Por ejemplo, Hellmann y Puri (2002) explican que desde el punto de vista de que estas empresas no son públicas (no cotizan en un Mercado de Valores) sino que son privadas, no se tendrá acceso a la información que si es pública cuando están en el mercado de capitales; y no se tendrá acceso a sus estados financieros o a sus planes de negocio que fueron tenidos en consideración cuando el *Venture Capital* tomo su decisión de financiar la empresa.

También Cravalho (2007) justifica en su estudio la medición del valor con datos no financieros. El objetivo de su estudio fue examinar como los fundadores de las empresas de alta tecnología en los Estados Unidos apalancaban los consejos externos en su beneficio. Cravalho (2007) se encontró con que le fue difícil obtener datos precisos de su desempeño, ya que las empresas manejaban sus estados financieros de forma privada. Explicaba como la mejor manera de haber medido el éxito hubiera sido analizando las cuentas de ingresos y de beneficios de cada compañía. Aunque requirió esa información, ninguna de las empresas se sintió cómoda compartiendo sus estados financieros. El siguiente mejor método de evaluar el comportamiento de una empresa sería fijarse en su capitalización en el mercado. De nuevo, las empresas tampoco se mostraron colaboradoras en compartir datos acerca de su capitalización más reciente en la última ronda de financiación (*valor premoney*). Por tanto, los únicos datos posibles que el autor pudo utilizar acerca de la evolución tuvieron su origen en fuentes públicas. Cravalho (2007) admitió que probablemente esta no era la mejor forma de medir, pues los datos no estaban disponibles hasta pasado un tiempo (más de un año) por lo que no eran actuales.

A este respecto Bartkus (2004) explica como para la mayoría de la gente que está fuera de esta industria lo que ocurre realmente dentro de las finanzas del inversor es enigmático. En Estados Unidos, esto es debido a que la mayoría de la actividad inversora está soportada por inversores privados que no tienen la obligación de hacer pública su actividad ni aportar datos de sus participadas. Imposibilitando que pueda ser estudiada y analizada su actividad con rigor (Bartkus, 2004).

Queremos añadir como además los estados financieros no representan exactamente el valor potencial de este tipo de empresas. Puesto que tienen una corta historia y unos escasos datos financieros, además no reflejarán el valor potencial de su tecnología, o su valor en función de la cuota de mercado, el tráfico, la cartera de clientes, los usuarios, las transacciones, etc.

Los indicadores subjetivos son utilizados habitualmente (Hochberg et al., 2007) y han venido mostrando una fuerte fiabilidad y validez (Khedhaouria et al., 2015).

En función de las características de nuestra población con empresas pertenecientes a diferentes sectores (biotecnología, software, etc.), en las que tenemos algunas que ya tienen ventas y otras no, con diferentes grados de desarrollo o edades distintas; decidimos utilizar por ser más adecuados

aspectos subjetivos que reflejaran el desempeño de la compañía desde una amplia perspectiva adaptándolos a partir de las siguientes referencias bibliográficas relativas al ecosistema emprendedor como por ejemplo: Gompers y Lerner, 2001; Hellmann y Puri, 2002; Bottazzi y Da Rin, 2002; Davila et al., 2003; Baum y Silverman, 2004; Alemany y Martí, 2005; Bottazzi et al., 2008; Ivanov y Xie, 2010; Chemmanur et al., 2011; Clarysse et al., 2011; Croce et al., 2013; Alemany y Villanueva, 2014.

Por ejemplo, para valorar el desempeño de las empresas financiadas por los *Venture Capital* Sapienza et al. (1996) emplearon una medición de la percepción en lugar de las ventas o la rentabilidad debido a lo inadecuado de utilizar indicadores financieros. Fried et al. (1998) argumentan como quizás es más apropiada una medición subjetiva debido a que en las compañías muy jóvenes esta reflejará mejor su posición estratégica. Otro camino es el utilizado por Fredriksen et al. (1999) quienes sugieren que una vía para tratar con este problema es usar una medición subjetiva de cómo las compañías están evolucionando de acuerdo con su plan de negocio.

En nuestro estudio para medir el “Valor añadido”, debido a que se manifiestan en todas las empresas y nos permiten tener una visión global de la evolución de las compañías, hemos optado por seleccionar los 5 mismos indicadores que ya utilizamos en el apartado “Desempeño”; estos son:

- EBITDA (beneficios antes de intereses, amortizaciones e impuestos) (EBITDA)
- El desarrollo del producto o servicio (Producto)
- Ventas (Ventas)
- Ejecución-Implementación de la estrategia (Estrategia)
- La formación del equipo gestor (Equipo)

Para la elección de los 5 ítems hemos considerado los aspectos mencionados en el apartado “Desempeño de la empresa” además de lo expresado por los siguientes autores:

- EBITDA: Ivanov y Xie (2010); Chemmanur et al. (2011).
- El desarrollo del producto o servicio: Hellmann y Puri (2002); Alemany y Villanueva (2014).
- Ventas: Gompers y Lerner (2001); Bottazzi y Da Rin (2002); Davila et al. (2003); Alemany y Martí (2005); Bottazzi et al. (2008); Cegarra y Wensley (2009); Ivanov y Xie (2010); Clarysse et al. (2011); Croce et al. (2013); Chemmanur et al. (2011).
- Ejecución-Implementación de la estrategia: Alemany y Villanueva (2014).
- La formación del equipo gestor: Gompers y Lerner (2001); Hellmann y Puri (2002); Bottazzi y Da Rin (2002); Davila et al. (2003); Baum y Silverman (2004); Alemany y Martí (2005); Bottazzi et al. (2008); Clarysse et al. (2011); Croce et al. (2013).

En nuestro caso la medición del “valor añadido” se realizó mediante la inclusión en el cuestionario enviado a los “CEO-emprendedor” y a los “Profesionales del VC” de la petición de que evaluaran la efectividad de la contribución del *Venture Capital* para cada uno de los 5 ítems.

Así, solicitamos dentro del cuestionario enviado al “Profesional del VC” que evaluara para esos 5 ítems del 1 al 10 la efectividad de sus aportaciones en cada una de las empresas financiadas en el año 2015 que conformaron la población de nuestra investigación. Por otro lado, en los cuestionarios enviados a los “CEO-emprendedor” se les pidió que evaluarán del 1 al 10 la efectividad de las

aportaciones de cada uno de los *Venture Capital* que habían aportado financiación a su compañía en el año 2015 para cada uno de los cinco parámetros empleados para medir el desempeño de la empresa. Utilizamos una escala del 1 al 10, empleada por Sapienza et al. (1996); en la que 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo.

Como se puede ver en los anexos, la pregunta incluida en el cuestionario enviado a los “CEO-emprendedores” fue: “*Evalúe la efectividad de las aportaciones de este inversor sobre las siguientes cuestiones que miden la evolución de la empresa. (Siendo 1= ninguna efectividad y 10= extremadamente efectivo)*”. Teniendo que contestar un cuestionario por cada inversor del tipo *Venture Capital* del que recibió financiación en el año 2015, por lo que nosotros le hicimos llegar un cuestionario adaptado a cada uno de ellos.

Por su parte, en el cuestionario enviado a los “Profesionales de los VC” se incluyó: “*Evalúe la efectividad de sus aportaciones como inversor sobre las siguientes cuestiones que miden la evolución de la empresa. (Siendo 1= ninguna efectividad y 10= extremadamente efectivo)*”. Desde la sociedad de *Venture Capital* tuvieron que contestar cada uno de los cuestionarios adaptados a la casuística de cada una de las empresas financiadas por ellos en 2015.

En ambos casos, como hemos explicado, las “cuestiones” sobre las que les pedíamos que hicieran su valoración fueron ventas, EBITDA, desarrollo del producto o servicio, ejecución de la estrategia, formación del equipo.

3.3.2. Variables independientes.

Nuestras 5 variables independientes las hemos definido en función de los diferentes tipos de valor añadido que los *Venture Capital* pueden aportar a las empresas por ellos financiadas. En el cuadro 8 hemos podido ver diferentes autores que han tratado la temática del valor añadido. A partir de ahí han sido adaptados y seleccionados 16 ítems que se han agrupado dentro de las 5 variables independientes que corresponden a las 5 hipótesis planteadas.

En primer lugar, tenemos la variable **Contactos**. De todos los tipos de contactos posibles identificados hemos considerado 5 tipos. 1) Potenciales nuevas fuentes de financiación; 2) Potenciales clientes; 3) Potenciales proveedores; 4) Profesionales que se pudieran incorporar al equipo gestor de la compañía; 5) Con profesionales y empresas que pudieran prestar diversos tipos de servicios profesionales a la empresa. En la cuadro 11 relacionamos agrupados los 5 ítems que componen nuestra variable “Contactos” en función de los autores que aparecieron en el cuadro 8 y de las referencias que estos autores incluyen en sus estudios sobre esta cuestión.

- **Nuevas fuentes de financiación (Financiadores):** nos referimos a que el *Venture Capital* pueda proporcionar contactos con otros inversores o financiadores que puedan ir aportando posteriormente financiación adicional de la manera más oportuna en función de las necesidades de la empresa. Además de los autores que aparecen en la tabla mencionaremos otros investigadores que han abordado como los *Venture Capital* ponen a disposición de la compañía su red de contactos para facilitar el acceso a una financiación adicional (Iyebjee y Bruno, 1984; MacMillan et al., 1988; Bygrave, 1989; Sahlman, 1990; Megginson y Weiss, 1991; Bygrave y Timmons, 1992; Barry, 1994; Lerner, 1995; Wright y Robbie, 1998; Gompers y Lerner, 1998;

Gompers y Lerner, 2001; Bottazzi y Da Rin, 2002; Brander et al., 2002; Tykvová 2007; Chemmanur et al., 2011).

- **Potenciales clientes (Clientes):** será cuando el *Venture Capital* pueda aportar contactos con personas físicas o jurídicas que lleven aparejados clientes para los productos o servicios de la empresa financiada.
- **Potenciales proveedores (Proveedores):** Tener acceso a aquellas empresas que puedan ser estratégicas en el suministro de la materia prima o aprovisionamientos necesarios para que la compañía pueda diseñar, desarrollar, fabricar y comercializar un determinado producto o servicio resultará determinante. Por tanto, nos referimos a aquellos contactos aportados por el *Venture Capital* que puedan llegar a ser proveedores de la sociedad financiada por ellos.

Para el caso de clientes y proveedores además de los autores que aparecen en la cuadro 11 mencionamos otros como: Tyejee y Bruno (1984); Sahlman (1990); Megginson y Weiss (1991); Bygrave y Timmons (1992); Lerner (1995); Gompers y Lerner (1998); Sorenson y Stuart (2001); Bottazzi y Da Rin (2002); Sorensen (2007); Chemmanur et al. (2011).

- **Profesionales que se pudieran incorporar al equipo de la empresa (gestores, tecnólogos, etc.) (Equipo):** Los emprendedores puede que empiecen sus empresas teniendo acceso únicamente a unos determinados tipos de perfiles profesionales. Por tanto, poder tener acceso a personas con otras habilidades profesionales y humanas para que se incorporen al equipo humano de la empresa será de gran ayuda. Hellmann y Puri (2002) explican como las compañías financiadas por los *Venture Capital* utilizan la red de contactos de estos con la finalidad de reclutar profesionales para el departamento de marketing, el administrativo o de gestión. Otros autores que abordan esta casuística son: Megginson y Weiss (1991); Lerner (1995); Bottazzi y Da Rin (2002); Sorensen (2007); Lindsey (2008); Dávila et al. (2003).

En esta idea abunda Bjørnåli (2009) en su estudio acerca de las *spin-off* académicas (*ASO-Academic Spin Off*) explicando que después del trámite legal de constitución de la empresa, la formación del consejo de administración y del equipo directivo inicial, los emprendedores científicos tratarán de reclutar personas clave fuera de la comunidad académica. Además, los equipos en los que se basan las nuevas empresas se encuentran en continua evolución. Por tanto, la adición de un nuevo miembro es crítica para el desarrollo de la empresa. La decisión acerca de elegir e incorporar un nuevo miembro es muy importante porque podría cambiar considerablemente el equipo ya existente, teniendo una significativa influencia sobre las posibilidades de crecimiento y supervivencia de las ASO. Los fundadores de estas empresas necesitarán rellenar las carencias de talento para facilitar el desarrollo de recursos y capacidades, las cuales permitirán a la empresa su transición desde un entorno no comercial hacia el mercado (Bjørnåli, 2009). Luego aquí será donde el *Venture Capital* pueda aportar su valor en esa creación del equipo.

- **Pudieran prestar servicios profesionales a la empresa (Servicios):** muchas veces los emprendedores son especialistas y conocedores únicamente de su campo de actividad (desarrollo de software, investigación en laboratorio, etc.). Sin embargo, para poner en marcha una empresa y posteriormente en su día a día son necesarias un importante abanico de cuestiones imprescindibles marcadas por la ley vigente (presentación de impuestos, cumplimiento de diverso tipo de normativa por ejemplo de calidad o medioambiental, o la protección de su conocimiento mediante patentes, etc.) o muy recomendables (mejora de procesos, aspectos de

marketing, etc.). Ahí, la experiencia del *Venture Capital* resultará muy valiosa si es capaz de facilitar al gestor de la firma financiada el contacto adecuado para que le preste el mejor servicio al mejor precio en el plazo necesario. Por ejemplo, Lerner (1995) menciona la facilitación de los contactos para el acceso a servicios especializados, Sahlman (1990) con respecto a profesionales tales como abogados y contables; o para poder llegar a especialistas en el sector de la empresa invertida con experiencia técnica (Tyejee y Bruno, 1984; Sahlman, 1990; Bygrave y Timmons, 1992; Gompers y Lerner, 1998; Chemmanur et al., 2011).

Cuadro 11: Variables observadas relacionadas con "Contactos" por autores.

Variable Independiente	Contactos con:					
	Items / Autores	Nuevos financiadores	Potenciales Clientes	Potenciales Proveedores	Profesionales crear equipo	Servicios profesionales externos
Sapienza y Timmons (1989)			Industry contact		Management recruitment	Professional contacts - business contact
Gorman y Sahlman (1989)	Seeking additional financing		Introducing to potential customers and suppliers	Access to resources of a large company	Management recruiter	Introductions to service providers
MacMillan et al. (1989)		Obtaining alternative sources of equity financing	Obtaining alternative sources of debt financing	Soliciting customers or distributors	Interviewing and selecting management team	Selecting vendors and equipment
Rosenstein et al. (1993)	Seeking additional financing	Obtaining sources of equity financing besides venture capital	Obtaining sources of debt financing	Providing contacts with key customers and prospects	Recruitment/replace ment CEO of members of management team other than CEO	
Fried and Hisrich (1995)	Access to networks of financiers to raise money		Provide customers		Source of candidates for employment	Locate services providers
Elango et al. (1995)	Seek additional financing		Make introductions to potential customers and suppliers		Recruit management	Make introductions to potential service providers
Sapienza et al. (1996)			Source of industry contacts		Management recruiter	Source of professional contacts
Barney et al. (1996)			Introduce to customers	Assist with suppliers	Assist in recruiting employees	
Hsu (2004)	Potential contacts with investment banks		With key customers	With key suppliers	recruit key managers	
Cravalho (2007)	Fundraising					
Huyghebaert y O'Donohoe (2007)	Obtaining sources of equity	Raising additional equity finance				
Scarlati (2011)	Access to future funders					

Fuente: Elaboración propia

La segunda variable independiente sería el **Asesoramiento** para lo cual hemos incluido en los cuestionarios los siguientes 6 ítems: 1) Financiero; 2) Estratégico; 3) Marketing y/o comerciales; 4) Organización interna y/o procesos; 5) Legal y/o Fiscal; 6) Técnico o tecnológico.

A continuación, en el cuadro 12, a partir de los autores relacionados en el cuadro 8 hemos identificado diferentes conceptos en relación al “asesoramiento” que aparecen en sus investigaciones y las hemos agrupado en función de los 6 ítems.

Cuadro 12: Variables observadas relacionadas con "Asesoramiento" por autores.

Variable Independiente	Asesoramiento sobre cuestiones											
	Financieros	Estratégicos	Marketing y/o comerciales			Organización y procesos	Legal y/o Fiscal	Tecnológicos				
Sapienza y Timmons (1989)	Financier	Business consultant										
Gorman y Sahlman (1989)		Evaluate acquisitions	Strategic planning			Operational planning						
MacMillan et al. (1989)	Monitoring financial performance		Formulating business strategy	Formulating marketing plans	Testing or evaluating marketing plan	Developing production or service techniques	Monitoring operating performance	Managing crises and problems	Developing actual product or services			
Rosenstein et al. (1993)	Monitoring financial performance		Development of new strategy to meet changing circumstances	Development of original strategy		Monitoring operating performance	Assisting on short-term crisis/problems					
Elango et al. (1995)		Evaluate acquisitions	Assist with strategic planning			Assist in operational planning						
Fried and Hisrich (1995)						Operating problems						
Sapienza et al. (1996)	Financier		Business advisor									
Barney et al. (1996)	Provide excellent financial advice	Help evaluate the potential of new business ideas	Give sound business advice			Provide sound management advice						
Hsu (2004)	Source of advice and counsel to the company											
Cravalho (2007)			Business strategy					Technical				
Huyghebaert y O'Donohoe (2007)	Monitoring financial performance	Cash-flow issues / Capital expenditures	Greater cost control/discipline	Greater cost/profit awareness	Helping evaluate acquisitions	Strategy issues	Improved strategy implementation	Market issues	Product/service issues	Asset sales	Monitoring operating performance	
Scarlata (2011)	Financial management and accounting				Strategic advice			Marketing and communication			Legal services	IT consultation

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, los *Venture Capital* podrán aportar valor a las empresas por ellos financiadas a través de diversos tipos de Asesoramiento, que definiremos a continuación:

- **Financiero (Financiero):** Nos referimos a aquel asesoramiento procedente del *Venture Capital* relacionado con los aspectos financieros de la empresa. Desde la operativa interna de la empresa y sus estados financieros hasta según Cravalho (2007) los consejos relacionados con la captación de nueva financiación (a quién acercarse, cuanto solicitar, la estructura de la operación, etc.) o la estructuración de las fuentes de financiación (Cravalho, 2007). En este tipo de compañías este tipo de asesoramiento es vital, llegando Lussier y Corman (1995) a la conclusión de que las empresas que no usan unos adecuados controles financieros tendrán más probabilidades de fracasar que aquellas otras que si los usan.
- **Estratégico (Estratégico):** Una vez que la empresa del emprendedor surge, los propietarios y los gestores necesitan establecer una estrategia para alcanzar y mantener una ventaja competitiva (Shane, 2003). Esto implica mantener la información actualizada acerca de los secretos de la innovación, establecer barreras de entrada en el mercado, desarrollar un plan de contingencias e imprevistos y una actitud de ensayo y error frente a la incertidumbre (Shane, 2003). Para Sapienza et al. (1996) este tipo de consejos estarán relacionados con la revisión de los objetivos, la discusión y el debate acerca de los planes de negocio ofreciendo feedback. Cravalho (2007) también habla del modelo de negocio o incluso de la misión y visión de la empresa, las tendencias de la industria, las necesidades de los clientes o la visión de la competencia. Mediante la utilización de una escala Likert (1-4) Bonini et al. (2012) en su investigación piden a los gestores encuestados de las empresas financiadas que evalúen la influencia de los *Venture Capital* sobre la toma de decisiones estratégicas de la compañía.

- **Marketing y/o comerciales (Marketing):** Incluimos todos aquellos tipos de consejos relacionados con los aspectos de la comercialización de los productos o servicios desarrollados por la empresa, su campaña de imagen y publicidad, etc. Por ejemplo, para Cravalho (2007) tiene que ver con las estrategias de marketing relacionadas con el tipo de productos, de clientes o los precios. Hsu (2000) estudió el efecto del VC sobre el desarrollo del producto y la estrategia de comercialización en estas nuevas empresas. Este autor diferenció dos tipos de estrategias, la “cooperativa” en la que licenciarán la tecnología o será parte de un proceso de fusión o adquisición, y la “competitiva” en la que se desarrollará la tecnología de manera independiente teniendo la capacidad para proteger su propiedad intelectual. Hsu (2000) alcanzó unos resultados que mostraban como el *Venture Capital* en las empresas de las que forma parte de su capital influye sobre la estrategia de comercialización y producto de manera que estas compañías recién fundadas tendrán una mayor tendencia hacia la cooperación y serán más sensibles al entorno comercial y de negocio. Así, los *Venture Capital* limitarán el comportamiento de los “emprendedores-inventores”, alejándolos de su tendencia a desarrollar sus productos o servicios de acuerdo a las tendencias tecnológicas focalizándolos en un desarrollo que busque su exitosa comercialización (Hsu, 2000). Además, el *Venture Capital* también podrá tener un papel directo en el proceso de intermediación de la información identificando y facilitando oportunidades de mercado cooperativas para los productos (Hsu, 2000).
- **Organización interna y /o procesos (Operacional):** Cravalho (2007) explica cómo una vez que los emprendedores han comenzado la producción, la organización de las actividades es crucial para generar un beneficio sostenible en el tiempo. Aldrich (1999) indica que cuando a los emprendedores les falta experiencia en los procesos productivos que deben ser empleados, los costes de tiempo y de dinero se incrementan, especialmente si estos procesos dependen de nuevas y no probadas tecnologías. Adicionalmente, deben luchar por mejorar y encontrar eficiencias en los procesos productivos, y si son inexpertos podrían retrasar la creación de economías de escala. Esta situación se agrava con nuevas empresas con niveles peligrosamente bajos de recursos y altamente innovadoras. Es decir, estas empresas tienen que enfrenarse a retos internos, como la generación de una producción eficiente y procesos funcionales que les pueden llevar al éxito o al fracaso. Con este tipo de consejos nos estamos refiriendo a aquellos que tienen que ver con cómo establecer o mejorar los procesos, ya sean productivos o de gestión interna o con los agentes externos. Este tipo de asesoramiento y las decisiones que implican son muy importantes ya que los procesos tendrán lugar durante todo el tiempo.
- **Legal y/o fiscal (Legal-Fiscal):** Tienen que ver con todas aquellas cuestiones relacionadas con aspectos tributarios, presentación de impuestos, generación de contratos, cumplimiento de las diversas leyes para poder comenzar una actividad o ir adaptando a la normativa vigente en función de su evolución o la llegada a nuevos mercados. Por ejemplo, Cravalho (2007) habla de la importancia que tienen las decisiones relacionadas con dónde y cómo localizar el negocio o aquellos consejos relacionados con los trámites burocráticos que todo este proceso implica.
- **Técnico / Tecnológico (Tecnológicos):** Dentro de este tipo hacemos referencia a aquellas cuestiones que tienen que ver con consejos relacionados específicamente con como solventar un problema técnico, o que tipo de solución tecnológica es la más adecuada, las tendencias del mercado del uso de la tecnología, etc. Cravalho (2007) en su estudio habla del asesoramiento de tipo técnico donde engloba el tipo de tecnología a utilizar, sus riesgos o incluso la estrategia tecnológica.

Nuestra tercera variable independiente son los Incentivos. En la el cuadro 13 vemos distintas acciones relacionadas con este tipo de aportación de valor clasificadas en función de los diferentes autores enumerados en el cuadro 8.

Cuadro 13: Variables observadas relacionadas con "Incentivos" por autores.

Variable Independiente	Incentivos		
Items / Autores	Mecanismos de compensación y/o motivación		
MacMillan et al. (1989)	Negotiating employment terms with candidates	Motivating personnel	Replacing management personnel
Gorman y Sahlman (1989)	Resolution of compensation issues	Evaluate management	
Rosenstein et al. (1993)			Recruitment and/or replacement CEO
Fried and Hisrich (1995)	Investments made in stages		Evaluation and replacement of management and/or CEO
Elango et al. (1995)	Resolve compensation issues	Evaluate management	
Huyghebaert y O'Donohoe (2007)	Human resource issues		
Scarлата (2011)	Human resource advice		

Fuente: Elaboración propia

Nosotros finalmente hemos introducido en el cuestionario la siguiente descripción:

- **Impulsar mecanismos de compensación y/o motivación para el fundador y/o su equipo gestor (Incentivos):** aquellas actuaciones por parte del *Venture Capital* encaminadas a implantar en la compañía algún sistema de incentivos que ayuden a motivar a su equipo directivo y un sistema de establecimiento de los objetivos y la medición de su grado de consecución.

Como cuarta variable independiente tenemos la “Relación entre ambos agentes” (*Interpersonal roles*). Nos referimos a la relación interpersonal entre el “CEO-emprendedor” y la sociedad de inversión (VC). Pueden existir diversas formas de relacionarse el emprendedor y su equipo directivo con el *Venture Capital*.

Cuadro 14: Variables observadas relacionadas con "Relación" por autores.

Variable Independiente	Relación entre ambos agentes				
	Items / Autores	Consejos Administración		Mentor / Coach	Friend/Confidante
MacMillan et al. (1989)	Serving as a sounding board to entrepreneur team	Interfacing with investor group	Developing professional support group		
Sapienza y Timmons (1989)	Sounding board			Coach / mentor	Friend/confidant
Gorman y Sahlman (1989)	Help from and manage board	Manage investor group			Entrepreneur's confidant
Rosenstein et al. (1993)	Serving as a sounding board to entrepreneur team	Interfacing with investor group	Developing professional support group		
Fried and Hisrich (1995)	Serving as a sounding board			Contact outside of regular board meetings	Moral support
Elango et al. (1995)	Help from and manage board	Manage investor group			Serve as entrepreneur's confidant
Barney et al. (1996)				Emphasize the benefits of resolving conflict	
Sapienza et al. (1996)	Sounding board			Mentor/Coach	Friend/Confidant
Hsu (2004)				Availability to mentor the team	"chemistry" with this investor
Huyghebaert y O'Donohoe (2007)	Serving as a sounding board			Act as a mentor	Act as a confidant
Scarлата (2011)				Coaching	

Fuente: Elaboración propia

En el cuadro 14 vemos agrupados en función de los 3 ítems distintas referencias a este tipo de aportación de valor según los autores que mencionamos en el cuadro 8:

- **Su contribución a través de los consejos de administración, juntas de accionistas u otros canales de comunicación formal (C.Administración):** el *Venture Capital* escuchará y responderá de manera objetiva, franca y sincera (Sapienza et al., 1996), a las cuestiones planteadas dentro de los sistemas formalmente establecidos para tal fin. Los objetivos de la inversión crean una atmosfera de alta presión requiriendo frecuentes y cercanas monitorizaciones del Consejo de Administración acerca del éxito de la implementación del plan de negocio (Rosenstein, 1988). Según Rosenstein (1988) las reuniones del Consejo son frecuentes para tratar activamente los asuntos clave y revisar como está funcionando la estrategia y que cambios en ella podrían ser requeridos. También se abordarán las revisiones del plan de negocio, se esté o no inmerso en una nueva ronda de financiación o, decisiones en marketing cuando se trata de un nuevo producto. Todos estos son ejemplos de posibles oportunidades para la implicación del Consejo en las revisiones de la estrategia (Rosenstein, 1988).

Por su parte Busenitz et al. (2004) explican como para poder mantener una viable relación de trabajo en la distancia se requiere al menos de algún tipo de gestión por parte de los *Venture Capital* (Gorman y Sahlman, 1989; Barney et al., 1994). A priori una herramienta para esa gestión son los consejos de administración (MacMillan et al., 1989; Sapienza, 1992). Así, para Busenitz et al. (2004) los *Venture Capital* toman un papel más activo en los consejos de administración que otras fuentes de financiación. Clarysse et al. (2007) explican como los miembros del consejo de administración externos al equipo fundador jugarán un papel importante en el acceso y facilitación de recursos externos. No obstante, la presencia de estos consejeros externos es una condición necesaria pero no suficiente para la aportación de valor a las empresas de nueva creación (Clarysse et al., 2007).

Rosenstein et al. (1993) concluyen que un elemento del eterno debate acerca de la financiación de empresas con alto potencial es el grado en el cual los *Venture Capital* añaden valor más allá del dinero a las empresas de su cartera de participadas. Añadiendo que una vía muy importante para esa aportación de valor sería a través de su participación en los consejos de administración de las empresas por ellos financiadas (Rosenstein et al., 1993). Así, plantearon su investigación estudiando 162 empresas de alta tecnología de Estados Unidos que habían recibido financiación de un *Venture Capital*.

Bjørnåli (2009) explica en su estudio como muchas *spin off* académicas, como empresas de alta tecnología que serán, operarán en nichos de la industria caracterizados por altos niveles de crecimiento y requieren miembros del consejo de administración con altas capacidades. Los consejos de administración en estas firmas juegan un papel importante y tienen una gran influencia sobre su actividad. Bjørnåli (2009) recalca que el papel como recurso de los miembros del consejo de administración de las compañías de nueva creación es particularmente importante para incrementar la flexibilidad estratégica y permitir el crecimiento y la supervivencia. A priori, los Consejeros además ayudarán a establecer contactos con el entorno exterior con el objetivo de conseguir recursos adicionales, y un consejo de administración más numeroso lo hará mejor que uno más pequeño (Bjørnåli, 2009). Bonini et al. (2012) en los cuestionarios que llevan a cabo para realizar su investigación piden al gestor de las empresas financiadas que evalúen mediante una escala Likert (1-4) la influencia del *Venture Capital* en la toma de decisiones en los consejos de administración. Otros autores que tienen en consideración esta cuestión son: Tyebjee y Bruno (1984); Lerner (1995) o Busenitz et al. (2004).

- **Su papel como Mentor-Asesor-Consultor (Mentor):** Nos referimos a cuando el *Venture Capital* proporciona apoyos, estímulos, refuerzos, respaldo y motivación (Sapienza et al., 1996). Con este tipo de comunicación se abrirá una relación más allá de los ámbitos formalmente establecidos. De manera que pueda realizarse en cualquier momento sin tener que esperar a la celebración de las reuniones formales de Consejos, Juntas o Comités. Este aspecto también es abordado por Sorenson y Stuart (2001) o Li y Zahra (2012).
- **Su apoyo en cuestiones personales como confidente-asesor que repercutieran en la buena marcha de la empresa (Confidente):** se produce cuando el *Venture Capital* va más allá y se presta a escuchar los problemas del fundador o gestor de la empresa (Sapienza et al., 1996). En este último tipo, la relación se consolida y profundiza entrando en un ámbito de un canal totalmente informal que facilite la interacción en cualquier momento y en cuestiones que pudieran ir incluso más allá de los temas propiamente concernientes a ámbitos de negocio y de la empresa. Estaríamos hablando de que el *Venture Capital* desempeñaría un papel en la mejora del perfil y las capacidades del individuo (Cravalho, 2007).

Finalmente, en el cuestionario cuando hemos incluido el “Prestigio” como una de las potenciales cuestiones de valor que pueden ser aportadas por los *Venture Capital* nos estamos refiriendo a lo siguiente (ver el cuadro 15):

- **Su contribución a mejorar la percepción de la empresa frente a clientes, proveedores, financiadores, etc. (Prestigio).** Por tanto, desde la atribución del *Venture Capital* como un agente certificador su papel será importante para la mejora de la reputación y el prestigio de la empresa financiada frente a una serie de actores que serán vitales para que esta vaya superando los distintos hitos que la conduzcan a un desempeño exitoso. Entendemos que, para un proveedor, un cliente, una entidad financiera, las propias administraciones públicas, o personas que puedan incorporarse al equipo de la empresa su percepción de esta no será la misma si la compañía está “sola” a si cuenta con el apoyo de un *Venture Capital*, y como hemos visto también tendrá matices en función del propio prestigio de cada uno de los *Venture Capital*. Bjørnåli (2009) explica como en las *spin off* tecnológicas, los emprendedores científicos no tendrán la suficiente credibilidad como para contratar gestores de calidad, profesionales con experiencia comercial o incluso en la atracción de clientes; por ello contar con un *Venture Capital* en su accionariado les facilitará esta tarea.

En este sentido, Megginson y Weiss (1991) señalan que para que la certificación a terceros sea creíble, el agente certificador debe tener en juego su capital reputacional que perdería al certificar falsamente. Por tanto, el valor del capital reputacional del agente debe ser mayor que el que supondría su pérdida de riqueza en la transacción en el caso de certificar falsamente (Cumming, 2009). Por tanto, la reputación en función del coste-beneficio de la asociación con un VC será un elemento en el que confiar en ausencia de otra información creíble de las empresas (Cumming, 2009). Así, esta certificación en función del capital reputacional adquiere una especial importancia en este tipo de empresas, ya que los VC financian empresas con poco historial y en sectores tecnológicos (Cumming, 2009). Para este tipo de empresas intensivas en tecnología financiadas por los VC, la reputación de los VC, sus principales aliados, es un elemento clave para obtener, por ejemplo, financiación adicional tanto de fuentes públicas como privadas (Cumming, 2009).

A esto se suma el valor aportado por los VC en la fase de *due diligence*, gracias a su capacidad para reducir la incertidumbre y los costes de la agencia; por lo que el VC podrá servir como una señal positiva para otros potenciales proveedores de recursos necesarios para el crecimiento de la empresa como proveedores, prestamistas, empleados o clientes (Arthurs y Busenitz, 2006 y Rosenbusch et al., 2013)

Cuadro 15: Variables observadas relacionadas con "Prestigio" por autores.

Variable Independiente	Prestigio			
Items / Autores	Prestigio			
Fried y Hisrich (1995)	may prove helpful with people outside of the VC's network	Built up the lender's confidence	Creditability with potential customers	Help convince potential managers to join the company
Barney et al. (1996)	They are willing to compromise with us			
Hsu (2004)	Market validation /prestige	Reputation in your industrial sector	Overall reputation of this investor	
Dutta y Folta (2016)	Serve as an endorsement of quality, increases market visibility and reduces the cost of search for potential partners	Enhance ventures' ability to attract research and comercial partners and human capital	To attract a large pool of resources essential for venture development	

Fuente: Elaboración propia

Una vez definidos cada uno de los 16 ítems-conceptos que componen nuestras 5 variables independientes, incluidos en los cuestionarios enviados a los “Profesionales del VC” y a los “CEO-emprendedores”, que definen el “valor aportado” debemos establecer la escala de valoración más apropiada para nuestros objetivos. Para ello nuevamente hemos recurrido a la bibliografía consultada.

Por ejemplo, Pintado et al. (2007) utilizan una escala Likert donde 1 es ninguna importancia y 5 muy importante. Kanemori (2008) o Al-Hassan Abbas (2008) también utilizan una escala Likert (1-5).

Sapienza y Timmons (1989) usan la misma escala Likert pidiendo que evalúen la importancia de cada rol, siendo 1 ninguna importancia en absoluto y 5 de gran importancia; y Hsu (2004) en su escala Likert marca el 1 para importancia baja y 5 para importancia alta.

En el estudio relacionado con los *Venture Capital* filantrópicos, Scarlata (2011) para evaluar la importancia de las actividades no financieras para el apoyo a los emprendimientos sociales utiliza una escala del 1-7 (1 = ninguna importancia en absoluto, 4 = ni importante ni no importante; 7 = muy importante); y además utiliza una escala del 1 (muchísimo menos de lo esperado) al 10 (muchísimo más de lo esperado) para medir el retorno social obtenido.

Sapienza et al. (1996) para medir el valor añadido primero piden a los *Venture Capital* que cuantifiquen la importancia en una escala Likert del 1 al 5 (1 es ninguna importancia y 5 es una gran importancia) de cada uno de los roles en relación a las empresas financiadas que puede desempeñar el *Venture Capital* que previamente habían extraído en su revisión bibliográfica (Gorman y Sahlman, 1989 o MacMillan et al., 1989). También pidieron que asignaran una puntuación del 1 al 10 evaluando su efectividad en la realización de esos roles; siendo 1 ninguna efectividad y 10 extremadamente efectivo. Finalmente, mediante la multiplicación del valor de la importancia y la efectividad en el desempeño de cada uno de estos roles medían el valor añadido de cada uno de los roles; pudiendo obtener valores dentro del rango entre 1 (ningún valor añadido) al 50 (valor añadido muy alto).

En función de todo esto nosotros optamos por incluir en los cuestionarios enviados a los “Profesionales del VC” que en primer lugar puntuaran del 1 al 5 la importancia de la aportación de cada uno de los 16 conceptos definidos y a continuación otorgar una valoración del 1 al 10 para la efectividad de cada uno de estos en la empresa financiada en cuestión. Enviando a los “Profesionales del VC” un cuestionario para cada una de las empresas financiadas en 2015. Por otro lado, al “CEO-emprendedor” también se le pidió que cuantificara del 1 al 5 la importancia y del 1 al 10 la efectividad de cada una de los 16 conceptos que potencialmente podría recibir para su empresa de su inversor. Como ya hemos explicado si había recibido en el año 2015 financiación de más de un *Venture Capital* se le envió un cuestionario por cada uno de ellos.

La escala Likert (1-5) en ambos cuestionarios hace referencia a: 1 cuando ha tenido ninguna importancia, 2 algo de importancia, 3 importancia media, 4 bastante importancia y 5 mucha importancia. Mientras que la efectividad en la escala del 1 al 10, toma el valor de 1 cuando no ha tenido ninguna efectividad y 10 cuando la aportación ha resultado extremadamente efectiva.

Finalmente, para evaluar nuestro modelo al igual que hicimos con la variable dependiente, hemos optado por considerar la más adecuada la utilización de la escala de medición de Sapienza et al. (1996) evaluando la efectividad del 1 al 10, en la que 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo.

Como podemos ver en los anexos la pregunta incluida en el cuestionario enviado a los “Profesionales del VC” ha sido: “Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de esta compañía su aportación realizada como inversor. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo)”; completando un cuestionario por cada una de las empresas financiadas por el VC en el que trabaja de las que es responsable.

Mientras que en el cuestionario enviado a los “CEO-emprendedor” fue: “Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de tu compañía la aportación realizada por este inversor”. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo); se les envió un formulario adaptado para cada uno de las sociedades de VC que les facilitó financiación durante 2015.

3.4. Metodología.

Las hipótesis que conforman nuestra investigación requieren de la comprobación de si el valor añadido por parte del *Venture Capital* tiene un impacto positivo sobre la percepción del desempeño de la empresa. En lugar de aplicar regresiones lineales, los investigadores optan por utilizar modelos de ecuaciones estructurales debido a que estos modelos no solo tienen en consideración la cuantificación del error de medición, sino que también potencialmente pueden proporcionar una representación más compleja de las relaciones existentes entre los constructos que están siendo investigados (Cegarra y Wensley, 2009; Kautonen et al., 2011).

Para el análisis de los datos optamos por utilizar un modelo de ecuaciones estructurales por diversos motivos. Desde un punto de vista econométrico, esta herramienta se enfoca en la predicción. Además, en su enfoque psicométrico permite modelar conceptos no observados (variables

latentes⁴⁷) que resultan indirectamente inferidas a partir de múltiples medidas observadas (indicadores⁴⁸). Por tanto, este tipo de análisis estadístico proporcionará evidencias acerca de las relaciones⁴⁹ entre las variables latentes (Williams et al., 2009), aspecto muy utilizado en el área de las ciencias sociales y en el campo de la economía.

La bondad de la utilización de estos modelos de ecuaciones estructurales se encuentra en la posibilidad de modelizar el error de medida. Es decir, el grado en que los indicadores (variables que sí podemos medir) no describen las variables latentes. También, nos permite incorporar variables no observadas (variables latentes) a través de los indicadores (medidas observables). Además, entre las distintas variables predictoras (exógenas o independientes) y los criterios (endógenos o dependientes) se podrá modelizar las relaciones. Por último, se permitirá a partir de datos empíricos confrontar y combinar conocimiento a priori con las hipótesis.

Dentro de los modelos de ecuaciones estructurales existen dos tipos de técnicas estadísticas, los basados en los análisis de las covarianzas y los que utilizan la varianza.

Estas dos técnicas difieren entre sí en función de los objetivos del análisis, la base de sus suposiciones estadísticas y la naturaleza de los estadísticos de ajuste que proporcionarán. En base a esto la técnica que mejor se adapta a nuestro objetivo es la basada en las varianzas, en concreto la de mínimos cuadrados parciales (PLS⁵⁰).

Utilizamos la técnica de PLS para analizar nuestro modelo de investigación, debido a que esta metodología recientemente ha ganado gran popularidad entre los investigadores que abordan la materia del emprendimiento (Mitchell et al., 2000; Lee y Tsang, 2001; Clarysse et al., 2011; Kautonen et al., 2011; Khedhaouria et al., 2015; Schillo et al., 2016).

El PLS es un modelo de ecuaciones estructurales basado en la varianza (SEM) con un enfoque integral multivariable para el análisis estadístico que puede examinar simultáneamente cada una de las relaciones existentes entre las variables en un modelo conceptual, incluidos los componentes estructurales y de medición (Hair et al., 2016).

A continuación, mencionamos las principales características de la metodología PLS fundamentada en las varianzas sobre otras metodologías que aplican análisis de las covarianzas. Estas son su capacidad de predicción, de abordar relaciones complejas y causales, de modelos exploratorios con mínimos requerimientos, así como constructos reflectivos.

Para Chin y Newsted (1999), la técnica PLS es la más adecuada cuando el objetivo es la predicción más que un modelo de ajuste (Fornell y Bookstein, 1982). Donde la teoría previa es sólida y se tiene

⁴⁷ Variable latente, no observable o constructo teórico: es aquella que no puede ser medida directamente pero que si puede ser representada o medida por una o más variables observables. Gráficamente se representa por un círculo. Tenemos los constructos “endógenos” y los “exógenos”, estos últimos se comportan como variables causales o predictoras de los “endógenos”. Todos los constructos tienen que tener al menos una variable de medición.

⁴⁸ Indicadores, ítems, variables manifiestas, medidas o variables observables: Gráficamente se simbolizan con cuadrados. Se obtienen de observaciones del investigador, de las respuestas a cuestiones realizadas por los encuestados o por cualquier otro medio empírico. El valor observado se utilizará como medida de un constructo latente que no puede ser medido directamente.

⁴⁹ Las relaciones se representan gráficamente por flechas. Existen las relaciones externas entre los indicadores y cada variable latente y las relaciones internas que se llevan a cabo entre los constructos.

⁵⁰ PLS: *Partial Least Squares*.

como meta una mayor evaluación de la teoría, los métodos de estimación basados en covarianzas son más adecuados (Chin, 2011); sin embargo, el PLS (varianzas) puede ser más adecuado para fines predictivos.

Wold (1985) manifiesta que el PLS se orienta principalmente para el análisis causal predictivo en situaciones de alta complejidad, pero con un conocimiento teórico escaso; Chin (2011) indica que también pueden ser utilizados como análisis confirmatorios. Así, Fornell y Bookstein (1982); Chin (1998); o Khedhaouria et al. (2015) manifiestan como el PLS es apropiado para investigar relaciones complejas y causales que combinan efectos mediadores y permite la introducción de variables latentes con indicadores múltiples.

Chin (2011) recomienda el uso de la metodología PLS cuando el fenómeno sometido a investigación es relativamente nuevo o cambiante; el modelo teórico o las medidas no están bien asentadas, y cuando más allá de etapas exploratorias la investigación tiene un carácter interactivo.

Además, debido a la naturaleza exploratoria de nuestro estudio donde algunas de las relaciones no han sido hipotetizadas antes; el PLS es particularmente adecuado para la investigación exploratoria porque hace demandas mínimas con respecto a las escalas de medición, las distribuciones residuales no paramétricas y el tamaño de la muestra (Wold, 1985; Chin, 1998; Reinartz et al., 2009; Hair et al., 2016; Henseler et al., 2016).

Como hemos visto, las técnicas que utilizan las covarianzas buscan testar una teoría sólida, es decir, buscan una confirmación. En nuestro caso, más bien buscamos una modelización de la predicción de la variable dependiente (valor añadido) mediante la combinación de las variables independientes (tipos de aportación de valor). El modelo PLS se adapta mejor a esa finalidad de análisis exploratorio en el que perseguimos un desarrollo de la teoría y una aplicación predictiva, es decir no queremos tanto calcular el dato sino la tendencia. Nuestro objetivo es identificar como serán las relaciones entre los distintos “tipos de valor añadido” que pueden aportar los *Venture Capital* y su “capacidad de generar valor” en la empresa financiada. Es decir, su capacidad explicativa.

Según Chin (2011) a favor del PLS se encuentra que esta técnica no necesita que las observaciones sean independientes y que además no respondan a ninguna suposición de distribución específica. Es un hecho, que nuestras observaciones no corresponden a un patrón de normalidad. Es decir, las contestaciones obtenidas no responden a una distribución normal en la que la mayoría de los datos obtenidos con las respuestas se encontraran en el tramo medio, unas pocas en el tramo superior y otras en el inferior.

Por otra parte, según Fornell y Bookstein (1982) con esta técnica evitaríamos los problemas de la indeterminación de factores y las soluciones inadmisibles o impropias. De nuevo, dadas las características de las respuestas obtenidas no nos encontraríamos en esta situación.

Además, la metodología PLS establece unos mínimos requerimientos sobre las escalas de medida (Fornell y Bookstein, 1982). También acepta escalas por intervalos o ratios, ordinales o nominales; y además no requiere uniformidad en las escalas de medida. Para nuestra investigación hemos trabajado con una escala métrica.

En cuanto al tamaño de la muestra, el PLS puede estimar modelos estructurales con pequeñas muestras (Chin y Newsted, 1999; Reinart et al., 2009). Como hemos visto nosotros trabajamos con una muestra de 117 respuestas de “Profesionales del VC” y 97 de los “CEO-emprendedores”, lo que hace un total de 214. Reinartz et al. (2009) indican cómo debería ser elegido el método PLS para aquellas situaciones en las que el número de observaciones se encuentre por debajo de 250; mientras que 100 casos serían admisibles para alcanzar un nivel suficiente de poder estadístico.

Otra ventaja, sería el hecho de que la técnica PLS puede estimar modelos de medidas reflectivas y formativas sin ningún problema de identificación (Chin, 2010). Nuestro modelo es reflectivo, observamos en la figura 32 como todos nuestros constructos han sido modelados como reflectivos. El modo reflectivo se usa para constructos que son vistos como el factor subyacente que da lugar a variables observables (Fornell y Bookstein, 1982).

Por último, el PLS es una técnica bastante robusta frente a tres insuficiencias. Una de ellas sería el hecho de que las variables manifiestan distribuciones sesgadas en lugar de simétricas. Otra sería la omisión de regresores con la incorrecta especificación del modelo estructural. La tercera, sería la multi-colinealidad tanto entre variables latentes como entre indicadores.

Por tanto, hemos visto como el PLS es una técnica apropiada para desarrollar investigaciones dentro del ámbito empresarial al encontrarnos en función de su propia casuística con determinadas situaciones características de este ámbito.

Así, el campo de la investigación es relativamente nuevo o cambiante, y por tanto el marco teórico no está sólidamente desarrollado. Este es el caso del objeto de nuestra investigación, en el que el fenómeno emprendedor, sus fuentes de financiación y las relaciones entre el “CEO-emprendedor” de la empresa y los “Profesionales del VC” son aspectos relativamente novedosos y sometidos a continuos cambios. A esto hay que añadir el hecho de que las medidas y sus escalas de medición no se encuentran muy desarrolladas. Hemos podido comprobar a lo largo de este documento como para la medida de las distintas variables hemos observado que no existe un consenso y un estándar ampliamente reconocido.

La técnica PLS al no implicar ningún modelo estadístico, evita tener que realizar suposiciones acerca de las escalas de medida. Así, las variables podrían estar medidas por diversas escalas de medida (ordinales, categóricas, intervalos o ratios). Nosotros tenemos una escala del 1 a 10 que ha sido empleada para todas las variables.

Por otro lado, los conjuntos de datos son pequeños. Nuestro campo para la toma de datos son el número de operaciones de financiación llevadas a cabo por los *Venture Capital* españoles en empresas españolas en un periodo determinado. Por tanto, el tamaño de nuestra población se ciñe y está limitada al número de operaciones de financiación realizadas. Pero, dada la casuística del mercado español, que aunque año a año esta industria va aumentando su desarrollo y su madurez, y contando con un mayor número de operadores implicados, sin embargo aún así, el número total de las operaciones realizadas y por tanto el tamaño de la muestra es de un tamaño limitado y no son tan numerosas como si lo son en otros países (Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Israel, etc.).

En cuanto a los datos, lo más habitual dentro del ámbito de investigación empresarial es que no presenten distribuciones normales. Los datos que hemos obtenido para esta investigación no responden a una distribución normal, cuestión aceptada por la técnica de PLS.

Por último, en las áreas de investigación empresariales se cuenta con la presencia de indicadores formativos y reflectivos, y existe un interés por predecir la variable independiente, resultando coincidente con nuestros objetivos.

Los datos se analizaron usando y siguiendo los procedimientos sugeridos por Chin (1998). Para evaluar el modelo conceptual utilizando la metodología PLS-SEM en este estudio se evaluó el modelo de medición mediante la evaluación de la fiabilidad y validez de los modelos de medida, así como el modelo estructural, mediante la evaluación de los R^2 (Henseler et al., 2016).

Para realizar el análisis estadístico PLS existen diversas opciones de paquetes informáticos (VisualPLS, PLS-Graph, XLSTAT-PLSPM, etc.). Finalmente indicar que hemos utilizado para realizar los cálculos de nuestro modelo el paquete de software SmartPLS 3.0. (Ringle et al., 2015).

Por tanto, para asegurarnos que tenemos medidas fiables y válidas antes de lanzarnos a extraer conclusiones acerca de las relaciones existentes entre los constructos hay que analizar el modelo PLS valorando el modelo de medida y valorando el modelo estructural.

Capítulo IV:

Resultados

4. Resultados

Con el fin de evaluar el modelo utilizando la técnica estadística del PLS-SEM emplea un enfoque de dos fases para el análisis: evaluación del modelo de medida y evaluación de modelo estructural.

4.1. Evaluación del modelo de medida

En la primera etapa, debe confirmarse la aceptabilidad de los modelos de medición (Hair et al., 2016) de los tipos de valor aportado y del desempeño de la compañía en función del valor aportado.

Al evaluar el modelo de medida tratamos de analizar si a través de las variables observadas los conceptos teóricos están medidos correctamente. Es en el modelo de medida en el que describiremos como cada variable latente es influenciada por medio de las variables manifiestas (los indicadores).

Dentro del modelo de medida en función del vínculo existente entre los indicadores (datos) y los constructos (teoría) tendremos los indicadores reflectivos⁵¹ y los formativos⁵².

En los constructos reflectivos se valoran los atributos de validez (si realmente mide lo que se desea medir) y su fiabilidad (si la medición se realiza de una manera consistente y estable). Por su parte, en los constructos formativos, se valora los pesos (*weights*) de las variables manifiestas y acerca de los indicadores su potencial multi-colinealidad.

En nuestro caso nos encontramos con un modelo reflectivo, en el que nuestros indicadores serán un reflejo del constructo latente al que están representando. En ellos la variación de un factor latente explicará la covariación entre medidas (Chin, 1998). Por ejemplo, existen muchos más tipos de “asesoramiento” que los que nosotros hemos incluido en la encuesta, sin embargo, el “constructo asesoramiento” si queda reflejado en cada uno de los indicadores de cada uno de los 6 tipos de asesoramiento incluidos en la encuesta, lo mismo ocurriría con el resto de constructos de nuestro modelo. Es decir, nuestros indicadores son reflejo de cada uno de los constructos y todos ellos comparten un tema común.

En definitiva, tenemos que medir la fiabilidad de que lo que mida y, que a su vez lo mida bien. Es decir, que siempre lo mida de la misma manera; y además la validez de que efectivamente sirva para

⁵¹Indicadores reflectivos o efectos: los indicadores son un reflejo del constructo teórico no observado al que se encuentran ligados, así el constructo observado da lugar a lo que se observa. Gráficamente las flechas van del constructo a sus indicadores.

⁵²Indicadores formativos o causales dan lugar al constructo teórico latente. Gráficamente las flechas van de los indicadores al constructo.

medir lo que queremos medir. Constará de varias fases, en primer lugar, se realizará la medición de la fiabilidad de cada uno de los ítems (indicadores), a continuación la fiabilidad del constructo y por último su validez convergente y la validez discriminante.

En un primer paso mediremos la fiabilidad individual de los ítems. Esta se valora examinando las correlaciones simples o cargas (λ^2) de los indicadores o medidas con su respectivo constructo. Así, la comunalidad de una variable (λ^2) manifiesta es aquella parte de su varianza que es explicada por el factor o constructo.

Se establece que, para aceptar como integrante de un constructo a un indicador, su carga debe ser $\geq 0,707$. Es decir, la varianza compartida por el constructo y sus indicadores sean mayores que la varianza del error. De manera que si elevamos el dato obtenido como resultado al cuadrado el valor obtenido sería superior a 0,49. Es decir, mayor al 50%, por tanto superior al azar. A mayor varianza más útil será.

La carga debe ser superior a 0,707 para que la fiabilidad del indicador (*item reliability loading*) se considere aceptable (Chin, 2010; Hair et al., 2011; Hair et al., 2016). Todos los factores de carga de los indicadores en sus variables latentes correspondientes son superiores a 0,707; de hecho, todos los valores están por encima de 0,820; por lo tanto, es seguro asumir todos los elementos de confiabilidad.

En nuestro caso, como vemos en la tabla 36⁵³, todos los indicadores tienen una carga factorial sobre el constructo superior al 0,707. Todos los valores cumplen este requisito, por eso no sería necesario hacer una depuración de ítems.

Tabla 36: Resultados de la evaluación del modelo de medida.

Construct / Indicator	Item reliability Loading	Construct reliability Composite Reliability	Convergent validity AVE
Contacts		0,947	0,781
With new source of funding (Funding)	0,840		
Potential customers (Customers)	0,861		
Potential suppliers (Suppliers)	0,896		
Professionals who could join the management team of the company (Team)	0,914		
Professionals and companies that could provide various types of professional services to the company (Services)	0,904		
Advice		0,952	0,768
Financial	0,892		
Strategic	0,921		
Marketing	0,904		
Operational	0,894		
Tax-Legal	0,822		
Technical	0,820		
Incentives		1,000	1,000
Promote mechanisms of compensation and / or motivation for the founder and his management team (Incentives)	1,000		
Interpersonal roles		0,939	0,836
Mentor-Coach	0,943		
Support in personal matters as a friend-confidant that would have repercussions in the good running of the company (Friend-Confidant)	0,906		
Contribution through the boards of directors, shareholders' meetings or other formal communication channels (Sounding Board)	0,893		
Reputation		1,000	1,000
Contribution to improve the perception of the company in front of clients, suppliers, financiers, etc. (Reputation)	1,000		
Value Added		0,949	0,789
Sales	0,871		
EBITDA	0,900		
Strategy implementation (Strategy)	0,893		
Product and service development (Product)	0,872		
Creation of the management team (Team)	0,906		

Fuente: Elaboración propia

⁵³ Ver figura 32: *Contacts*= Contactos; *Funding*= Financiadores; *Customers*= Clientes; *Suppliers*= Proveedores; *Team*= Equipo; *Services*= Servicios; *Advice*= Asesoramiento; *Financial*= Financiero; *Strategic*= Estratégico; *Marketing*= Marketing; *Operational*= Operacional; *Tax-legal*= Legal-fiscal; *Incentives*= Incentivos; *Interpersonal roles*= Relación; *Mentor-Coach*= Mentor; *Friend-Confidant*= Confidente; *Sounding Board*= C.Administración; *Reputation*= Prestigio; *Value Added*= Valor añadido; *Sales*= Ventas; EBITDA; *Strategy*= Estrategia; *Product*= Producto; *Team*= Equipo.

En segundo lugar, llevaremos a caso el análisis para evaluar la fiabilidad del constructo.

Con esta comprobación evaluaremos la consistencia interna al medir el concepto de todos los indicadores. Es decir, la rigurosidad con la que están midiendo las variables manifiestas la misma variable latente.

Se establece como medida el Coeficiente alfa de Croanbach o la fiabilidad compuesta del constructo. Según Nunnally (1978) el nivel adecuado para una fiabilidad “modesta” en etapas tempranas de investigación sería 0,7; mientras para investigación básica un nivel más estricto sería el 0,8.

La valoración del modelo de medición implica una evaluación de la confiabilidad y validez de las variables latentes (LV) del modelo y sus elementos asociados. Al evaluar la confiabilidad de un modelo, la carga del factor de cada indicador en su variable latente asociada se debe calcular y comparar con un umbral. La relación simple entre cada elemento y su respectivo constructo se mide por el valor alfa de Cronbach.

El coeficiente de fiabilidad compuesta (CR: *composite reliability*) también se utiliza para evaluar la fiabilidad del constructo y debe ser superior a 0,7 para establecer su fiabilidad (Nunnally, 1978; Chin, 2010; Hair et al., 2011). En la tabla 38 se aprecia como los valores de los coeficientes de fiabilidad (CR) son más altos que 0,7; lo que indica una buena confiabilidad entre los constructos. El modelo de investigación utilizado en este estudio incluyó seis constructos: contactos, asesoramiento, incentivos, relación, prestigio y valor añadido (ver figura 32).

Todos nuestros constructos tienen un valor superior al 0,7. Ahora debemos analizar si tenemos una validez convergente o discriminante.

La comprobación de la validez convergente implica que un conjunto de indicadores representa un único constructo subyacente, pudiendo ser demostrado por medio de su unidimensionalidad (Henseler et al., 2009).

Para su valoración se utiliza la varianza media extraída (*average variance extracted – AVE*). Fornell y Larcker (1981) indican que esta medida proporciona la cantidad de varianza que un constructo obtiene de sus indicadores con relación a la cantidad de varianza debida al error de medida; recomendando que la AVE sea superior a 0,5. De esta manera, más del 50% de la varianza del constructo será debida a sus indicadores.

Tiene una buena validez convergente si la varianza promedio extraída (AVE) de las variables latentes supera el valor de 0,5 (Chin, 2010; Hair et al., 2011; Hair et al., 2016; Rasoolimanesh et al., 2017).

La tabla 37⁵⁴ muestra que los valores de los AVE de nuestros constructos reflectivos son mayores que 0,5 (por encima de 0,768); por lo tanto, todas las escalas de medición tienen una validez convergente adecuada (Hair et al., 2011; Hair et al., 2016). Indicando que todos han explicado más del 50% de la varianza en sus medidas observables. El modelo demuestra una adecuada validez convergente (Fornell y Lacker, 1981).

⁵⁴ Ver figura 32: *Advice*= Asesoramiento; *Contacts*= Contactos; *Incentives*= Incentivos; *Reputation*= Prestigio; *Interpersonal roles*= Relación; *Value Added*= Valor añadido.

La validez discriminante es la medida en que cada variable latente es distinta de la de otros constructos en el modelo (Hair et al., 2016). Para establecer la validez discriminante, la raíz cuadrada del AVE de cada constructo debe ser mayor que todas las correlaciones entre los constructos y los otros constructos en el modelo (Fornell y Larcker, 1981; Chin, 2010; Hair et al., 2011). Cada indicador tiene que estar relacionando únicamente con los suyos. Esta validación nos indica en qué medida un constructo dado es diferente de otros constructos.

Tabla 37: Resultados de la evaluación de la validez convergente y discriminante.

Measurement Model		Discriminant validity						
reliability	AVE		Advice	Contacts	Incentives	Reputation	Interpersonal roles	Value Added
0,952	0,768	Advice	0,877					
0,947	0,781	Contacts	0,850	0,884				
1,000	1,000	Incentives	0,851	0,794	1,000			
1,000	1,000	Reputation	0,781	0,747	0,706	1,000		
0,939	0,836	Interpersonal roles	0,903	0,772	0,845	0,788	0,914	
0,949	0,789	Value Added	0,858	0,819	0,802	0,692	0,788	0,888

AVE average variance extracted. Diagonal elements (bold) are the square root of variance shared between the constructs and their measures (AVE). Off-diagonal elements are the correlations among constructs. For discriminant validity, the diagonal elements should be larger than the corresponding off-diagonal elements.

Fuente: Elaboración propia

La matriz de correlación mostrada en la tabla 37 indica que las raíces cuadradas de AVE que se muestran en la diagonal son mayores que las correspondientes correlaciones entre constructos fuera de la diagonal. Encontramos que los indicadores alcanzan un valor más alto con respecto a otros constructos, lo que proporciona una buena evidencia de la validez discriminante.

Nuestros resultados muestran que la evaluación de los modelos de medición reflectiva revela que todos los constructos tienen una fiabilidad y una validez satisfactorias para el propósito de este análisis. Una vez que hemos comprobado que nuestro modelo de medida es fiable y válido debemos entrar a evaluar el modelo estructural.

4.2. Evaluación del modelo estructural

En la segunda etapa del análisis, procedimos a evaluar el modelo estructural sobre la influencia del valor aportado por el *Venture Capital* en el desempeño de la empresa por ellos financiada.

Es en el modelo estructural donde se verán las relaciones de causalidad hipotetizadas a partir del marco teórico entre los constructos independientes y dependientes; al igual que el estudio de la varianza explicada en las variables dependientes (R^2). Por tanto, el modelo estructural evalúa la significación y magnitud de las relaciones entre las distintas variables.

El esquema de los coeficientes de ponderación (*path coefficients*) se utiliza para estimar los caminos entre las variables latentes, ya que es el único esquema de ponderación que explícitamente considera

las direcciones de las relaciones causales entre las variables exógenas y las endógenas (Chin, 2010). Se representan gráficamente mediante flechas que muestran las relaciones entre los constructos.

Puesto que el objetivo fundamental de esta técnica es la predicción, su bondad se determinará a través de la fortaleza de cada camino (*path coefficients*) (relación entre constructos) y por la predictibilidad de los constructos endógenos (variables dependientes). Por tanto, para cada constructo dependiente, la medida básica es el valor de la R².

Nosotros hemos utilizado la técnica de bootstrapping con 5.000 muestras para evaluar el modelo y comprobar las hipótesis a través de la significación estadística de cada ruta estimada (*path coefficients*). La técnica de bootstrapping es utilizada para evaluar la significación de las relaciones (de los caminos); obteniendo valores t (*t-value*) e intervalos de confianza en pruebas no paramétricas. Se hacen 5.000 submuestras buscando la significatividad del modelo.

La tabla 38⁵⁵ detalla los coeficientes de ruta (*path coefficients*) entre cada una de nuestras variables, los valores t (*t-value*) y los intervalos de confianza que permiten la evaluación de la significación estadística de las relaciones basada en el procedimiento de bootstrapping. Vemos la relación entre las cinco variables independientes (tipos de valor aportado) con respecto a la variable dependiente (valor aportado).

Tabla 38: Resultados de la evaluación del modelo estructural.

Hypothesis	Relationships	Suggested effects	Path coefficients		P Values	Percentile bootstrap 95% confidence level		Support
			Original sample	t-value (bootstrap)		Lower	Upper	
H1:	Contacts→Value Added	+	0,280	3,293	0,001	0,114	0,448	Yes
H2:	Advice→Value Added	+	0,478	4,830	0,000	0,280	0,671	Yes
H3:	Incentives→Value Added	+	0,194	2,620	0,009	0,045	0,332	Yes
H4:	Interpersonal roles→Value Added	+	-0,006	0,067	0,946	-0,179	0,168	No
H5:	Reputation→Value Added	+	-0,023	0,437	0,662	-0,122	0,068	No

Fuente: Elaboración propia

Los resultados muestran que la relación entre contactos y valor añadido es positiva y significativa al nivel de $p < 0.001$ (*path coefficient* = 0,280) lo que respalda la hipótesis 1.

Además, la relación entre asesoramiento y valor añadido también es positiva y significativa al nivel de $p < 0.001$ (*path coefficient* = 0,478) por tanto valida la hipótesis 2.

Finalmente, la variable independiente incentivos sobre la variable dependiente valor aportado tiene una relación positiva y significativa en $p < 0.01$ (*path coefficient* = 0,194) validando nuestra hipótesis 3.

Por su parte, las variables de control para la variable independiente relación interpersonal correspondiente con la hipótesis H4 y la variable independiente prestigio de la hipótesis (H5) no fueron validadas.

⁵⁵ Ver figura 32: *Advice*= Asesoramiento; *Contacts*= Contactos; *Incentives*= Incentivos; *Reputation*= Prestigio; *Interpersonal roles*= Relación; *Value Added*= Valor añadido.

Las variables independientes contactos, asesoramiento e incentivos tienen un efecto positivo y significativo sobre el valor añadido a las empresas por ellos financiadas. Esto indica que cuanto más intensa sea la presión sobre estas tres variables, mayor será el valor aportado generado, que repercutirá en el mejor desempeño de la empresa. El asesoramiento alcanza el valor más alto, mientras que los incentivos tienen el valor más bajo.

El modelo estructural fue evaluado por el R^2 del constructo dependiente. Para evaluar el modelo estructural, el valor R^2 de los constructos endógenos se calculó como el indicador del poder explicativo del modelo (Chin, 2010; Hair et al., 2016). La variable R^2 indica la cantidad de varianza del constructo que es explicada por el modelo. Según Chin (1988), si es mayor de 0,67 sería sustancial, mayor de 0,33 sería moderado y únicamente superior a 0,19 sería un nivel débil.

Nuestro R^2 obtiene un valor de 0,774, lo que puede considerarse un valor alto, que explica por tanto el 77,4% del valor aportado por los *Venture Capital* (constructo endógeno) sobre el desempeño de las empresas financiadas por ellos. Nuestro valor sobrepasa el nivel establecido por Chin (1998) de 0,67; luego esto demuestra que nuestros constructos tienen un buen poder predictivo. Por tanto, la R^2 es la capacidad predictiva, y en nuestro caso explicamos el 77,4%, por lo que nos faltaría únicamente un 22,6% por explicar ⁵⁶.

Además, realizamos el procedimiento de *blindfolding* (Hair et al., 2016) para obtener el estadístico de Stone-Geisser con su indicador Q^2 . Los valores de Q^2 asociados con el criterio de Stone-Geisser son sistemáticamente superiores a cero, lo que indica que se cumplen los requisitos previos de relevancia predictiva para el modelo (Chin, 2010).

En nuestro caso, el modelo estructural obtuvo una relevancia predictiva satisfactoria con un valor positivo del estadístico de Stone-Geisser $Q^2 = 0,605$; lo que indica que el modelo tiene relevancia predictiva.

En resumen, la evaluación de los modelos estructurales y de medición indica que los resultados del modelo PLS son aceptables y ofrecen un rendimiento predictivo apropiado.

Así, hemos creado y ratificado un modelo empíricamente para los datos obtenidos en el ecosistema español, en el que se cumplen 3 de las 5 hipótesis planteadas.

Nuestras conclusiones se exponen en los siguientes apartados.

⁵⁶ Los resultados obtenidos por Sapienza et al. (1996) alcanzan para su modelo de valor aportado un valor explicativo con un R^2 del 35% en los Estados Unidos, mientras que oscila entre el 15% y el 25% en los países europeos (Francia, Reino Unido y Holanda) y es del 20% para la muestra agrupada de los tres países europeos.

Capítulo V:
Discusión, aportaciones,
limitaciones y futuras líneas de
investigación

5. Discusión, aportaciones, limitaciones y futuras líneas de investigación.

5.1. Discusión sobre los resultados.

En nuestra investigación, tal como hemos explicado en anteriores apartados, hemos tenido en cuenta las relaciones existentes entre los profesionales de los *Venture Capital* y los responsables de las empresas que han conseguido la financiación por parte de esos *Venture Capital* en el año 2015. Recordar que nuestra población son las operaciones de financiación de este tipo realizadas en España que ascendieron en ese periodo a un total de 144. Por tanto, esto supone un total de 288 relaciones.

Recabamos 117 respuestas de los profesionales de los VC que eran los responsables de esas empresas financiadas, con ello obtuvimos el punto de vista sobre la relación de la parte proveedora de la financiación y el valor añadido. Por otro lado, conseguimos 97 respuestas por parte de las personas que desempeñaban en la compañía el papel de “CEO-emprendedor”, lo que también nos nutrió de información desde el punto de vista de la recepción de esa financiación y del resto de servicios no financieros. Así, el porcentaje global de respuestas obtenido fue de un 74,3%.

Con la metodología aplicada hemos analizado el conjunto de las relaciones con 5 variables independientes (5 constructos formados por 16 ítems) y 1 variable dependiente (constructo formado por 5 ítems). Esto es diferencial en nuestra investigación, ya que otros investigadores han analizado el punto de vista de uno u otro agente (VC o empresa) y han analizado los conceptos de manera separada no agrupados en constructos. Por otro lado, han evaluado un número distinto de conceptos, generalmente un menor número de ellos, y aplicado una metodología diferente. Aún así, incluiremos algunos datos de los resultados obtenidos por otros autores con la finalidad de mostrar algunas bases de referencia.

Por otro lado, las características del mercado español en comparación con las de otros países pueden hacer que los servicios de valor añadido sean diferentes. El reducido tamaño del mercado hace que resulte difícil para los VC el especializarse. Además, el limitado volumen de los fondos gestionados por cada VC implica que deban tener una estructura de equipo interno reducido. Esto suele implicar que el tamaño de la cartera de participadas por cada responsable sea elevado.

Por otro lado, aunque existen muy buenos profesionales, debido a una explosión más reciente de este mercado en España puede llegar a suponer que exista menos disponibilidad de profesionales en el mercado y que su experiencia adquirida sea inferior a sus comparables en otros países donde las sociedades de VC llevan más tiempo desarrollando su actividad.

Queremos recordar las hipótesis planteadas:

- **Hipótesis 1 (H1): Los contactos tienen una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.**
- **Hipótesis 2 (H2): El asesoramiento tiene una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.**
- **Hipótesis 3 (H3): Los incentivos tienen una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.**
- **Hipótesis 4 (H4): Las relaciones tienen una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.**
- **Hipótesis 5 (H5): El prestigio del *Venture Capital* tiene una influencia positiva en el valor añadido por el *Venture Capital* sobre la empresa por ellos financiada.**

Con los resultados obtenidos han sido validadas las hipótesis H1, H2 y H3.

Además, nuestros resultados reflejan que de los tres elementos que tienen una influencia significativa y positiva, el que obtiene el mayor valor es el “asesoramiento” con un valor 1,7 veces más alto que los “contactos” y 2,5 que los “incentivos”.

Entendemos que una de las explicaciones por las que el asesoramiento está por encima de los “contactos” puede ser la idiosincrasia del ecosistema español y las características socioculturales. Así, resulta relativamente fácil tener acceso al tipo de contacto buscado. Por tanto, aunque los “contactos” son importantes, sin embargo se encuentran por debajo del “asesoramiento”.

Una de las explicaciones de que la Hipótesis 4 no haya sido validada es que tanto para los emprendedores como para los profesionales del VC uno de sus recursos más escasos es el tiempo.

Las actividades desempeñadas por estos profesionales para incrementar los retornos de sus inversiones consumen mucho tiempo y suponen un gran y costoso esfuerzo (Kaplan y Strömberg, 2004). Esto puede explicar cómo las relaciones no terminan siendo efectivas, ya que interpretar como crear, establecer y mantener una relación interpersonal puede suponer un gran esfuerzo y una importante inversión para su limitado tiempo. Los CEO y los VC prefieren colocar ese recurso en otras actividades ya que, como hemos visto, en los datos obtenidos en nuestro estudio la cartera de participadas de cada uno de estos profesionales está formado mayoritariamente por 8 o más empresas⁵⁷, lo cual condiciona aún más su disponibilidad de tiempo.

El prestigio de las empresas y las personas sin duda es muy importante, sin embargo la Hipótesis 5 no ha resultado validada. El tamaño y las características del ecosistema español, donde el acceso a la persona deseada puede ser más fácil que en otros países, podría explicar porque el efecto de “prestigio” que el VC provee no es considerado, ya que todas las personas del ecosistema terminan conociendo y valorando a la compañía por sí misma sin que el poder del prestigio o reputación aportado por el VC pueda resultar tan importante como en otros entornos.

⁵⁷ En el estudio de Gorman y Sahlman (1989) el número de empresas financiada supervisadas por cada “socio” del VC era de 8,8

Aunque como hemos explicado, las características y el diseño de nuestra investigación hacen que la comparación con estudios previamente realizados sea compleja mencionaremos a continuación algunos comentarios referentes a otras aportaciones de la literatura financiera.

En el caso de la investigación llevada a cabo por MacMillan et al. (1988) en los Estados Unidos donde los profesionales del VC respondieron a un cuestionario en el cual se les pedía que identificaran su grado de implicación en una serie de actividades que podrían realizar en las empresas financiadas. De entre las seis actividades de participación más importantes, “servir como asesores (asesoramiento) para el equipo de emprendedores” tuvo la calificación más alta en la implicación en las empresas, situándose por encima de las que tenían que ver con la aportación y generación de contactos (MacMillan et al., 1988). Este resultado respalda las conclusiones de Timmons y Bygrave (1986) quienes mencionan como una de las contribuciones más importantes de un profesional del VC es la de actuar como asesor. MacMillan et al. (1988) explican como todas las actividades que suponen la participación en el día a día de la empresa requerirán un significativo compromiso de tiempo por parte de los profesionales del VC. Así, las actividades que requerían una más baja implicación y esfuerzo fueron las preferidas por estos profesionales. Además, indicaron que si ellos pudieran cambiar su grado de implicación, ellos hubieran incrementado su involucración en aquellas actividades que requirieran un compromiso mínimo de tiempo, tales como formular la estrategia de negocio o planes de marketing, o servir como grupo de expertos o consultivo al emprendedor. Era evidente que su deseo sería disminuir su implicación en las actividades que supongan un compromiso sustancial de tiempo (MacMillan et al., 1988).

Gorman y Sahlman (1989) descubrieron que los profesionales del VC emplean aproximadamente dos horas de atención directa por semana en las empresas que se encuentran en sus fases iniciales. Esta cantidad limitada de tiempo por inversión no permite una cantidad sustancial de participación por parte de los profesionales del VC en actividades que requieran de una participación sustancial y continua. Además, Gorman y Sahlman (1989) averiguaron que el servicio más frecuentemente desempeñado era el de ayudar a incrementar fondos adicionales, seguido del análisis estratégico y la contratación de personal directivo, y a continuación se situó su rol de poner a disposición su red de contactos.

En el caso de Sapienza et al. (1996) en términos generales, los profesionales de los VC se ven a sí mismos como que el mayor valor que proporcionan es a través de sus roles de asesoramiento y en menor medida a través de su red de contactos. Sus resultados también indican claramente que los roles interpersonales (relaciones) de los VC son un elemento significativo en el funcionamiento de estas asociaciones. En los Estados Unidos y el Reino Unido, el valor agregado a través de roles interpersonales está cerca del nivel del valor agregado en roles estratégicos, mientras que en Francia y Holanda el valor agregado de los roles interpersonales está más cerca de los roles de aportadores de contactos menos importantes.

Otro estudio que merece la pena comentar es el de Huyghebaert y O'Donohoe (2007) quienes obtuvieron unos resultados que en general mostraban como los profesionales de los VC irlandeses eran muy valorados por los fundadores de las empresas que han financiado, especialmente por su apoyo monetario y apoyo gerencial. A su vez, resulta menos valorado su rol de aportación de contactos. Por lo tanto, los profesionales del VC irlandeses se involucran principalmente a un nivel estratégico dentro de las empresas de su cartera de participadas en lugar de involucrarse en las operaciones cotidianas de las sociedades participadas.

5.2. Aportaciones.

Este trabajo contribuye a enriquecer las investigaciones relacionadas con el ámbito del emprendimiento y la financiación del tipo *Venture Capital* de varias maneras. En primer lugar, la metodología utilizada de ecuaciones estructurales (PLS) permite sintetizar a través del análisis factorial y crear una variable constructo para cada una de las principales fuentes de valor aportado en la relación entre el emprendedor y el VC. Además, su capacidad para estudiar las relaciones causales permite priorizar el peso que dichos factores tienen sobre el valor agregado percibido de la relación. El uso de esta metodología en el campo emprendedor es novedoso y permite proporcionar una capacidad explicativa adicional dentro de la complejidad del ecosistema emprendedor.

En segundo lugar, hasta donde nuestro conocimiento alcanza, es el primer estudio empírico llevado a cabo en el ecosistema español que analiza la temática del valor añadido desde esta perspectiva. Por ejemplo, el estudio de Elango et al. (1995) solo analizó la industria del VC en los Estados Unidos, e indica como esta se está desarrollando en otros países, sugiriendo que pueden existir diferencias en su comportamiento en distintas regiones abriendo la puerta para futuras investigaciones. Por eso nosotros realizamos nuestro estudio en España, país que en comparación con los Estados Unidos ha sido objeto de muchísimas menos investigaciones en este campo. Ramon (2011) ya argumentó como con su trabajo contribuía a aportar evidencia empírica a la escasa literatura que sobre el capital riesgo existía en España.

Tercero, hemos desarrollado y validado un modelo de medición de cómo se genera el valor añadido en la relación entre el VC y el CEO-emprendedor. Aunque este modelo ha sido creado en base a datos recogidos en el ecosistema español, este modelo se podrá utilizar en otros ecosistemas y en otros periodos temporales.

Elango et al. (1995) realizan su estudio encuestando únicamente a los profesionales del VC, indicando como una interesante línea de investigación futura sería conocer también el punto de vista de los responsables de las empresas financiadas. Barney et al. (1996) con su estudio respaldan la opinión existente entre los investigadores del mundo emprendedor de que la relación entre el VC y el equipo de la empresa es un área muy interesante para la investigación. Una de las limitaciones de su estudio es que solo analizan esta cuestión desde la casuística del equipo gestor de la empresa, es decir los demandantes del valor. Señalan que el punto de vista de los proveedores de la financiación (VC) es igualmente importante y necesita ser investigado. Huyghebaert y O'Donohoe (2007) sugerían como una futura línea de investigación sería el recabar información de manera simultánea a los profesionales del VC y a sus empresas financiadas, esa es la línea seguida en esta investigación.

Así en cuarto lugar, otra aportación sería el hecho de haber preguntado a los dos agentes implicados en la relación. Valoramos que era muy enriquecedor el obtener respuestas de ambos, con la finalidad de saber el punto de vista de la compañía que recibe el valor añadido preguntándole a los “CEO-emprendedor”; y por otro lado, el punto de vista del inversor que provee el valor añadido preguntando a los profesionales que trabajan dentro del VC que son los responsables de controlar y vigilar la compañía financiada.

En quinto lugar, el análisis empírico, a diferencia de lo realizado en otros estudios, no se llevó a cabo evaluando los diferentes ítems de aportación de valor por separado, sino agrupados en diferentes constructos que fueron englobando cada uno de esos conceptos.

Otra aportación es el alto porcentaje de respuestas obtenidas, lo que da idea del adecuado diseño del cuestionario y del gran trabajo de campo realizado. Se consiguió un 81,3% de respuestas de los cuestionarios enviados a los “Profesionales de los VC” y una tasa de 67,4% de contestaciones por parte de los “CEO-emprendedores”. Esto es especialmente relevante si lo comparamos con otros estudios. Por ejemplo, en la investigación realizada por Sapienza et al. (1996) en la que preguntaron a los VC obtuvieron un 25% para el caso de Francia, un 40% para Holanda, y un 43% para el Reino Unido. En los estudios llevados a cabo por MacMillan et al. (1988), Gorman y Sahlman (1989) y Elango et al. (1995) para el mercado americano obtuvieron, un 18%; un 49% y un 30,3% respectivamente de tasa de respuestas por parte de los VC. Por su parte, Huyghebaert y O’Donohoe (2007) encuestaron a los CEO de empresas irlandesas que habían recibido financiación de un VC, consiguiendo un porcentaje de respuestas del 29,7%.

Además, como vimos al plantear las hipótesis, los VC desempeñan un rol de monitorización y seguimiento de la empresa financiada en función de la existencia de asimetría de la información y los costes de la agencia (Jensen y Meckling, 1976). Nosotros con los resultados obtenidos por nuestro modelo y las hipótesis planteadas, hemos podido comprobar al igual que otros autores⁵⁸ como los VC desempeñan para salvaguardar sus intereses un papel más allá de la supervisión de las empresas que componen su cartera.

La implicación de los profesionales del VC llevaría a una mejora en el desempeño de la empresa financiada al disponer de mejores recursos (servicios de valor añadido) y de monitorización (Croce et al., 2013). Nosotros con los resultados obtenidos mostramos como los VC desempeñan un papel importante al proporcionar valor añadido del tipo asesoramiento, contactos e incentivos. Además, al identificar las fuentes de valor añadido en la relación entre el VC y el emprendedor, estamos aclarando y reduciendo la asimetría de información que pueda surgir en esta relación.

Nuestra investigación obtiene también conclusiones de interés para los legisladores y las administraciones públicas. Hemos comprobado cómo esta fuente de financiación proporciona un valor añadido al dinero que aporta a las empresas. Suele ser una preocupación de muchas administraciones públicas el cómo facilitar a los emprendedores y a sus empresas el acceso a la financiación. Así tratan de impulsar diversas herramientas e iniciativas encaminadas a ello. En el caso del Gobierno Español, como mencionamos anteriormente, una de ellas fue poner en marcha en el año 2013 el programa Fond-ICO.

En consecuencia, gracias a los resultados que hemos alcanzado con nuestro estudio, los legisladores, las autoridades implicadas y los responsables de los fondos públicos pueden ver la conveniencia de canalizar sus esfuerzos al apoyo y desarrollo de la industria del VC en nuestro país, ya que este tipo de financiación contribuye a facilitar financiación a este tipo de empresas de nueva creación.

⁵⁸ Gorman y Sahlman (1989); Sahlman (1990); Lerner (1995); Sapienza et al. (1996); Gompers y Lerner (1998); Hellmann y Puri (2002) o Colombo y Grilli (2010).

Por tanto, la estrategia de Fond-ICO nos parece una acertada decisión ya que canalizando recursos a través de los VC tiene un potencial efecto sobre el desempeño de las compañías financiadas. Dado que las herramientas de los VC mejoran el desempeño de las empresas y tienen mayores implicaciones que otros instrumentos financieros, ayudando a mejorar el desarrollo del ecosistema empresarial.

Recomendamos que, si quieren estimular el crecimiento del tejido empresarial, se debería incentivar la actividad de los VC, pero por supuesto promocionando a aquellos VC que estén en disposición de aportar un mayor valor añadido a las empresas financiadas.

Elango et al. (1995) en su investigación exponen que gracias a sus conclusiones los legisladores se pueden beneficiar de un mejor entendimiento de las diferencias que existen entre los distintos VC y como esta comprensión puede mejorar la disponibilidad de financiación del tipo VC, lo que es una de las principales preocupaciones de las administraciones públicas tanto a nivel regional como nacional.

En esta línea Sapienza et al. (1996) apuntan como implicaciones de su estudio la conveniencia de que los legisladores estimulen el desarrollo de la industria del *Venture Capital*. Apuntando que cuando en su día en Alemania se dejó de apoyar esta industria fue contraproducente y como consecuencia directa muchos VC cesaron sus operaciones disminuyendo la cantidad de financiación disponible para las compañías recientemente creadas y el soporte que podían proporcionar los VC experimentados. También mencionan como es aconsejable que los responsables políticos brinden incentivos para que gestores con experiencia industrial inicien o se unan a los VC, precisamente para incentivar la generación de valor en este tipo de financiación.

Incluso, Sapienza et al. (1996) llegaron a sugerir como en aquellos países en los que los legisladores detectaran que los VC siguieran unas estrategias de pasividad, las administraciones deberían también considerar legislar para reducir los impedimentos a las operaciones de VC procedentes de otros países en operaciones transfronterizas (*cross borders*) que contribuyeran a mejorar la calidad de los servicios prestados por los VC a través de la generación de competencia entre ellos que favoreciera al tejido empresarial y la economía.

Además, gracias al conocimiento que pueden extraer de este estudio, sugerimos que otra implicación podría ser que los organismos públicos ayudaran a los emprendedores aportándoles información útil sobre los VC como un recurso de financiación y valor añadido que pueden aportar.

Sapienza et al. (1996) también indican como las agencias públicas podrían ayudar a los emprendedores estableciendo servicios que proporcionaran información acerca de las preferencias de inversión de los VC, su desempeño, su experiencia y su reputación.

Además de las implicaciones que esta investigación tiene para los investigadores y las administraciones públicas también hemos hallado importantes implicaciones para los profesionales implicados en el sector, tanto para los responsables de las empresas que buscan la financiación como para las sociedades de VC y sus gestores.

La primera implicación para los emprendedores sería el incremento de las posibilidades de conseguir financiación. Scarlata (2011) explica como para cualquier negocio en crecimiento, el acceso a la

fuentes de financiación apropiada es un factor clave en el desarrollo de la empresa. Con nuestro trabajo los emprendedores pueden conocer mejor el funcionamiento de los VC, lo que sin duda les ayudará a abordar con más garantías el proceso de búsqueda de financiación. Elango et al. (1995) explican como los emprendedores al conocer lo que están buscando en una oportunidad de inversión los profesionales de los VC aumentarán sus probabilidades de encontrar financiación. En su trabajo Ramon (2011) expresa como gracias a sus resultados podrán beneficiarse las empresas demandantes de financiación.

Precisamente Williams (2013) focaliza su trabajo en analizar como los emprendedores podrían optimizar el proceso de obtención de financiación por parte de un VC a través de llegar a entender su proceso de toma de decisión. Explica como para los nuevos negocios, la obtención de capital es un proceso notoriamente dificultoso. Para concluirlo con éxito el equipo emprendedor debe superar la incertidumbre del inversor acerca de la calidad de su producto, servicio o idea, y cuestiones relativas al mercado, así como de las propias capacidades del emprendedor y su equipo para llevar a cabo su ejecución. El equipo emprendedor debería emparejar las fortalezas de sus negocios con el tipo de inversor más adecuado con el fin de incrementar las oportunidades de conseguir la financiación (Williams, 2013).

Además, con nuestro trabajo los emprendedores pueden conocer mejor que clases de servicios pueden esperar de los VC y que otros recursos deben buscar en otras fuentes. Esto les puede ayudar a optimizar el proceso de obtención de financiación e incrementar las posibilidades de seleccionar al VC más apropiado. Sapienza et al. (1996) comentan como los emprendedores pueden ser también capaces de entender y anticipar la variación en las actividades no atendidas de sus inversores, así como los tipos de funciones que los VC ven como las más críticas y que condiciona una mayor contribución del VC.

Según Megginson y Weiss (1991) los emprendedores deberían comprometerse con el objetivo de atraer a los VC más experimentados y reputados para financiar a sus empresas. Así, el conocimiento de las prácticas de los VC interesa a los emprendedores ya que estos intentan seleccionar la fuente de financiación más adecuada (Sapienza et al., 1996). Drover et al. (2014) indican como el emprendedor para escoger al VC no solo tendrá en cuenta su reputación, sino otras características como el valor añadido que podrá aportar el VC o su historial de desinversiones pasadas exitosas.

Elango et al. (1995) señala que una comprensión de las diferencias entre los distintos VC puede ser útil para el emprendedor que está en busca de capital. Al comprender cómo se comportan los VC después de una inversión, el emprendedor aumenta sus posibilidades de seleccionar al inversor de capital de riesgo adecuado.

Igualmente, Sapienza et al. (1996) indicaban como una implicación de su estudio era que los emprendedores podían ser capaces de evaluar los roles de valor añadido a los que los profesionales del VC les otorgan una mayor consideración. Así, este conocimiento puede ayudar a los CEO a anticipar que rol de estos profesionales van a desempeñar, para poder comunicar sus propias preferencias y negociar esa implicación. Scarlata (2011) añade que entendiendo como se comporta el VC después de realizar la inversión, el emprendedor incrementa sus posibilidades de seleccionar al VC más adecuado.

Por tanto, para el emprendedor resulta de utilidad disponer de un mejor conocimiento del VC para poder decidir si esta financiación es la más adecuada, como incrementar las probabilidades de éxito para conseguirla, que puede esperar de los VC y en función de eso tratar de buscar el mejor VC que encaje con sus necesidades.

A continuación, detallaremos una serie de implicaciones para los VC y sus profesionales. Así, los VC podrían aplicar nuestros resultados para conocer mejor el funcionamiento de otros VC, crear un diseño mejor de los servicios de valor añadido que ellos proveen para adquirir una ventaja competitiva sobre otros VC y ser más efectivos y obtener recompensas más altas de sus esfuerzos y fondos invertidos.

A los responsables de los VC nuestra investigación les ayudará a conocer cuál es la percepción del valor añadido en el mercado español. Para un VC puede resultar muy interesante el comportamiento del resto de agentes del sector. Elango et al. (1995) en su estudio comentaron como los VC también pueden beneficiarse de tener un mejor conocimiento con respecto a cómo operan otros VC, ya que unas veces los VC pueden colaborar con otros VC y otras veces competir entre ellos.

Otra implicación para los gestores de los VC sería el hecho de que si el dinero de sus VC no es diferencial los VC deberían hacer un esfuerzo por diferenciarse de otros VC. Como hemos visto, los emprendedores con los mejores proyectos optarán a los mejores VC (Gompers y Lerner, 2001; Hsu, 2004; Arthurs y Busenitz, 2006). Además, los mercados se hacen más globales, forzando a los VC a competir con otros VC de otros mercados (Sapienza et al., 1996). Por lo tanto, si el dinero no es diferencial y los VC quieren diferenciarse los unos de los otros y sobresalir con respecto a otros VC, lo que deberían hacer es un esfuerzo por detectar cual es el “valor añadido” existente en el mercado, cuáles son los servicios que no están disponibles y son demandados, y que por tanto para él que disponga de ellos y los preste supondrá una ventaja competitiva.

En esta línea se muestran los resultados del estudio empírico realizado por Hsu (2004). En él utilizó como referencia la decisión que tomaban los emprendedores que estaban buscando financiación para sus empresas y que recibían varias propuestas de diferentes VC que competían entre ellas por cerrar ellos la operación de financiación. Hsu (2004) obtuvo unos resultados que mostraban como las propuestas presentadas por los VC con una mejor reputación tenían 3 veces más de posibilidades de ser aceptadas, e incluso como el VC con la mejor reputación era capaz de conseguir las participaciones de la sociedad en la operación de financiación con un descuento en el precio de entre el 10 al 14% con respecto al resto de ofertas. Esta evidencia sugiere que el poder aportar un servicio extra financiero tiene una recompensa y un valor diferencial para el VC. Por tanto, los resultados empíricos sugieren que los emprendedores están dispuestos a anteponer ofertas con valoraciones más elevadas a cambio de poder asociarse con los mejores VC. Por tanto, diferenciarse y tratar de aportar algo más que dinero tendría su recompensa (Hsu, 2004).

Las conclusiones de la investigación de Hsu (2004) muestran que los diferentes profesionales tienen diferente potencial valor añadido y que los *Venture capital* representan más para los emprendedores que estrictamente financiación. Debido a que el asociarse con socios reputados les confiere beneficios en el desempeño, ésta no tendrá libre acceso. Además, debido a que los profesionales del VC pueden certificar y las empresas necesitan ser certificadas, el intercambio natural de esta relación proporciona un mercado natural para esta asociación. Todo esto implica que el valor aportado por los VC puede ser más distintivo que la financiación y, por tanto, estas funciones de los VC extra

financieras pueden tener consecuencias financieras para el VC, como por ejemplo el hecho del precio al que es capaz de adquirir las participaciones en el capital social de las empresas a financiar. Los emprendedores parecen aceptar que hay un valor asociado con los profesionales de los VC con experiencia y con una buena red de contactos. Si el dinero es un *commodity* no diferencial, los profesionales del VC deben diferenciarse por la calidad de sus servicios y el prestigio que aportan a las empresas de su cartera de participadas. En esta línea, los emprendedores estarán más dispuestos a aceptar un descuento en la valoración de sus empresas para poder tener acceso a la financiación de los profesionales del VC con una mejor reputación (Hsu, 2004).

Hopp (2008) explica como desde el punto de vista de que los VC son inversores que proporcionan valor añadido dirigiendo su apoyo más allá de la mera aportación de fondos, esto hace que los emprendedores tengan en consideración de quien viene el dinero y no tanto de cuánto dinero tendrán en realidad.

En un escenario donde existe dinero y este no es diferencial, eso implicará para los VC que aporten un valor adicional a sus empresas financiadas una ventaja competitiva (Hochberg et al., 2007); resultando beneficiados los mejores VC (Megginson y Weiss, 1991; Hsu, 2004) al aportar un incentivo adicional a los emprendedores estando dispuestos a aceptar valoraciones menos favorables o menores aportaciones de fondos a cambio de trabajar y tener a su lado a los mejores VC. Según Hopp (2008) esto supondrá a su vez un incentivo para los VC de cara a crear y desarrollar más experiencia y más capacidades, ya que podrán acceder a condiciones de financiación en mejores términos.

Rosenstein et al. (1993) explicaban como el principal producto de los VC es el dinero, lo cual es un *commodity*, siendo imposible diferenciar este *commodity* en un mercado donde los clientes tienen una información perfecta. Lo que los VC han aprendido es que sus clientes (los emprendedores) tienen una abundante información, que aunque podría no ser perfecta, es ciertamente suficientemente para tomar una decisión informada cuando seleccionen una empresa de VC. Aquí, el valor que puede aportar el VC puede ser el distintivo más importante que puede diferenciar a un VC de sus competidores. Si ese es el caso, las empresas de VC necesitan poner más atención en su valor añadido, para que el CEO de las empresas lo conozca y lo valore (Rosenstein et al., 1993).

Rosenstein et al. (1993) mencionan como en ese sentido identifican un grupo top de 20 VC que son más valorados por los emprendedores que el resto, adquiriendo por ello una ventaja competitiva. Estos autores encontraron que los gestores de las empresas otorgaban un valor superior a la asistencia proporcionada por los “*Venture Capital* top 20” de los Estados Unidos frente a la que podía proporcionar un *Venture Capital* de la media que no perteneciese al grupo “top 20”.

Los mercados globales hacen que cada vez más VC vayan a otros países a hacer operaciones. Así en el caso de España si los VC quieren permanecer deberían buscar su diferenciación. Además, no debemos olvidar que las empresas de VC aspiran a ser jugadores activos a largo plazo dentro de la industria (Cumming, 2009). Por tanto, los mejores VC tendrán más probabilidades de sobrevivir y que cuando vayan a levantar nuevos fondos esto les resulte menos costoso y puedan conseguir una mayor cantidad de dinero y un mayor número de oportunidades de inversión (Cumming, 2009).

Esta diferenciación permitirá a los VC tener un mejor comportamiento a corto plazo en el ecosistema, y una reputación mejor a medio plazo. Probablemente, eso implicará un cambio en la

dirección del VC ya que si alguien quiere proveer un servicio de valor añadido de calidad; el tamaño del *portfolio* óptimo se verá afectado (Jackson III et al., 2012). Bartkus (2004) encontró que el aumento en el tamaño de la cartera de empresas financiadas está relacionado negativamente con las tasas de éxito de los VC, argumentando que dadas sus limitaciones de tiempo los profesionales de los VC solo son capaces de monitorizar eficazmente a un número determinado de empresas.

Además, dependiendo del tipo de valor añadido que el VC quiera ofrecer a sus compañías financiadas, deberá contratar un tipo u otro de profesionales con diferentes habilidades y conocimiento; sin embargo, las habilidades que se necesitan para ser un buen profesional del VC son exigentes y su adquisición requiere un tiempo prolongado (Gompers y Lerner, 2001). Sapienza et al. (1996) explican como los VC para diferenciarse de sus competidores pueden construir ventajas competitivas sostenibles seleccionando y desarrollando nuevos colaboradores para sus equipos con habilidades y aptitudes especialmente dirigidas a los retos estratégicos y humanos a los que se enfrentan los emprendedores. O tal vez a través de la especialización de los VC (Elango et al., 1995).

Zheng (2011) explica como las empresas de VC pueden ajustar sus comportamientos para mejorar su imagen entre los emprendedores. Así, según Sapienza et al. (1996) en función de cómo cada una de las empresas de VC siga su camino para diferenciarse de otros VC y seleccionar a los profesionales más adecuados para que se incorporen a su equipo para poder poner al servicio de las empresas de su cartera de participadas, ese valor añadido hará que tengan más probabilidades de sobrevivir. Ya Sapienza et al. (1996) identificaron como en los mercados más maduros los VC dedicaban más esfuerzo a aportar algo más allá que el simple dinero. Por tanto, los VC más exitosos tenderán a involucrarse más y no menos en sus inversiones. Sin perder de vista, que estos profesionales claramente economizan el tiempo que dedican a la implicación en cada una de las empresas de su cartera.

Finalmente, en los resultados que hemos obtenido se pone de manifiesto que tipo de actividades tienen más peso en la efectividad de la relación de aportación de valor, poniendo a disposición de los gestores un indicador de sobre cuál de ellos el esfuerzo y los recursos aportados tendría más repercusión. En este caso, vemos por este orden, que tendrían mayores retornos los esfuerzos aplicados en prestar servicios de asesoramiento seguido de los contactos y en tercer lugar los incentivos.

5.3. Limitaciones y futuras investigaciones

Somos conscientes de que este estudio científico tiene diversas limitaciones. Sin embargo, precisamente porque nuestro modelo está contrastado esto hace que se abran diversas oportunidades para realizar futuros estudios. Una de ellas sería el hecho de que nuestros datos han sido tomados en España. Así, una futura investigación podría ser realizada tomando datos para otros ecosistemas europeos, para Estados Unidos o incluso en varios países simultáneamente de manera que se pudiera realizar una comparación entre ellos y ver si existen diferencias de comportamiento

en los distintos países. Podría ser muy útil el entendimiento de los diferentes comportamientos posibles entre agentes dependiendo de los países analizados⁵⁹ y sus características socio culturales.

En nuestro estudio hemos tomado datos centrándonos en operaciones de financiación realizadas en el año 2015. Es decir, el haber tomado un método de investigación de dimensión transversal⁶⁰ podría ser una limitación. Así, podríamos analizar si los resultados varían si tomamos una población diferente correspondiente a otro periodo temporal. Otra limitación estaría por el grado de subjetividad existente en el sistema de medición de los factores empleados.

Además, una vez hemos diseñado el modelo resultaría muy interesante realizar estudios en los que se establecieran variables de control. Dado que la relación entre los VC y los CEO-emprendedores está condicionada por la existencia de asimetría de la información (Jensen y Meckling, 1976), sería muy interesante analizar si hay diferencias entre las percepciones de ambos agentes. Los resultados obtenidos por Huyghebaert y O'Donohoe (2007), ya sugerían que las percepciones pueden diferir entre los financiadores (VC) y los beneficiarios de esa financiación (CEO-emprendedores).

Estudios adicionales podrían tener su origen en analizar si los resultados varían en concordancia con las características de la reputación de los VC (Hsu, 2004); la influencia del grado de especialización de los VC desglosando en ese caso si su criterio de inversión es especializado o generalista (Elango et al., 1995; Busenitz et al., 2004; Sorensen, 2007); o en función del origen de los fondos del VC (Bottazzi et al., 2008) diferenciando entre los denominados VC públicos, privados o incluso corporativos⁶¹ o de origen de entidades financieras. Barney et al. (1996) sugieren realizar estudios analizando si el nivel de la contribución varía en función del tipo de VC (público, corporativo, independiente, etc.).

Sapienza et al. (1996) explica como una variable importante para futuros estudios podría ser el tipo de VC. Se podría especular si los VC respaldados por fondos totalmente públicos presentan obstáculos en su capacidad para atraer a profesionales del sector del VC de alta calidad, porque no son capaces de compensarlos económicamente a estos profesionales en un nivel igual al de los VC privados.

Por otro lado también resultaría muy interesante realizar futuras investigaciones en las que la variable de control estuviese determinada por determinadas características del emprendedor, en función de la experiencia⁶² y formación; o de la propia empresa financiada como podrían ser el sector de actividad de la empresa o su fase de desarrollo.

⁵⁹ Por ejemplo, Sapienza et al. (1996) analizaron 4 países y obtuvieron que en función de cuándo y en qué país el emprendedor obtuviera la financiación de un *Venture Capital* esto tenía un impacto sobre el esfuerzo y el tipo de valor aportado por los profesionales de los VC.

⁶⁰ Sapienza et al. (1996) exponen como su estudio tiene limitaciones por su diseño de corte transversal.

⁶¹ Sun (2007) expone que tanto los VC como las empresas de su cartera consideran que sus aportaciones de valor son las contribuciones más importantes que realizan los VC. Además, llega a la conclusión de que las contribuciones son diferentes dependiendo del origen de los fondos, si son independientes o si tienen el origen en una corporación empresarial. Los VC y los CVC tienen diferentes objetivos de inversión y poseen diferentes áreas de experiencia, lo que genera diferencias en las contribuciones del valor aportado proporcionadas por cada uno de ellos.

⁶² Por ejemplo, Cravalho (2007) analizó el tipo de consejos recibidos, valorados y esperados en función de la experiencia de los emprendedores.

Capítulo VI: Conclusiones

6. Conclusiones.

Durante la experiencia profesional del doctorando ha podido vivir en primera persona situaciones en las que la falta de financiación es la principal barrera a la que se enfrentan los emprendedores, circunstancia corroborada por las conclusiones extraídas a través de la revisión de la bibliografía existente sobre esta materia. Así, el emprendedor debe comenzar un proceso de búsqueda de financiación que será determinante para el lanzamiento, supervivencia, crecimiento y consolidación de su proyecto empresarial.

Como hemos explicado en este documento, el emprendedor se encontrará con diferentes fuentes de financiación desde: la bancaria a canales alternativos como amigos y familiares, *business angels*, financiación participativa (modelos *crowd*), capital riesgo, mercados de valores, etc. o incluso el modelo surgido recientemente de las ICO (*Initial Coin Offering*) o las criptomonedas.

De todas ellas, el *Venture Capital* surge como la herramienta más adecuada para financiar a las empresas de reciente creación, con un alto contenido tecnológico y modelos de negocio escalables que las permitan abordar ambiciosos planes de crecimiento (*startups*). Por ello, desde distintos ámbitos se llevan cabo iniciativas para apoyar el desarrollo de esta industria.

Incluso, desde el Gobierno español se decidió intervenir con la creación de Fond-ICO en el año 2013, dentro del “Plan de estímulo económico y apoyo al emprendedor” para impulsar la desintermediación bancaria y el sector del capital riesgo dentro del cual se encuentra el *Venture Capital*. Ya que la crisis sufrida en los últimos años puso de manifiesto como los emprendedores y sus empresas impulsan el necesario crecimiento económico, y la urgente necesidad de disminuir la dependencia de las empresas de la financiación bancaria.

Pero el *Venture Capital* por su modelo de negocio no solo aportará financiación, sino que su dinero vendrá acompañado de diversos servicios de potencial valor añadido (*smart money- value added*). Su canal para aportar el dinero es a través del capital social de la compañía financiada y por tanto, el *Venture Capital* se convertirá en socio del emprendedor en su aventura empresarial.

A priori ambos deberían tener un interés común en el buen fin de la empresa. El emprendedor porque es el canal para ejecutar su “idea”, y el *Venture Capital* porque necesita recuperar el dinero invertido en las empresas que componen su cartera de participadas con plusvalía para retornar ese dinero a sus inversores. Por tanto, a un mejor desempeño de la compañía ésta experimentará un incremento en su valoración y mayores plusvalías latentes. Esto propiciará que el *Venture Capital* tenga una importantísima motivación para implicarse en la compañía financiada tratando de aportar servicios que potencialmente generen valor añadido en la evolución de la empresa.

Así, el objetivo de nuestra investigación ha sido crear un modelo que nos ha permitido identificar qué tipo de valor añadido es el que tiene un mayor peso en el desempeño de la empresa.

La motivación de este trabajo ha sido triple (personal, práctica y académica). Desde un punto de vista profesional del doctorando, la cuestión del valor añadido es una cuestión que encuentra encima de la mesa en su día a día y continuamente forma parte del debate de los profesionales que componen el ecosistema emprendedor y financiador. Por ello, a priori pensábamos que las implicaciones y aplicaciones que podrían obtener de nuestras conclusiones las administraciones públicas, los financiadores y los emprendedores tendrían una interesante aplicación práctica. Además, hemos podido comprobar en la revisión de la literatura como existe un gran trabajo pendiente de realizar dentro del campo de conocimiento de las finanzas corporativas y específicamente en el área del emprendimiento.

Para llevar a cabo el objetivo de nuestra investigación hicimos una profusa revisión de la literatura que nos permitió conocer cuáles son las principales características de los dos agentes intervinientes. El emprendedor que tiene la idea y busca financiación para su empresa (receptor) y el *Venture Capital* que será el proveedor de la financiación y de los servicios de valor añadido.

También hemos podido confirmar a través de las investigaciones realizadas por diversos autores cómo la relación entre ambos está caracterizada por la existencia de asimetría de información, también experimentada en el día a día de la actividad profesional del doctorando. Para ello, el *Venture Capital* buscará como protegerse de esta situación, describiendo en el texto una serie de herramientas que podrá utilizar con el objetivo de minimizar los efectos de esta situación.

Además, la información extraída de otras investigaciones ha puesto de manifiesto como la presencia del *Venture Capital* en una compañía es un elemento diferencial que afecta positivamente a diferentes parámetros del desempeño de las mismas con respecto a aquellas otras empresas que no cuentan con este tipo de financiación. También nos ha permitido esquematizar cuándo y cómo el *Venture Capital* aporta el valor a las empresas.

Una vez tuvimos identificadas las diferentes formas de potencial valor añadido las esquematizamos en 5 tipos (contactos, asesoramiento, incentivos, relaciones interpersonales y reputación) que conformaron nuestras hipótesis.

A partir de aquí comenzó el trabajo de campo para la recogida de datos que nos permitiera testar las hipótesis y validar nuestro modelo de medida. Como no existía una base de datos adecuada tuvimos que crear una propia mediante la definición de la población, el tipo de datos que necesitábamos tomar y el tipo de cuestionario a administrar.

Para ello, nos centramos en operaciones de financiación del tipo *Venture Capital* llevadas a cabo por financiadores españoles en empresas españolas durante el año 2015. Esto arrojó un total de 144 operaciones llevadas a cabo por 36 sociedades de inversión en 116 empresas. Se enviaron cuestionarios tanto a los receptores de la financiación como a los proveedores, administrándose un total de 288 cuestionarios sobre los que se obtuvo una tasa de respuestas del 74%.

Uno de los aspectos más relevantes de esta tesis es la investigación y el trabajo de campo elaborado: haberlo realizado en el ecosistema español, recogido información de los dos puntos de vista, el elevado porcentaje de respuestas obtenidas, la relevancia de los datos alcanzados y su representatividad puesto de manifiesto en el análisis descriptivo de nuestra población y muestra.

Desde un punto de vista de las empresas como era previsible esperar, la comunidad autónoma que registró un mayor número con empresas financiadas por este tipo de sociedades ubicadas en su territorio fue Cataluña (23,3%), seguida por Madrid (14,7%). Es de destacar el peso que alcanzan territorios que cuentan con sociedades de inversión regionales, como es el caso de Galicia (13,8%) con Xesgalicia y Vigo Activo; País Vasco (8,6%) con Sociedad de Capital Riesgo del País Vasco y Navarra (7,8%) con SODENA.

Dos de las principales características del *Venture Capital* es que financian empresas jóvenes y pertenecientes a sectores tecnológicos. Ambas peculiaridades se ponen de manifiesto en nuestra población, ya que un 67,2% tienen menos de 6 años y el 54,3% pertenecen a sectores relacionados con el desarrollo de software, aplicaciones para móviles o el comercio electrónico. Otra de las características es que el 63,3% de las empresas que contestaron manifestaron que tenían dentro de su accionariado a 2 o más financiadores del tipo *Venture Capital*.

En cuanto a la información que recabamos de los “Ceo-emprendedor” que contestaron, apreciamos como el 86,1% son varones y un 69,6% tienen una edad inferior a 45 años. Un dato muy interesante es que el 68,4% cuentan con estudios de posgrado, ya sea un MBA o un doctorado. Destacando aún más como el 95% tienen al menos estudios universitarios. Esta característica está vinculada a que las empresas que financian los *Venture Capital* son empresas de alta tecnología y que el proceso para conseguir este tipo de financiación es exigente, lo cual hace que contar con una fuerte formación académica sea un valor y un elemento diferencial. Esta idea la refuerza el que para desarrollar los proyectos empresariales que son el foco de las preferencias de los *Venture Capital* prima el que estas personas tengan una experiencia previa emprendedora. En nuestro caso el 54,4% contestaron afirmativamente a esta cuestión.

En el otro lado de la relación, nuestra población está compuesta por 36 sociedades de inversión. Es un hecho a destacar el que hemos recibido respuestas de 35 de ellas, entre las que se encuentran las más representativas y activas. Si atendemos al origen de los fondos gestionados se encuentran 21 sociedades consideradas como independientes, 9 públicas, 3 corporativas y 3 de origen bancario (Caixa, Sabadell y Bankinter). En cuanto al foco de inversión podemos considerar al 58,3% como generalistas y el resto especializadas.

El 20,6% de las sociedades tienen más de 6 años de antigüedad y el 69,4% gestionan más de 10 millones de euros; aunque solo el 27,8% gestionan más de 100 millones de euros. Esto condicionará que estas sociedades cuenten con un presupuesto ajustado para destinarlo a disponer de un equipo de profesionales holgado que les permita tener un número bajo de empresas bajo su gestión. Esta circunstancia tiene como consecuencia que el tamaño medio de su cartera de participadas será elevado. También es de destacar el factor de proximidad, así el 70,8% manifestaron haber financiado empresas cuya sede social se encontraba en su misma comunidad autónoma.

Por último, en cuanto a las características que definen a los “Profesionales del VC” nos encontramos que destaca su experiencia, en la que únicamente un 8,5% tenían una edad inferior a los 34 años y el 77,8% indicaron acumular 6 o más años trabajando dentro del sector del *Venture Capital*. Destacando además cómo en el 47,6% de los casos su experiencia profesional previa había sido como “financieros” y únicamente el 3,4% y el 2,6% habían sido tecnólogos o emprendedores respectivamente. Por último, dadas las características de estas sociedades de inversión, tal como anticipamos, un 67,5% contestaron que eran responsables de 8 o más empresas financiadas.

Otro de los elementos a destacar de este trabajo es la utilización de la metodología de ecuaciones estructurales PLS para testar las hipótesis. Empleamos un total de 21 variables observadas que nos permitieron caracterizar nuestra variable dependiente (valor añadido) y las 5 variables independientes (contactos, asesoramiento, incentivos, relaciones interpersonales y reputación). Los resultados obtenidos muestran que existe aportación de valor y nos han permitido validar nuestro modelo, mostrando por este orden como el “asesoramiento”, los “contactos” y los incentivos” tienen una influencia positiva y significativa en el desempeño de la empresa; mientras que las hipótesis relativas al tipo de valor “relaciones” y “reputación” no fueron validadas.

Nuestras aportaciones abarcan varios ámbitos. Por un lado el académico al profundizar en esta área de conocimiento y generando un modelo de análisis que evalúe el valor añadido en las empresas por los *Venture Capital*. Desde un punto de vista práctico a las administraciones públicas se las muestra el camino para continuar e incrementar el impulso a la industria del capital riesgo, y recomendando canalizar sus recursos económicos en aquellos gestores que acompañando a la financiación, sean los que están en disposición de aportar un mayor valor añadido a las empresas.

También, desde un punto de vista práctico se le ofrece una herramienta a los *Venture Capital* para diseñar su estrategia que les permita diferenciarse en el sector y alcanzar una ventaja competitiva con respecto a otros financiadores. Mientras que el emprendedor puede conocer mejor el funcionamiento del *Venture Capital* para identificar que servicios puede esperar de él y cuales deberá buscar en otras fuentes.

Aunque como hemos mencionado este trabajo puede tener algunas limitaciones (su dimensión transversal y el grado de subjetividad del sistema de medición de los factores relacionada con la toma de datos mediante cuestionarios personales) consideramos muy interesante que tanto nosotros como otros autores pudieran seguir profundizando en esta temática. Para ello nuestro modelo se podría emplear en otros ámbitos geográficos o temporales, o desglosando entre la perspectiva del emprendedor y el financiador, e incluso realizar segmentaciones en función de los diversos elementos que caracterizan a los emprendedores, sus empresas, las sociedades de financiación y los profesionales que las conforman.

Gracias a las diversas opiniones y comentarios que hemos ido recogiendo durante la realización de esta investigación estamos en disposición de pensar que los resultados alcanzados tendrán un gran interés dentro del ecosistema emprendedor y del mundo académico.

Anexos

Anexo I: Glosario

Buy Back: proceso de desinversión en el que las acciones del inversor son recompradas por el propio emprendedor.

Deal Flow: se refiere a las sucesivas propuestas de inversión que reciben los inversores para su análisis y para su potencial toma de decisión de inversión.

Expansión: inversión realizada para potenciar el crecimiento y la expansión de la empresa.

Fund Raising: proceso y fase mediante el cual las entidades de inversión captan los fondos.

Leverage Buy In: una empresa es comprada utilizando deuda bancaria a su propietario por directivos internos de la propia empresa.

Leverage Buy Out: una empresa es comprada utilizando deuda bancaria a su propietario por directivos externos de la propia empresa.

Management Buy In: una empresa es comprada a su propietario por directivos internos.

Management Buy Out: una empresa es comprada a su propietario por directivos externos.

Portfolio: número de empresas en las que ha invertido un inversor en un momento determinado.

Refinanciación: inversión realizada para refinanciar una empresa, y ordenar su deuda con terceros.

Replacement: inversión en la que el nuevo inversor sustituye a alguno de los socios anteriores que tiene deseo de salir del accionariado.

Spin-off académicas (ASO-academics spin off): son nuevas empresas de alta tecnología fundadas por empleados de una institución pública de investigación tales como una universidad o un centro de investigación, sobre la tecnología la cual inicialmente había sido desarrollado en el centro público de investigación (Wright y Robbie, 1998)

Write off: se produce cuando el inversor pierde los recursos financieros invertidos en el proyecto.

Anexo II: Cuestionario enviado a los “CEO-emprendedores”

A continuación incluimos el cuestionario que fue enviado en formato digital (*Google Drive*) a las personas dentro de las empresas receptoras de la financiación que tenían un mayor conocimiento de la implicación y la relación con el financiador (cada uno de los *Venture Capital*). El formato digital escogido facilitó que pudiese ser contestado desde cualquier dispositivo móvil.

Donde aparece la “X” se adaptó en cada cuestionario enviado, indicando el nombre de la empresa receptora de la financiación, y la “Y” fue sustituida por el nombre de cada una de las sociedades que había realizado una operación del tipo *Venture Capital* en esa empresa en el año 2015.

Cuestionario para investigación Empresa X con Inversor Y

1. ¿Cuál fue su experiencia profesional previa a su puesto actual como GESTOR y/o FUNDADOR de esta empresa?

Marca solo una opción.

- Ninguna experiencia en empresas de nueva creación (startups)
- Si tuve experiencia trabajando en empresas de nueva creación aunque no fui su fundador
- Sí tuve experiencia como fundador o cofundador de al menos una nueva empresa (además de ésta)

Tamaño del consejo de administración

2. ¿Cuál es el tamaño del consejo de administración de esta empresa?

Marca solo una opción.

- "0" miembros, la sociedad no se administra por un consejo de administración
- Hasta 3 consejeros
- 4 o 5 consejeros
- Hasta 7 consejeros
- 8 o más de 8 consejeros

Valoración de su inversor: Inversor Y

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

3. Evalúe la importancia de las siguientes cuestiones sobre lo que le ha aportado este inversor en la puesta en marcha y ejecución del plan de negocio. (Siendo 1= ninguna importancia y 5 = mucha importancia)

Marca solo una opción por fila.

	ninguna importancia	algo de importancia	importancia media	bastante importancia	mucha importancia
Contactos con nuevas fuentes de financiación					
Contactos con potenciales clientes					
Contactos con potenciales proveedores					
Contactos con profesionales que se pudieran incorporar al equipo de la empresa (gestores, tecnólogos, etc.)					
Contactos que pudieran prestar servicios profesionales a la empresa					
Consejos financieros					
Consejos estratégicos					
Consejos de marketing y/o comerciales					
Consejos de organización interna y/o procesos					
Consejos legales y/o fiscales					
Consejos técnicos/tecnológicos					
Impulsar mecanismos de compensación y/o motivación para el fundador y/o su equipo gestor					
Su papel como Mentor-Asesor-Consultor					
Su apoyo en cuestiones personales como confidente-asesor que repercutieran en la buena marcha de la empresa					
Su contribución a través de los consejos de administración, juntas de accionistas u otros canales de comunicación formal					
Su contribución a mejorar la percepción de la empresa frente a clientes, proveedores, financiadores, etc.					

Frecuencia de las reuniones con tu inversor: Inversor Y

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

4. Conteste pensando en la frecuencia media con la que este inversor ha establecido contacto a lo largo de este periodo con usted o su equipo, con el ánimo de realizar alguna aportación
Marca solo una opción.

- Menor de 1 vez por trimestre
- Una vez por trimestre
- Una vez al mes
- Dos veces al mes
- 1 vez por semana
- 2 veces por semana
- Todos los días

Efectividad de las aportaciones de Inversor Y

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

5. Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de tu compañía la aportación realizada por este inversor. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo)
Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Contactos con nuevas fuentes de financiación										
Contactos con potenciales clientes										
Contactos con potenciales proveedores										
Contactos con profesionales que se pudieran incorporar al equipo de la empresa (gestores, tecnólogos, etc.)										
Consejos financieros										

Efectividad de las aportaciones de Inversor Y

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

6. Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de tu compañía la aportación realizada por este inversor. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo)
Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Contactos que pudieran prestar servicios profesionales a la empresa										
Consejos estratégicos										
Consejos de marketing y/o comerciales										
Consejos de organización interna y/o procesos										
Impulsar mecanismos de compensación y/o motivación para el fundador y/o su equipo gestor										

Efectividad de las aportaciones de Inversor Y

7. Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de tu compañía la aportación realizada por este inversor. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo)

Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consejos legales y/o fiscales										
Consejos técnicos/tecnológicos										
Su papel como Mentor-Asesor- Consultor										
Su apoyo en cuestiones personales como confidente asesor que repercutieran en la buena marcha de la empresa										
Su contribución a través de los consejos de administración, juntas de accionistas u otros canales de comunicación formal										
Su contribución a mejorar la percepción de la empresa frente a clientes, proveedores, financiadores, etc.										

Fase de desarrollo de la empresa

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

8. ¿En qué estado de desarrollo se encontraba la empresa en el año 2015 cuando recibió la financiación de este inversor?

Marca solo una opción.

- Producto o servicio en fase de "PRUEBA DE CONCEPTO"
- Producto o servicio en fase de "PROTOTIPO"
- Producto o servicio en fase de "DESARROLLO"
- Producto o servicio "PREPARADO PARA SU COMERCIALIZACIÓN"
- Ventas del producto o servicio en 2015 < 500.000€
- Ventas del producto o servicio en 2015 entre 500.000 y 1.000.000 €
- Ventas del producto o servicio en 2015 > 1.000.000€
- Ninguna de las anteriores

Evaluación del desempeño de la empresa desde 2015 hasta la actualidad

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

9. En ventas

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

10. En EBITDA (beneficios antes de intereses, amortizaciones e impuestos)

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

11. Ejecución de la estrategia

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

12. El desarrollo del producto o servicio

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

13. La formación del equipo gestor

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

Efectividad de la aportación de Inversor Y

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

14. Evalúe la efectividad de las aportaciones de este inversor sobre las siguientes cuestiones que miden la evolución de la empresa. (Siendo 1= ninguna efectividad y 10= extremadamente efectivo)

Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Sobre las ventas										
Sobre el EBITDA (beneficios antes de intereses, amortizaciones e impuestos)										
En la ejecución de la estrategia										
El desarrollo del producto o servicio										
La formación del equipo gestor										

15. Selecciona la casilla correspondiente a su rango de edad

Marca solo una opción.

- de 18 a 24 años
- de 25 a 34 años
- de 35 a 44 años
- de 45 a 54 años
- de 55 a 64 años

16. Seleccione la casilla correspondiente a su nivel formativo

Marca solo una opción.

- Postgrado: Estudios máster o doctorado
- Educación superior (estudios universitarios)
- Educación secundaria o Formación profesional
- Educación Primaria
- Sin estudios

17. ¿Cuántas compañías ha creado antes de fundar la empresa actual?

Marca solo una opción.

- Previamente no había creado ninguna empresa
- Había creado 1 nueva empresa
- Previamente había creado 2 nuevas empresas
- He creado 3 o más nuevas empresas

18. Número de inversores del tipo Venture Capital (son inversores que participan en el capital social de las empresa que cuentan con estructura propia permanente) que se encuentran en el accionariado de su empresa

Marca solo una opción.

- Un único VC
- 2 o 3 VC
- Más de 3 VC

Anexo III: Cuestionario enviado a los “Profesionales del Venture Capital”.

A continuación incluimos el cuestionario que fue enviado a los profesionales del *Venture Capital* en formato digital (*Google Drive*) lo que permitió que pudiese ser contestado desde cualquier dispositivo móvil. Donde pone “X” ha sido sustituido en cada cuestionario con el nombre de la empresa sobre la cual le hemos pedido que contestara.

Cuestionario para investigación

1. ¿Cuál fue su experiencia profesional previa a su puesto actual dentro de esta sociedad de inversión?

Marca solo una opción.

- Financiero
- Emprendedor
- Gestor
- Tecnólogo
- Otros

2. ¿Cuál es tu experiencia profesional dentro del sector inversor medida en años?

Marca solo una opción.

- Menos de 3 años
- Entre 3 y 6 años
- Entre 6 y 10 años
- Más de 10 años

3. La sociedad de inversión de la que formas parte tiene:

Marca solo una opción.

- menos de 5 años de existencia
- Entre 6 y 10 años
- Entre 11 y 15 años
- Más de 16 años

4. La sociedad de inversión de la que formas parte:

Marca solo una opción.

- ha gestionado menos de 5 millones de euros desde su fundación
- ha gestionado entre 5 y 10 millones de euros desde su fundación
- ha gestionado entre 10 y 25 millones de euros desde su fundación
- ha gestionado entre 25 y 50 millones de euros desde su fundación
- ha gestionado entre 50 y 100 millones de euros desde su fundación
- ha gestionado más de 100 millones de euros desde su fundación

5. ¿Cuál es el número medio de empresas invertidas sobre las que tienes responsabilidad directa (portfolio)?

Marca solo una opción.

- Entre 1 y 3 empresas
- Entre 4 y 5 empresas
- Entre 6 y 7 empresas
- 8 o más empresas

Valoración de tu papel como inversor sobre Empresa X

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

6. Evalúe la importancia de las siguientes cuestiones que como inversor has aportado a la empresa para la puesta en marcha y ejecución del plan de negocio. (Siendo 1= ninguna importancia y 5 = mucha importancia)

Marca solo una opción por fila.

	ninguna importancia	algo de importancia	importancia media	bastante importancia	mucha importancia
Contactos con nuevas fuentes de financiación					
Contactos con potenciales clientes					
Contactos con potenciales proveedores					
Contactos con profesionales que se pudieran incorporar al equipo de la empresa (gestores, tecnólogos, etc.)					
Contactos que pudieran prestar servicios profesionales a la empresa					
Consejos financieros					
Consejos estratégicos					
Consejos de marketing y/o comerciales					
Consejos de organización interna y/o procesos					
Consejos legales y/o fiscales					
Consejos técnicos/tecnológicos					
Impulsar mecanismos de compensación y/o motivación para el fundador y/o su equipo gestor					
Su papel como Mentor-Asesor-Consultor					
Su apoyo en cuestiones personales como confidente-asesor que repercutieran en la buena marcha de la empresa					
Su contribución a través de los consejos de administración, juntas de accionistas u otros canales de comunicación formal					
Su contribución a mejorar la percepción de la empresa frente a clientes, proveedores, financiadores, etc.					

Frecuencia de las reuniones como inversor con el equipo gestor (incluido fundador) de Empresa X

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

7. Conteste pensando en la frecuencia media, desde su inversión, que como inversor ha establecido contacto con el fundador o su equipo, con el ánimo de realizar alguna aportación

Marca solo una opción.

- Menor de 1 vez por trimestre
- Una vez por trimestre
- Una vez al mes
- Dos veces al mes
- 1 vez por semana
- 2 veces por semana
- Todos los días

Efectividad de las aportaciones como inversor sobre Empresa X

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

8. Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de esta compañía su aportación realizada como inversor. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo)

Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Contactos con nuevas fuentes de financiación										
Contactos con potenciales clientes										
Contactos con potenciales proveedores										
Contactos con profesionales que se pudieran incorporar al equipo de la empresa (gestores, tecnólogos, etc.)										
Consejos financieros										

Efectividad de las aportaciones como inversor sobre Empresa X

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

9. Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de esta compañía su aportación realizada como inversor. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo)

Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Contactos que pudieran prestar servicios profesionales a la empresa										
Consejos estratégicos										
Consejos de marketing y/o comerciales										
Consejos de organización interna y/o procesos										
Impulsar mecanismos de compensación y/o motivación para el fundador y/o su equipo gestor										

Efectividad de las aportaciones como inversor sobre Empresa X

10. Evalúe en la ejecución del plan de negocio y el desarrollo de esta compañía su aportación realizada como inversor. (Siendo 1 = ninguna efectividad y 10 = extremadamente efectivo)

Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consejos legales y/o fiscales										
Consejos técnicos/tecnológicos										
Su papel como Mentor-Asesor- Consultor										
Su apoyo en cuestiones personales como confidente asesor que repercutieran en la buena marcha de la empresa										
Su contribución a través de los consejos de administración, juntas de accionistas u otros canales de comunicación formal										
Su contribución a mejorar la percepción de la empresa frente a clientes, proveedores, financiadores, etc.										

11. Tú y la sociedad de inversión de la que formas parte desempeñáis el rol de inversor líder en esta empresa

Marca solo una opción.

- SI
- NO

12. Selecciona la casilla correspondiente a su rango de edad

Marca solo una opción.

- de 18 a 24 años
- de 25 a 34 años
- de 35 a 44 años
- de 45 a 54 años
- de 55 a 64 años

Evaluación del desempeño de la empresa desde 2015 hasta la actualidad

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

13. En ventas

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

14. En EBITDA (beneficios antes de intereses, amortizaciones e impuestos)

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

15. Ejecución de la estrategia

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

16. El desarrollo del producto o servicio

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

17. La formación del equipo gestor

Marca solo una opción.

- Muy por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por debajo de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- En la línea de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Algo por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia
- Muy por encima de lo previsto en el plan de negocio del 2015 tomado como referencia

Efectividad de tu aportación como inversor a Empresa X

(Recuerde que todos los datos serán tratados confidencialmente)

18. Evalúe la efectividad de sus aportaciones como inversor sobre las siguientes cuestiones que miden la evolución de la empresa. (Siendo 1= ninguna efectividad y 10= extremadamente efectivo)

Marca solo una opción por fila.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Sobre las ventas										
Sobre el EBITDA (beneficios antes de intereses, amortizaciones e impuestos)										
En la ejecución de la estrategia										
El desarrollo del producto o servicio										
La formación del equipo gestor										

Bibliografía

Bibliografía

Abatecola, G. y Uli, V. (2014). Organizational Infancy and the Liability of Newness. A Multiple-Case Narrative. 14th Annual Conference of the European Academy of Management Valencia, Spain, June, 4th-7th, 2014; SIG Research Methods and Research Practice - Evolutionary Approaches in Business and Management Research.

Abdou, K.K. (2006). The role of Venture Capitalists in monitoring portfolio companies. Thesis at University of New Orleans.

Acs, Z. J. y Stough, R. (2008). Public policy in an entrepreneurial economy: creating the conditions for business growth. New York: Springer Science and Business Media, 3 jul. 2008.

Acs, Z. y Mueller, P. (2008). Employment effects of business dynamics: Mice, gazelles and elephants. *Small Business Economics* 20(1), 85-15.

Acs, Z.; Astebro, T.; Audretsch, D. y Robinson, D. (2016). Public policy to promote entrepreneurship: a call to arms. *Small Business Economics* 47 (1), 35-51.

Acs, Z.J. y Audretsch, D.B. (1988). Innovation in large and small firms: an empirical analysis. *The American Economic Review* 78 (4), 678-690.

Acs, Z.J. y Storey, D. (2004). Introduction: Entrepreneurship and economic development. *Regional Studies* 38 (8), 871-877.

Admati, A. y Pfleiderer, P. (1994). Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *The Journal of Finance* 49, 371-402.

AEBAN. Informe Business Angels 2016. Asociación Española de Business Angels.

AEBAN. Informe Business Angels 2017. Asociación Española de Business Angels.

AEBAN. Informe Business Angels 2018. Asociación Española de Business Angels.

Ahuja, G. (2000). Collaboration Networks, Structural Holes, and Innovation: A Longitudinal Study. *Administrative Science Quarterly* 45 (3), 425-455.

AIFI (Italian Private Equity and Venture Capital Association) and PriceWaterhouse Coopers (2006). The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, Milan

Aldrich, H. (1999). Organizations evolving. London; Thousand Oaks: Sage Publications.

Aleman, L. (2004): Impacto de las inversiones de capital riesgo en España: un análisis empírico regional. Tesis doctoral, Departamento de Economía y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid.

Alemany, L. y Martí, J. (2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. European Finance Association 2005 Moscow Meetings Paper SSRN ID 673341: 33.

Alemany, L. y Martí, J. (2006). Do Venture Capitalists' characteristics affect the performance of the firms they back?. Working paper. ESADE Business School, Spain. Available at SSRN 886546.

Alemany, L. y Martí, J. (2007). Productivity growth in Spanish venture backed firms. En Gregoriou, G.; Kooli, M. y Kraeuss, R. *Venture Capital in Europe*, Ed. Elsevier Finance, London.

Alemany, L. y Villanueva, J. (2014). Early-Stage Investors' Criteria and New Venture Financial Performance: Are They Related?. *Frontiers of Entrepreneurship Research* 34 (1), Article 2.

Al-Hassan Abbas, A. (2008). An Assessment Methodology for Predicting the Success of Technological Enterprises. Thesis at George Mason University.

Allison, T.H.; Davis, D.C.; Webb, J.W. y Short, J.C. (2017). Persuasion in crowdfunding: An elaboration likelihood model of crowdfunding performance. *Journal of Business Venturing* 32, 707–725.

Alonso, M.J. y Galve, C. (2008). El emprendedor y la empresa: una revisión teórica de los determinantes a su constitución. *Acciones e Investigaciones Sociales* 26, 5-44.

Alvarez, S. y Barney, J. (2001). How entrepreneurial firms can benefit from alliances with large partners. *Academy of Management Executive* 15(1), 139 -148.

Amezcuca, A.S. (2010). Boon or boondoggle? Business incubator as entrepreneurship policy. Thesis at Syracuse University.

Amit, R.; Brander, J. y Zott, C. (1998). Why do *Venture Capital* Firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing* 13, 441-446.

Amit, R.; Glosten, L. y Muller, E. (1990). Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing. *Manage of Science* 36, 1232–1245.

Amit, R.; Golsten, L. y Muller, E. (1993). Challenges to theory development in entrepreneurship research. *Journal of Management Studies* 10, 815-834.

Antonicic, B. y Hisrich, R.D. (2003). Clarifying the intrapreneurship concept. *Journal of Small Business and Enterprise Development* 10 (1), 7–24.

Anuario 2011 Capital & Corporate Editado por IFAES Capital & Corporate; Madrid.

Anuario 2012 Capital & Corporate Editado por IFAES Capital & Corporate; Madrid.

Anuario 2013 Capital & Corporate Editado por IFAES Capital & Corporate; Madrid.

Anuario 2014 Capital & Corporate Editado por IFAES Capital & Corporate; Madrid.

Anuario 2015 Capital & Corporate Editado por IFAES Capital & Corporate; Madrid.

Anuario 2016 Capital & Corporate Editado por IFAES Capital & Corporate; Madrid.

- Anuario ASCRI 2010 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Anuario ASCRI 2011 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Anuario ASCRI 2012 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Anuario ASCRI 2013 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Anuario ASCRI 2014 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Anuario ASCRI 2015 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Anuario ASCRI 2016 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Anuario ASCRI 2017 Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid.
- Arenius, P. y Minniti, M. (2005). Perpetual variables and nascent entrepreneurship. *Small Business Economics* 24, 233-247.
- Argote, L. (1999). *Organizational learning: creating, retaining, and transferring knowledge*. Boston, Kluwer Academic.
- Arias, A. (2010). Capital riesgo y gestión del talento. *Revista Española de Capital Riesgo* 1, 73-80.
- Arque-Castells, P. (2012). How Venture Capitalist spur invention in Spain: evidence from patent trajectories. *Research policy* 41, 897-912.
- Arque-Castells, P. (2012). Venture Capital and innovation at the firm level. Documento de Trabajo del IEB, Universidad de Barcelona.
- Arthurs, J.D. y Busenitz, L.W. (2006). Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists. *Journal of Business Venturing* 21, 195–215.
- ASCRI Informe 2011 Impacto Económico y Social del Capital Riesgo. Editado por la Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid. Elaborado por Martí, J.; Salas, M. y Alférez, A.
- ASCRI Informe 2012 de Impacto Económico y Social del Capital Riesgo. Editado por Asociación Española de entidades de capital riesgo; Madrid. Elaborado por Barthel, D.; Martí, J. y Alférez, A.
- Asociación Valenciana de Empresarios 2015. “Caminos para mejorar la competitividad de las empresas valencianas. Septiembre 2015
- Åstebro, T. (2004). Key Success Factors for Technological Entrepreneurs’ R&D Projects. *IEEE Transaction on Engineering Management* 51 (3), 314-321.
- Audretsch, D. (2004). Sustaining Innovation and Growth: Public Policy Support for Entrepreneurship. *Industry and Innovation* 11 (3), 167-191.
- Audretsch, D. (2012). Entrepreneurship research. *Management decision* 50(5), 755-764.

Audretsch, D. y Lehmann, E. (2004). Debt or Equity: The Role of Venture Capital in Financing High-Tech Firms in Germany. CEPR Discussion Paper No. 3656.

Audretsch, D. y Lehmann, E. (2004). Financing high-tech growth: the role of banks and venture capitalists. *Schmalenbach Business Review* 56(4), 340-357.

Auerswald, P. E. y Branscomb, L. M. (2003). Valleys of death and Darwinian seas: Financing the invention to innovation transition in the United States. *The Journal of Technology Transfer*, 28(3-4), 227-239.

Balboa, M. (2007). Factores que determinan la reputación de los operadores de capital riesgo en España. *Revista Española de Capital Riesgo* 1, 55-64.

Balboa, M. y Martí, J. (2007). Factors that determine the reputation of private equity in developing markets. *Journal of Business Venturing* 22, 453-480.

Balboa, M.; Martí, J. y Zieling, N. (2006). Does venture capital really improve portfolio companies' growth? Evidence from growth companies in continental Europe. EFMA Meeting Madrid.

Balboa, M.; Martí, J. y Zieling, N. (2007). Is the Spanish public sector effective in backing Venture Capital?. En Gregoriou, G.; Kooli, M. y Kraeuss, R. "Venture Capital in Europe". Ed. Elsevier Finance, London.

Balboa, M.; Martí, J. y Zieling, N. (2011). Impact of funding and value added on Spanish venture capital-backed firms. Innovation. *The European Journal of Social Science Research* 24 (4), 449-466.

Barney, J.B. (1997). Gaining and sustaining competitive advantage. *Addison-Wesley*.

Barney, J.B.; Busenitz, L.; Fiet, J.O. y Moesel, D. (1989). The structure of Venture Capital governance: An organizational economic analysis of relations between Venture Capital firms and new ventures. *Academy of Management Best Paper Proceedings*, 64-68.

Barney, J.B.; Busenitz, L.; Fiet, J.O. y Moesel, D. (1994). Determinants of a new venture team's receptivity to advice from Venture Capitalists. Paper presented at the Babson Entrepreneurship Research Conference, Boston.

Barney, J.B.; Busenitz, L.; Fiet, J.O. y Moesel, D. (1994). The Relationship Between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants. *Managerial Finance* 20 (1), 19-30.

Barney, J.B.; Lowell, W.B.; Fiet, J.O. y Moesel, D. (1996). New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms. *Journal of Business Venturing* 11, 257-272.

Baron, R. A. y Shane, S.A. (2005). Entrepreneurship: A process Perspective, First Edition, South-Western, Thomas corp., Mason. OH 2005.

Barretto-Ko, P. (2011). Corporate Venture Capital: Transforming CVC into an effective corporate strategic tool for seeking innovation and growth in the 21st Century. MIT Sloan School of Management at Massachusetts Institute of Technology.

Barry, C.B. (1994). New directions in research on Venture Capital finance. *Financial Management* 23 (3), 3-15.

Bartkus, J.R. (2004). The determinants of success in ventures capital finance. Graduate Faculty of the University of New Orleans.

Bascha, A. y Walz, U. (2001). Convertible securities and optimal exit decisions in Venture Capital finance. *Journal of Corporate Finance* 7, 285-306.

Baum, J. A. y Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing* 19 (3), 411-436.

Baum, J. A.; Li, S. X. y Usher, J. M. (2000). Making the next move: How experiential and vicarious learning shape the locations of chains' acquisitions. *Administrative Science Quarterly* 45(4), 766-801.

Baumol, W. J. (1993). Entrepreneurship, management and the structure of payoff. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Beckman, C. M. y Haunschild, P. R. (2002). Network learning: The effects of partners' heterogeneity of experience on corporate acquisitions. *Administrative Science Quarterly* 47(1), 92-124.

Behrens, J. S. (2007). Investment performance of life-science venture capital investment funds, persistence, and subsector analysis. Masters of Science in health sciences and Technology and Master of Business Administration at Massachusetts Institute of Technology. Harvard University.

Belderbos, R.; Jacob, J. y Lokshin, B. (2018). Corporate venture capital (CVC) investments and technological performance: Geographic diversity and the interplay with technology alliances. *Journal of Business Venturing* 33, 20-34.

Belke, A.; Fehn, R. y Foster, M. (2003). Does venture capital investment spur employment growth?. CESifo Working Paper Series No. 930.

Bender, M. (2010). Spatial Proximity in Venture Capital Financing - A Theoretical and Empirical Analysis of Germany. *Center for Entrepreneurial and Financial Studies*. München, Technische Universität München.

Bengtsson, O. y Sensoy, B. (2011). Investor abilities and financial contracting: evidence from Venture Capital. *Journal of Financial Intermediation* 20 (4), 477-502.

Berger, A.N. y Udell, G.F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22 (6-8), 613-673.

Bertoni, F.; Colombo, M. y Grilli, L. (2005). External private equity financing and the growth of new technology based firms: the chicken and egg problem revised. Mimemo, Universidad de Milán.

Bertoni, F.; Colombo, M. y Grilli, L. (2011). Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: disentangling treatment from selection effects. *Research Policy* 40 (7), 1028-1043.

- Bingham, C. B. y Davis, J. P. (2012). Learning sequences: Their existence, effect and evolution. *Academy of Management Journal* 55(3), 611-641.
- Bird, S. (2008). Entrepreneurship policy for entrepreneurs: a cognitive approach to the entrepreneurial environment. Master of science in technology and policy en Massachusetts Institute of Technology.
- Birley, S. (1987). New ventures and employment growth. *Journal of Business Venturing* 2 (2), 155-165.
- Bjørnåli, E.S. (2009). Board of Directors, Top Management Team and the Development of Academic Spin-Off Companies. Norwegian University of Science and Technology Faculty of Social Sciences and Technology Management Department of Industrial Economics and Technology Management, Trondheim.
- Black, B.S. y Gilson, R.J. (1998). Venture Capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47 (3), 243-277.
- Blanco Jiménez; F.J.; Vicente Oliva, M.A.; Manera Bassa, J. y Polo García-Ochoa, C. (2016). Los servicios que prestan los viveros de empresas en España Ranking 2015. Editado por Funcas (Fundación Cajas de Ahorros)
- Boadway, R.; Secrue, O. y Vigneault, M. (2007). A search model of Venture Capital, entrepreneurship, and unemployment. En Gregoriou, G.; Kooli, M. y Kraeuss, R. "Venture Capital in Europe". Ed. Elsevier Finance, London.
- Böhner, I. (2007). Network, network position and the deal flow of Venture Capital firms. Von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule Aachen zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften genehmigte Dissertation.
- Bonini, S.; Alkan, S. y Salvi, A. (2012). The effects of Venture Capitalist on the governance of firms. *Corporate Governance: An International Review* 20 (1), 21-45.
- Bosma, N.; Jones, K.; Autio, E. y Levie, J. (2007). Global entrepreneurship monitor: 2007 executive report. Global Entrepreneurship Monitor.
- Bottazzi, L. y Da Rin, M. (2002). Venture Capital in Europe and the financing of innovative companies. *Economic Policy* 17 (34), 231-269.
- Bottazzi, L. y Da Rin, M. (2005). Financing Entrepreneurial Firms in Europe: Facts, Issues, and Research Agenda. In V. Kannianen and C. Keuschnigg (Eds.), *Venture capital, entrepreneurship, and public policy*, 3-32. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Bottazzi, L.; Da Rin, M. y Hellmann, T. (2008). Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics* 89 (3), 488-512.
- Bottazzi, L.; Da Rin, M. y Hellmann, T. (2011). The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital. Working Paper, National Bureau of Economic Research, NBER.

- Bourdieu, P. (1986). The forms of capital. Handbook of theory and research or the sociology or education, 241-258
- Braly, A.R. (2011). The impact of angel investors on founders of new ventures in the medical technology industry. Massachusetts Institute of Technology, Harvard Business School, Harvard University, Boston.
- Brander, J.A.; Amit, R. y Antweiler, W. (2002). Venture Capital Syndication: improved venture selection us. the value added hypothesis. *Journal of Economics - Management Strategy* 11 (3), 423-452.
- Brander, J.A.; Egan, E. y T. Hellmann, (2009). Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence. En Lerner, J. y Shoar, A. (eds.) International Differences in Entrepreneurship, University of Chicago Press.
- Brockhaus, R.H.; Hill, G.E.; Klandt, H. y Welsch, H.P. (2001). Entrepreneurship Education a global view. Ed. Ashgate
- Bruderl, J. y Schussler, R. (1990). Organizational Mortality: The Liabilities of Newness and Adolescence. *Administrative Science Quarterly* 35; 530-547.
- Brüderl, J; Preisendöfer, P. y Ziegler, R. (1992). Survival Chances of Newly Founded Organizations. *American Sociological Review* 57 (2), 227-249.
- Busenitz, L.W.; Fiet, J.O. y Moesel, D.D. (2004). Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing* 19 (6), 787-807.
- Busenitz, L.W.; Fiet, J.O. y Moesel, D.D. (2005). Signaling in Venture Capitalist-New Venture Team Funding Decisions: Does It Indicate Long-Term Venture Outcomes?. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 29 (1), 1-12.
- Bustos, E. (2013). "La financiación de la pyme: préstamo participativo vs. capital riesgo". *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, Madrid 2013.
- Buttner, E y Grayskiewicz, N. (1993). Entrepreneurs' Problem-Solving Styles: An Empirical Study Using the Kirton Adoption/Innovation Theory. *Journal of Small Business Management* 31 (1), 22-48.
- Bygrave, W.D. (1987). Syndicated investments by venture capital firms: a networking perspective. *Journal of Business Venturing* 2 (2), 139-154.
- Bygrave, W.D. (1989). Theory building in entrepreneurship paradigm: A philosophical look. *Entrepreneurship Theory and Practice* 14 (1), 7-27.
- Bygrave, W.D. y Timmons, J. (1992). Venture and Risk Capital: Practice and Performance, Promises and Policy. Boston, MA: Harvard Business School.
- Bygrave, W.D. y Timmons, J. (1992). Venture Capital at the Crossroads. Harvard Business School Press, Boston, MA.

Cable, D.M. y Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to Entrepreneur-Venture Capitalist relationships. *Academy of Management Review* 22, 142-176.

Cano, C.J.; García, J. y Gea, A.B (2003). Actitudes emprendedoras y creación de empresas en los estudiantes universitarios. Servicio publicaciones de la Universidad de Almería.

Casamatta, C. (2003). Financing and advising: optimal financial contracts with Venture Capitalists. *The Journal of Finance* 58, 2059-2086.

Casamatta, C. y Haritchabalet, C. (2007). Experience, screening and syndication in venture capital investments. *Journal of Financial Intermediation* 16, 368-398.

Cegarra, J.G. y Wensley, A. (2009). Congenital learning in the Spanish telecommunication industry. *Journal of Business Venturing* 24 (6), 533-543.

Celikyurt, U. (2009). Venture capitalist in mature public firms. Requirements for the degree of Doctor of Philosophy in the Kenan-Flagler Business School (Finance), University of North Carolina.

Chan, Y.S. (1983). On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. *Journal of Finance* 38 (5), 1543-1568.

Chemmanur, T.; Krishnan, K. y Nandy, D. (2011). How does Venture Capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *The Review of Financial Studies* 24 (12), 4037-4090.

Chen, H.; Gompers, P.; Kovner, A. y Lerner, J. (2009). Buy Local? The Geography of Successful and Unsuccessful Venture Capital Expansion. Working Paper, Harvard Business School: 1-41.

Chesbrough, H. (2000). Designing corporate ventures in the shadow of private Venture Capital. *California Management Review* 42 (3).

Chesbrough, H. y Tucci, C. L. (2004). Corporate venture capital in the context of corporate innovation. Working paper, Haas School of Business, UC-Berkeley.

Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach for structural equation modeling. En G. A. Marcoulides (Ed.), *Modern methods for business research*, 295-336. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum.

Chin, W. W. (2010). How to Write up and Report PLS Analyses. En *Handbook of Partial Least Squares: Concepts, Methods and Applications*, edited by V. Vinzi, W. Chin, J. Henseler, and H. Wang, 655-90. Heidelberg: Springer.

Chin, W. W. y Newsted, P. R. (1999). Structural equation modeling analysis with small samples using partial least squares. En Hoyle, R. (Ed.), *Statistical Strategies for Small Sample Research*. Thousand Oaks, CA: Sage, 307-341.

Chittenden, F.; Hall, G. y Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics* 8(1), 59-67.

Cicero, S.; Ason, J.M. y Santamaría, A. (2012). 100 Buenas prácticas en emprendimiento universitario. RedEmprendia. Ed. Netbiblo, La Coruña.

Círculo de Empresarios (2015). La empresa media española. Informe Anual 2015.

Círculo de Empresarios y Fundación de Estudios Económicos (2015). Los retos de la financiación del sector empresarial. Informe publicado en enero de 2015.

Clarysse, B.; Knockaert, M. y Lockett, A. (2007). Outside board members in High Tech Start-ups. *Small Business Economics* 29, 243-259.

Clarysse, B.; Wright, M. y Van de Velde, E. (2011). Entrepreneurial Origin, Technological Knowledge, and the Growth of Spin-Off Companies. *Journal of Management Studies* 48 (6), 1420-1442.

Cobanera Rodríguez, A. (2007). El capital riesgo como apoyo al emprendedor. *Revista Española de Capital Riesgo* 3, 57-71.

Cohen J. (1988). Statistical power analysis for the behavioral sciences (2nd ed.). Hillsdale, NJ: Erlbaum.

Cohen, S.L. (2013). How to accelerate learning entrepreneurial ventures participating in accelerator programs. University of North Carolina at Chapel Hill.

Colombo, M.G. y Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing* 25 (6), 610-626.

Consejo Empresarial para la Competitividad (2014). Informe competitividad en España plan 2015-2018. Presentado en noviembre de 2014.

Corduras, A.; Guerrero, M. y Peña, I. (2011). Emprendimiento Corporativo en España. GEM España-Fundación Xavier de Salas para la Dirección General de Política de la pyme.

Covin, J.G.; Garrett, R.P.; Kuratko, D.F. y Shepherd, D. (2015). Value proposition evolution and the performance of internal corporate ventures. *Journal of Business Venturing* 30 (5), 749-774.

Crain, N.G. (2013). Venture Capital and career concerns. The University of Austin, Texas August 2013.

Crvalho, N. (2007). The dynamics of forming a technology based start-up: How founders use external advice to improve their firm's chance of succeeding. Master of Science in Engineering and Management en el Massachusetts Institute of Technology.

Cressy, R. (2006). Why do Most Firms Die Young?. *Small Business Economics*, 26 (2), 103-116.

Cressy, R.; Munari, F. y Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance* 13, 647-669.

Croce, A.; Martí, J. y Murtinu, S. (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect?. *Journal of Business Venturing* 28 (4), 489-510.

Cumming, D. (2005). Agency cost, institutions, learning and taxation in Venture Capital contracting. *Journal of Business Venturing* 20 (5), 573-622.

Cumming, D. (2006). Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital. *Theory and Practice* 30 (2), 155-183.

Cumming, D. (2007). Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing*, 193-235.

Cumming, D. (2009). Reputation in financial intermediation: evidence from Venture Capital. Companion to Venture Capital, ed., Chapter 15, Wiley.

Cumming, D. y Johan, S. (2007). Advice and Monitoring in Venture Financing. *Financial Markets and Portfolio Management*, forthcoming.

Cumming, D. y MacIntosh, J.G. (2003). A cross-country comparison of full and partial Venture Capital exits. *Journal of Banking and Finance* 27, 511-548.

Cumming, D. y MacIntosh, J.G. (2006). Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing* 21 (5), 569-609.

Cumming, D.; Fleming, G. y Suchard, J. (2005). Venture Capitalist Value-Added activities, fundraising and drawdowns. *Journal of Banking and Finance on Science Direct* 29 (2), 295-331.

Da Rin, M.; Hellmann, T.F. y Puri, M. (2011). A survey of venture capital research. National Bureau of Economic Research.

Dahiya, S. y Ray, K. (2012). Staged investments in entrepreneurial financing. *Journal of Corporate Finance* 18; 1193-1216.

Daniels, C.; Herrington, M. y Kew, P. (2016). Global Entrepreneurship Monitor 2015/2016: Special Report on Entrepreneurial Finance. Global Entrepreneurship Research Association, 2016.

Das, S. R.; Jo, H. y Kim, Y. (2011). Polishing diamonds in the rough: The sources of syndicated venture performance. *Journal of Financial Intermediation*, 20 (2), 199-230.

Davila, A.; Foster, G. y Gupta, M. (2003). Venture Capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing* 6 (18), 689-708.

Daxhelet, O. y Witmeur, O. (2011). What investors expect from business plans: effectual versus causal logic. European Council for Small Business and Entrepreneurship, Turku, Finland, 2011.

De Clercq, D. y Sapienza, H. (2001). The creation of relational rents in venture capitalist entrepreneur dyads. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 3 (2), 107-127.

De Clercq, D. y Sapienza, H. (2006). Effects of relational capital and commitment on venture capitalist perception of portfolio company performance. *Journal of Business Venturing* 21(3), 326-347.

De la Torre, I. (2011). The Case for Spain: a local perspective. Informe de Grupo Arcano (Entidad Española de asesoramiento financiero), noviembre.

De los Ríos, S.; Rodríguez, I. y Sáenz-Díez, R. (2015). Emprendedores y capital riesgo en España: el caso de Fond-ICO Global. *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales* 94, 31-65.

Deakins, D.; O'Neill, E. y Mileham, P. (2000). The role and influence of external directors in small, entrepreneurial companies: some evidence on VC and non-VC appointed external directors. *Venture Capital* 2 (2), 111-127.

Del Palacio, I.; Zhang, X. y Sole, F. (2012). The capital gap for small technology companies: public venture capital to the rescue?. *Small Business Economics* 38 (3), 283-301.

Dimov, D. y De Clercq, D. (2007). Internal knowledge development and external knowledge access in venture capital investment performance. *Journal of Management Studies*, 45 (3), 585-612.

Dorf, R. C. y Byers, T. H. (2005). *Technology Ventures: From Idea to Enterprise*. McGraw Hill publishing, NY 2005.

Drover, W.; Wood, M. y Fassin, Y. (2014). Take the money or run? Investors' ethical reputation and entrepreneurs' willingness to partner. *Journal of Business Venturing* 29, 723-740.

Du, Q. (2009). *Essays in Venture capital, entrepreneurship and managerial success*. The University of British Columbia.

Dushnitsky, G. y Lenox, M. J. (2005). When do incumbents learn from entrepreneurial ventures?. Corporate venture capital and investing firm innovation rates. *Research Policy*, 34, 615-639.

Dutta, S. y Folta, T. (2016). A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation. *Journal of Business Venturing* 31, 39-54.

Edwards-Schachter, M.; García-Granero, A.; Sánchez- Barrioluengo, M.; Quesada-Pineda, H. y Amara, N. (2015). Disentangling competences: Interrelationships on creativity, innovation and entrepreneurship en *Thinking Skills and Creativity* 16, 27-39.

Elango, B.; Fried, V.H.; Hisrich, R.D. y Polonchek, A. (1995). How Venture Capital firms differ. *Journal of Business Venturing* 10, 157-179.

Elitzur, R. y Gaviols, A. (2003). Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, angels and Venture Capitalist. *Journal of Business Venturing* 18, 709-725.

Elitzur, R. y Gaviols, A. (2011). Selection of entrepreneurs in Venture Capital industry: An Asymptotic analysis. *European Journal of Operational Research* 215, 705-712.

Engel, D. (2002). The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW, Discussion Paper No. 02. Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim.

Engel, D. (2004). The Performance of Venture-backed Firms: The Effect of Venture Capital Company Characteristics. *Industry and Innovation* 11 (3), 249–263.

Ernst, H.; Witt, P. y Brachtendorf, G. (2005). Corporate venture capital as a strategy for external innovation: An exploratory empirical study. *R and D Management* 35(3), 233-242.

European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments. EVCA 2012, versión 26 abril de 2013.

Ewens, M. (2010). Venture Capital returns, new firms and social networks. University of California, San Diego.

Fama, E. y Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301–327.

Fenn, G. W.; Liang, N. y Prowse, S. (1997). The private equity market: an overview. *Financial Markets, Institutions, and Instruments* 6, 1-106.

Fernández, M. y Navarro, B. (2016). Fond-ICO Global Fondo de Capital Riesgo. Seguimiento de su actividad en el marco del capital riesgo en España. *Anuario de Capital Riesgo 2015*; del Instituto de Capital Riesgo.

Fernández, M.J. y Fernández-Jardón, C. (2014). Emprendimiento y creación de empresas: una perspectiva de estudiantes universitarios. *Cuadernos Aragoneses de Economía* 24 (1-2), 97 -117.

Ferrer, M.A. (2011). Efects of venture capital and private equity on investment-cash flow sensitivity of Spanish firms. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid

Fiet, J.O. (1995). Risk avoidance strategies in Venture Capital markets. *Journal of Management Studies* 32 (4), 351-374.

Fiet, J.O.; Busenitz, L.W.; Moesel, D.D. y Barney J.B. (1997). Complementary Theoretical Perspectives on the Dismissal of new Venture team members. *Journal of Business Venturing* 12 (5), 347-366.

Fingerle, C. H. (2005). Smart Money - Influence of Venture Capitalists on High Potential Companies. München, Verlag Wissenschaft & Praxis.

Fisher, G.; Kuratko, D.F.; Bloodgood, J.M. y Hornsby, J.S. (2017). Legitimate to whom? The challenge of audience diversity and new venture legitimacy. *Journal of Business Venturing* 32, 52–71.

- Fitza, M.; Matusik, S. F. y Mosakowski, E. (2009). Do Venture Capital's matter? The importance of owners on performance variance in startup firms. *Strategic Management Journal* 30 (4), 387-404.
- Fluck, Z.; Garrison, K. y Myers, S. (2005). Venture Capital Contracting and Syndication: An Experiment in Computational Corporate Finance. NBER Working Paper No. 11624, Boston.
- Fornell, C. y Bookstein, F. L. (1982). Two structural equation models: LISREL and PLS applied to consumer exit-voice theory. *Journal of Marketing Research* 19(4), 440–452.
- Fornell, C. y Larcker, D. F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing Research* 18(1), 39–50.
- Foro de Expertos en capital riesgo y Tic (2008). Estudio sobre medidas de apoyo a la financiación de empresas TIC en España. Publicación coordinada por la Dirección de Comunicación de Red.es. Madrid.
- Frances, B.B.A. (2017). A Case study of qualitative factors in making venture capital investment decisions. Texas State University.
- Fraser-Sampson, G. (2013). Private Equity as an Asset Class. John Wiley and Sons, Chichester, United Kingdom.
- Fredriksen, O.; Klofsten, M.; Olofsson, C. y Wahlbin, C. (1990). Entrepreneur-Venture Capitalist relations: 'The Entrepreneur's view'. En Churchill, N.; Bygrave, W.; Hornaday, J.; Muzyka, D.; Vesper, K. y W. Wetzel, eds., *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 251-265.
- Fried, V. y Hisrich, R. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management* 23, 28–37.
- Fried, V. y Hisrich, R. (1995). The Venture Capitalist: A relationship investor. *California Management Review* 37(2), 101-113.
- Fried, V.; Bruton, G. y Hisrich, R. (1998). Strategy and the board of directors in Venture Capital-backed firms. *Journal of Business Venturing* 13, 493-503.
- Fulghieri, P. y Sevilir, M. (2005). Size and Focus of Venture Capitalist portfolio. University of North Carolina.
- Fulghieri, P. y Sevilir, M. (2009). Size and scope of a Venture Capitalist's portfolio. *Review of Financial Studies* 22, 4643-4680.
- Gabrielsson, J. y Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs: roles and processes. *Venture Capital* 4 (2), 125-146.
- Galbraith, J.R. (1973). *Designing Complex Organizations*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Gans, J.S. y Stern, S. (2003). The product market and the market for “ideas”: commercialization strategies for technology entrepreneurs. *Research Policy* 32 (2), 333–350.

García Echevarría, S. (1994). Introducción a la economía de la empresa. Edic. Díaz de Santos S.A., Madrid.

García, R. y Vence, X. (2008). Patrones regionales de actuación del capital riesgo: ¿creación o expansión de empresas? Análisis de la experiencia de Galicia. XXXIV Reunión de estudios regionales, Asociación española de ciencia regional.

Gartner, W. B.; Carland, J. W.; Hoy, F. y Carland, J. A. C. (1988). Who Is An Entrepreneur? Is The Wrong Question. *American Journal of Small Business* 12 (4).

Gartner, W.B. (1990). What are we talking about when we talk about entrepreneurship. *Journal of Business Venturing* 5 (1), 15-28.

George, G.; Wiklund, J. y Zahra, S. (2005). Ownership and the internationalization of small firms. *Journal of Management* 31, 210–233.

Gera, A. (2009). Do investor capabilities influence the interpretation of entrepreneur signals? Theory and testing in the private equity setting. University of Maryland

Geroski, P. A. (1995). What do we know about entry?. *International Journal of Industrial Organization* 13 (4), 421-440.

Giat, Y. (2005). Venture Capital Financing with Staged Investment, Agency Conflicts and Asymmetric Beliefs. Thesis at School of Industrial and System Engineering Georgia Institute of Technology.

Gibb, A.A. (1998). Simulating entrepreneurship and new business development. Oficina Internacional del Trabajo, Ginebra.

Gifford, S. (1997). Limited attention and the role of the venture capitalist. *Journal of Business Venturing* 12 (6), 459-482.

Gilson, P. (2006). Monitoring versus Incentives. Georgia Institute of Technology.

Gilson, R. (2003). Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review* 55(4), 1067-1103.

Girard, B. (2007). El modelo de Google, una revolución de management. Ed. Norma de America Latina, Edigrabel.

Global Entrepreneurship Monitor (GEM), 2014 Global Report.

Global Entrepreneurship Monitor (GEM), Informe GEM España 2014.

Gómez - Mejía, L.; Balkin, D. y Welbourne, T. (1990). Influence of Venture Capitalists on high tech management. *The Journal of High Technology Management Research* 1, 103–118.

Gómez, J.M.; Mira, I.; Verdú, A. y Sancho, J. (2008). Las spinf-offs académicas como vía de transferencia tecnológica. Universidad Miguel Hernández.

Gompers, P. A. (1994). The Rise and Fall of Venture Capital. *Business and Economic History* 23 (2), 1-26.

Gompers, P. A. (1995). Optimal Investment, monitoring and the staging of Venture Capital. *The Journal of Finance* 50 (5), 1461-1489.

Gompers, P. A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics* 42 (1), 133-156.

Gompers, P. A. (2001). A Note on the Venture Capital Industry. (No. 9-295-065). Cambridge, MA: Harvard Business School Publications.

Gompers, P. A. y Lerner, J. (1998). What drives venture capital fundraising?. *Brooking Papers on Economic Activity, Microeconomics*, 149-192.

Gompers, P. A. y Lerner, J. (2000). The determinants of Corporate Venture Capital success. *Concentrated Corporate Ownership*, Ed. University of Chicago Press.

Gompers, P. A. y Lerner, J. (2001). The money of invention: How venture capital creates new wealth. Boston: Harvard Business School Press.

Gompers, P. A. y Lerner, J. (2001). The Venture Capital revolution. *Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 145-168.

Gompers, P. A. y Lerner, J. (2002). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press, Cambridge, MA.

Gompers, P. A.; Kovner, A.; Lerner, J. y Scharfstein, D. (2005). Venture capital investment cycles: The role of experience and specialization. NBER Working paper, Cambridge, MA.

Gompers, P. A.; Kovner, A.; Lerner, J. y Scharfstein, D. (2005). Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets. *Journal of Financial Economics*, forthcoming. Earlier versions distributed as National Bureau of Economic Research Working Paper No. 11385.

Gompers, P.A.; Kovner, A. y Lerner, J. (2009). Specialization and success: evidence from Venture Capital. *Journal of Economics and Management Strategy* 18, 817-844.

Gonzalez, C. y Montero, J. (2014). Dinámica emprendedora y crecimiento económico. Implicaciones políticas desde el proyecto GEM. *Cuadernos Aragoneses de Economía* 24 (1-2), 39-57.

González-Pernía, J. L. y Peña-Legazkue, I. (2015). Export-oriented entrepreneurship and regional economic growth. *Small Business Economics* 45(3), 505-522.

González-Pernía, J. L.; Peña-Legazkue, I. y Vendrell-Herrero, F. (2012). Innovation, entrepreneurial activity and competitiveness at a sub-national level. *Small Business Economics* 39(3), 561-574.

Gorman, M. y Sahlman, W.A. (1989). What do Venture Capitalists do?. *Journal of Business Venturing* 4 (4), 231-247.

Gupta, A. K. y Sapienza, H. J. (1992). Determinants of Venture Capital Firms' Preference Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of their Investments. *Journal of Business Venturing* 7 (5), 347-362.

Gursel, D. (2013). Entrepreneurial success factor: a systematic approach to entrepreneur evaluation. MIT Sloan School of Management.

Hair, J. F.; Ringle, C.M. y Sarstedt, M. (2011). PLS-SEM: Indeed a silver bullet. *Journal of Marketing Theory and Practice* 19, 139–152.

Hair, J.F.; Sarstedt, M.; Ringle, C.M.; Thiele, K.O. y Gudergan, S.P. (2016). Estimation issues with PLS and CBSEM: Where the bias lies!. *Journal of Business Research* 69 (10), 3998-4010.

Hall, B. y Lerner, J. (2010). The financing of R&D and innovation. En Hall, B. y Rosenberg, N., Edit, *Handbook of the Economics of Innovation*, vol. 1.

Hall, B., (2002). The financing of research and development. *Oxford Review of Economic Policy* 18, 35-51.

Hall, G. y Tu, C. (2003). Venture capitalists and the decision to invest overseas. *Venture Capital: An international Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 5 (2), 181-190.

Hambrick, D. C.; Cho, T. S. y Chen, M. (1996). The influence of top management team Heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative Science Quarterly* 41 (4), 659-684.

Haro de Rosario, A.; Caba, M. y Sánchez, M. (2012). Los diferentes tipos de operaciones de capital riesgo españoles ante la transparencia informativa “online”. *Harvard Deusto Business Research* I (2), 81-98.

Harris, P.J. (2011). Entrepreneurial success as determined by evaluation of premarket entry risk. University of Phoenix.

Harrison, R.T. y Mason, C.M. (1992). The roles of investors in entrepreneurial companies: A comparison of informal investors and Venture Capitalists. Paper presented at the Babson Conference on Entrepreneurship, INSEAD, France.

Hege, U.; Palomino, F. y Schwienbacher, S. (2003). Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States. Working Paper, 1-42.

Hehenberger, L. y Alemany, L. (2017). Value-Added in Venture Philanthropy vs. Venture Capital: Uncovering the Subtle Differences between Two Apparently Similar Fields of Practice. Emerging Trends in Entrepreneurial Finance Conference.

Hellmann, T. (1998). The allocation of control rights in Venture Capital resources. *Journal of Economics* 29 (1), 57-76.

Hellmann, T. (2002). A theory of strategic venture investing. *Journal of Financial Economics* 64, 285-314.

Hellmann, T. y Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of Venture Capital. *The review of financial studies* 13 (4), 959-984.

Hellmann, T. y Puri, M. (2002). Venture Capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence. *The Journal of Finance* 57 (1), 169-197.

Hellmann, T.; Lindsey, L. y Puri, M. (2004). Building relationships early: banks in Venture Capital. Faqua School of Business, Duke University.

Henseler, J.; C. Ringle y Sinkovics, R. (2009). The Use of Partial Least Squares path Modeling in International Marketing. *Advances in International Marketing* 20 (1), 277-320.

Henseler, J.; Hubona, G. y Ray, P. A. (2016). Using PLS Path Modeling in New Technology Research: Updated Guidelines. *Industrial Management and Data Systems* 116 (1), 2-20.

Henseler, J.; Ringle, C. y Sarstedt, M. (2015). A New Criterion for Assessing Discriminant Validity in Variance-Based Structural Equation Modeling. *Journal of the Academy of Marketing Science* 43 (1), 115-135.

Henseler, J.; Ringle, C. y Sarstedt, M. (2016). Testing Measurement Invariance of Composites Using Partial Least Squares. *International Marketing Review* 33 (3), 405-431.

Heuven J.M.J. (2009): "The role of referrals in financing technology based ventures" Dissertation University of Twente: Chapter 1 Heuven, J.M.J. y Groen, A.J. (2006): "The Role of Social Networks in Financing Technology-Based Ventures", Academy of Management Conference, Atlanta (USA); chapter 2 Heuven, J.M.J. y Groen, A.J. (2008): "Third Parties in the VC Financing Process: Do Network Ties Matter?" Academy of Management Conference, Anaheim (USA); chapter 3: Heuven, J.M.J. y Groen, A.J. (2007): "The Role of Referrals in Financing Technology- Based Ventures: An Empirical Exploration" SMS Special Conference; New Frontiers in Entrepreneurship, Catania (Italy); chapter 4 Heuven, J.M.J. y Groen, A.J. (2008): "Venture Capital Funding for Technology-Based Ventures: Disentangling the Effects of an Entrepreneurial Team's Start-up and Functional Experience" Babson College Entrepreneurship Research Conference, Chapel Hill (USA); chapter 5 Heuven, J.M.J. y Groen, A.J. (2008): "Referrals and Venture Capital Deal Flow: Who do Venture Capitalists Rely On?" Babson College Entrepreneurship Research Conference, Chapel Hill (USA); chapter 6 Heuven, J.M.J. (2008): "Referral Characteristics in the VC Due Diligence Process: Type of Information as Key Contingency", European Summer University Conference in Entrepreneurship Research and Education (ESUCO), Bodo (Norway).

Hochberg, Y. (2008). Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. Working paper, Northwestern University.

Hochberg, Y.; Ljungqvist, A. y Lu, Y. (2006). Networking as a Barrier to Entry and the Competitive Supply of Venture Capital. Working Paper, Stern School of Business.

Hochberg, Y.; Ljungqvist, A. y Lu, Y. (2007). Whom you know matters: Venture Capital Networks and Investment performance. *The Journal of Finance* 62 (1), 251-301..

- Hofer, C. y Hall, J. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing* 8 (1), 25-42.
- Hopp, C. (2008). Empirical evidence on governance mechanisms, syndication activities and partner selection strategies in venture capital financing. Universität Konstanz.
- Hsu, D. (2000). Do Venture Capitalists Affect Commercialization Strategies at Start-Ups?. MIT Sloan School of Management Industrial Performance Center Working Paper 00-009, 2000.
- Hsu, D. (2004). What do entrepreneurs pay for Venture Capital affiliation?. *The Journal of Finance* 59 (4).
- Hsu, D. (2006). Venture Capitalists and Cooperative Start-Up Commercialization Strategy. *Management Science*, 52(2), 204 - 219.
- Hsu, H.C.S. (2007). Essays on Venture Capital and Initial Public Offerings. University of North Carolina at Chapel Hill.
- Hudson, E. y Evans, M. (2005). A Review of Research into Venture Capitalists' Decision Making: Implications for Entrepreneurs, Venture Capitalists and Researchers. *Journal of Economic and Social Policy* 10 (1), 1-18.
- Huei, S.Y. (2010). Venture capital firm's reputation effect on its start-up company's long term operating performance and survivorship. Degree of Master of Science in Finance, Singapore Management University.
- Huyghebaert, N. y O'Donohoe S. (2007). Does the value of Venture Capital vary over the investee life cycle? Evidence from Irish investees. En Gregoriou, G.; Kooli, M. y Kraeuss, R. "Venture Capital in Europe". Ed. Elsevier Finance, London.
- Ingram, P. (2002). Interorganizational learning. En J. A. C. Baum (ed.), *The Blackwell companion to organizations*. Oxford, UK: Blackwell Business
- Isaksson, A.; Cornelius, B.; Landström, H. y Junghagen, S. (2004). Institutional theory and contracting in venture capital: the Swedish experience. *Venture Capital* 6 (1), 47-71.
- Isenberg, D.J. (2010). How to start an entrepreneurship revolution. *Harvard Business Review*, Junio 2010.
- Ivanov, V. y Xie, F. (2010). Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Startup Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies. *Financial Management* 39 (1), 129-152.
- Jackson III, W; Bates, T. y Bradford, W.D. (2012). Does Venture Capitalist activism improve investment performance. *Journal of Business Venturing* 27, 342-354.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Kanemori, S.M.L. (2008). Technology start-up companies in Hawaii: common resources of those who have attained viability. Thesis University of Hawai.

Kanniainen, V. y Keuschnigg, C. (2003). The optimal portfolio of start-up firms in Venture Capital finance. *Journal of Corporate Finance* 9, 521-534.

Kanniainen, V. y Keuschnigg, C. (2004). Start-up investment with scarce Venture Capital support. *Journal of Banking Finance* 28, 1935-1959.

Kaplan, S. y Lerner, J. (2010). It ain't broke: the past, present, and future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 22 (2), 36-47.

Kaplan, S. y Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance* 60, 1791-1823.

Kaplan, S. y Strömberg, P. (2001). Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. *American Economic Review* 91 (2), 426-430.

Kaplan, S. y Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies* 70, 281-315.

Kaplan, S. y Strömberg, P. (2004). Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses. *The Journal of Finance* 59, 2177-2210.

Kautonen, T.; Tornikoski, E.T. y Kibler, E. (2011). Entrepreneurial intentions in the third age: the impact of perceived age norms. *Small Business Economy* 37,; 219-234.

Keuschnigg, C. y Bo Nielsen, S. (2002). Tax policy, Venture Capital and entrepreneurship. *Journal of Public Economics* 87, 175-203.

Khedhaouria, A.; Gurau, C. y Torre, O. (2015). Creativity, self-efficacy, and small-firm performance: the mediating role of entrepreneurial orientation. *Small Business Economy* 44, 485-504.

King, B.L. (2011). A multi-method study of venture capital firm strategy: resources, specialization and deliberate emergence. Faculty of Management McGill University.

Kirilenko, A. (2001). Valuation and Control in Venture Financing. *Journal of Finance* 56, 565-587.

Klingler-Vidra, R. (2014). All politics is local: sources of variance in the diffusion of venture capital policies. The London School of Economics and Political Science.

Kobayashi, J.S. (2011). Three Essays on Venture Capital Finance. University of Ottawa.

Kortum, S. y Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of Venture Capital to innovation. *Journal of Economics* 31 (4), 674-692.

KPMG: "Working with Private Equity Portfolio Companies: Views of chairmen and senior management on working effectively with portfolio companies and creating value". KPMG International Cooperative, January 2013.

- Krackhardt, D. (1996). Social networks and liability of newness for managers. En C.L. Cooper and D.M. Rousseau (eds); John Wiley & Sons, Ltd. New York; Trends in organizational behavior, 3, 159-173.
- Krohmer, P.; Lauterbach, R. y Calanog, V. (2009). The bright and dark side of staging: Investment performance and the varying motivations of private equity firms. *Journal of Banking and Finance* 33 (9), 1597-1609.
- Kunze, F.; Boehm, S. y Bruch, H. (2013). Organizational Performance Consequences of Age Diversity: Inspecting the Role of Diversity-Friendly HR Policies and Top Managers' Negative Age Stereotypes. *Journal of Management Studies* 50 (3), 413-442.
- Landström, H. (1991). The value-adding effect of cooperation between Venture Capitalists and small Firms. Proceedings of the 36th ICSB World Conference 1, 30-38.
- Landström, H.; Manigart, S.; Lockett, A.; Meuleman, M. y Desbrieres, P. (2002). The Syndication of Venture Capital Investments in Europe: Evidence From Five European Countries. Documento de trabajo, Vlerick Leuven Gent Management School.
- Lee, C.; Lee K. y Pennings, J. (2001). Internal capabilities, external networks, and performance: a study on technology-based ventures. *Strategic Management Journal* 22 (6/7), 615- 640.
- Lee, D. y Tsang, E. (2001). The effects of entrepreneurial personality, background and network activities on venture growth. *Journal of Management Studies* 38 (4), 583-602.
- Leiblein, M. y Miller, D. (2003). An empirical examination of transaction- and firm-level influences on the vertical boundaries of the firm. *Strategic Management Journal* 24, 839–860.
- Lerner, J. (1994). The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management* 23, 16-27.
- Lerner, J. (1994). Venture Capitalists and the Decision to Go Public. *Journal of Financial Economics*, 35 (3), 293-316.
- Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance* 50 (1), 302-318.
- Lerner, J. (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective “public Venture Capital” programs. *The Economic Journal* 112 (477), 73-84.
- Lerner, J. y Schoar, A. (2005). Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics* 120 (1), 223-246.
- Lerner, J. y Tag, J. (2013). Institutions and Venture Capital. *Industrial and Corporate Change* 22 (1), 153-182.
- Letts, C.; Ryan, W. y Grossman, A. (1997). Virtuous capital: What foundations can learn from Venture Capitalists. *Harvard Business Review*.

- Li, Y. y Zahra, S.A. (2012). Formal institutions, culture, and Venture Capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing* 27, 95-111.
- Lindsey, L. (2002). The Venture Capital Keiretsu Effect: An Empirical Analysis of Strategic Alliances Among Portfolio Firms. Unpublished Working Paper, Stanford University.
- Lindsey, L. (2008). Blurring firm boundaries: the role of Venture Capital in strategic alliances. *The Journal of Finance* 63 (3), 1137–1168.
- Lockett, A. y Wright, M. (2001). The Syndication of venture capital investments. *International Journal of Management Science* 29(5), 375-390.
- Lusk, E.J.; Schmidt, G. y Halperin, M. (2007). Recommendations for the development of European Venture Capital regulatory corpus: Lessons from the U.S. En Gregoriou, G.; Kooli, M. y Kraeuss, R. “*Venture Capital in Europe*”. Ed. Elsevier Finance, London.
- Macdonald, M. (1992). *Venture Capital in Canada: A Guide and Sources*. Canadian Venture Capital Association, Toronto.
- MacMillan, I. C.; Kulow, D. M. y Khoylean, R. (1988). Venture Capitalists involvement in their investments: extent and performance. *Journal of Business Venturing* 4, 27-47.
- MacMillan, I. C.; Siegel, R. y SubbaNarasimha, P.N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing* 1, 119-128.
- MacMillan, I. C.; Zemann, L. y Subbanarasimha, P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing* 2 (2), 123-137.
- MacMillan, I.; Roberts, E.; Livada, V. y Wang, A. (2008). *Corporate Venture Capital (CVC): Seeking Innovation and Strategic Growth*. National Institute of Standards and Technology.
- Manigart, S. y Beuselincx, C. (2001). Supply of Venture Capital by European Governments. Ghent University, Working Paper 111. University of Ghent, Ghent Belgium.
- Manigart, S.; Baeyens, K. y Verschueren, I. (2003). Financing and Investment Interdependencies in Unquoted Belgian Companies: the Role of Venture Capital. Working Paper, National Bank of Belgium.
- Manigart, S.; Bruining, H.; Desbrières, P.; Landström, H.; Lockett, A.; Meulemann, M.; Hommel, U. y Wright, M. (2006). Why do European Venture Capital Companies syndicate?. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 30, 131-153.
- Manigart, S.; De Waele, K.; Wrighat, M.; Robbie, K. y Sapienza, H. (2002). Determinants of required return in Venture Capital investments: a five country study. *Journal of Business Venturing* 17, 291-312.
- Manigart, S.; Wright, M.; Robbie, K.; Desbrières, P. y De Waele, K. (1998). Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 21 (4), 29-43.

March, I. (2000). Las claves del éxito en nuevas compañías innovadoras según los propios emprendedores. Universidad de Valencia.

Marti, J. y Balboa, M. (2004). A framework for self-regulation in Venture Capital and private equity: evidence in European markets. Current draft Universidad Complutense de Madrid.

Martín de Vidales, M. y Sampedro Martín, A. (2008). Los pactos de accionistas: contenido, fines y eficacia. *Revista Española de Capital Riesgo* 1, 13-29.

Mason, C. y Brown, R. (2014). Entrepreneurial Ecosystems and Growth Oriented Entrepreneurship. Paper prepared for a workshop of the OECD LEED Programme and the Dutch Ministry of Economic Affairs, The Hague, Netherlands, 7th November 2013.

Maula, M; Autio, E. y Murray, G. (2005). Corporate Venture Capitalists and independent Venture Capitalists: what do they do, who do they know and should entrepreneurs care. *Venture Capital* 7 (1), 3-21.

Mayer, K. y Salomon, R. (2006). Capabilities, contractual hazards and governance: Integrating resource-based and transaction-cost perspectives. *Academy of Management Journal* 49, 942–959.

McClelland, David C. (1961). The achieving society. Nueva York: The Free Press.

Meggison, W.L. (2004). Towards a global model of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (1), 89–107.

Meggison, W.L. y Weiss, K.A. (1991). Venture Capitalist certification in initial public offerings. *Journal of Finance* 46 (3) 879–903.

Metrick A. y Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: a survey. *European Financial Management* 17 (4), 619-654.

Metrick, A. (2007). Venture capital and the finance of innovation. (1 ed.). NJ: Hoboken, NJ: Wiley.

Meyer, T. (2006). Venture Capital in Europa. Mehr Pep für Europas Wirtschaft, Deutsche Bank Research.

Michelacci, C. y Suarez, J. (2004). Business Creation and the Stock Market. *Review of Economic Studies* 71(2), 459–481.

Minniti, M. (2009). Gender issues in entrepreneurship. *Foundations and Trends in Entrepreneurship* 5, 497-621.

Mitchell, R. K.; Smith, B.; Seawright, K. W. y Morse, E. A. (2000). Cross-cultural cognitions and the venture creation decision. *Academy of Management Journal* 43(5), 974-993

Mittens, C. R; Baucus, M. S. y Sudek, R. (2012). Horse vs. Jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors. *Venture Capital* 14(4), 241-267.

Morris, M.H.; Miyasaki, N.N.; Watters, C.E. y Coombes, S. (2006). The dilemma of growth: understanding venture size choices of women entrepreneurs. *Journal of Small Business Management* 44, 221-224.

Mulcahy, D.; Weeks, B. y Bradley, H. (2012). We have met the enemy ...and he is us. Lessons from Twenty Years of the Kauffman Foundation's Investments in Venture Capital Funds and The Triumph of Hope over Experience, may 2012.

Muzyka, D.; Birley, S. y Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing* 11(4), 273-287.

Myers, S.C. y Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance Economics* 13, 187-222.

Nahata, R. (2008). Venture capital reputation and investment performance. *Journal of Financial Economics* 90 (2), 127-151.

Nanda, R. (2007). Essays in entrepreneurial finance. Sloan School of Management en Massachusetts Institute of Technology.

Nunnally, J. (1978). *Psychometric Theory*, 2nd ed. New York: McGraw-Hill.

NVCA (2011): National Venture Capital Association Yearbook 2011.

Oehler, A.; Pukthuanthong, K.; Rummer, M. y Walker, T. (2007). Venture Capital in Europe: Closing the gap to the U.S. En Gregoriou, G.; Kooli, M. y Kraeuss, R. "Venture Capital in Europe". Ed. Elsevier Finance, London.

Ollé, M. y Planellas, M. (2003). El proceso de creación de una empresa: motivaciones, etapas, recursos y redes. *Creación de empresa: Los mejores textos*, 187-212.

Ortega, I. (2014). Millennials: Inventa tu empleo. Editorial de la Universidad Internacional de La Rioja.

Ortiz, P. (2018). La construcción del discurso político del emprendimiento en España. *Realidad e ideología. Papers* 2018, 103 (2), 229-253.

Palich, L.E. y Ray Bagby, D. (1995). Using cognitive theory to explain entrepreneurial risktaking: Challenging conventional wisdom. *Journal of Business Venturing* 10(6), 425-433.

Park, H.D. y Steensma, K. (2012). When does corporate Venture Capital add value for new ventures?. *Strategic Management Journal* 33, 1-22.

Parker, S. (2004). *The Economics of Self-Employment and Entrepreneurship*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Patzelt, H. (2005). Bioentrepreneurships in Germany: Industry development, M&A, Strategic alliances, crisis management and venture capital financing. Otto-Friedrich Universität Bamberg.

Peña, I.; Guerrero, M. y González-Pernía, J.L. (2017). Informe Global Entrepreneurship Monitor España 2016. Asociación Red GEM España. Centro Internacional Santander Emprendimiento.

Peterson, M. A. y Rajan, R. (2002). Does distance still matter? The information revolution in small business lending. *Journal of Finance* 57, 2533-2570.

Petty, J. S. y Gruber, M. (2011). In pursuit of the real deal: A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing* 26(2), 172-188.

Pfeffer, J. y Salancik, G.R. (1978). The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. Ed. Harper & Row, New York.

Pintado, T.R. y García, D. (2002). La participación financiera del Capital Riesgo Español según la procedencia Pública o Privada de sus recursos. Departamento de Economía de la Universidad Politécnica de Cartagena.

Pintado, T.R. y García, D. (2004). El Plan de Negocio en la toma de decisiones del capital riesgo en España. Harvard Deusto, *Finanzas y Contabilidad* 158, 60-66.

Pintado, T.R.; García, D. y Van Auken, H. (2007). Venture Capital in Spain by Stage of Development. *Journal of Small Business Management* 45 (1), 68-88.

Porter, M.E. (1980). Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competition. New York: The Free Press.

Powell, W.; Koput, K.; Bowie, J.I. y Smith-Doerrs, L. (2002): The Spatial Clustering of Science and Capital: Accounting for Biotech Firm-Venture Capital Relationships. *Regional Studies* 36 (3), 291-205.

Preliminary EVCA Quarterly Activity Indicator: Q1 2007-Q4 2012. EVCA European Private Equity and Venture Capital Association. Brussels – Belgium.

Prencipe, D. (2017). The European venture capital landscape: an EIF perspective. Volume III: Liquidity events and returns of EIF-backed VC investments”, European Investment Fund, Luxembourg, April 2017.

Rajnish, M. y Prachee, M. (2016). Entrepreneurial attitude orientation and employability: mediating role of entrepreneurial personality. *International Journal of Management Practice* 9 (1).

Ramón, M.C. (2011). Análisis de la actuación del gestor de capital riesgo en la toma de decisiones de la participación financiera. Universidad Politécnica de Cartagena.

Rantala, H. (2008). Essays in international finance. School of Business and the Faculty of the Graduate School of the University of Kansas.

Rasmussen, E. y Sorheim, R. (2012). Obtaining early-stage financing for technology entrepreneurship: reassessing the demand-side perspective. *Venture Capital* 14 (2-3), 77-89.

- Rasoolimanesh, S.M.; Roldán, J.L.; Jaafar, M. y Ramayah, T. (2017). Factors influencing residents' perceptions toward tourism development: differences across rural and urban world heritage sites. *Journal of Travel Research* 56 (6), 760-775
- Reid, G.C. (1996). Fast growing small entrepreneurial firms and their Venture Capital backers: An applied principal-agent analysis. *Small Business Economics* 8 (3), 235-248.
- Reinartz, W.; M. Haenlein, M. y Henseler, J. (2009). An Empirical Comparison of the Efficacy of Covariance-Based and Variance- Based SEM. *International Journal of Research in Marketing* 26 (4), 332-344.
- Reiner, U.H. (2013). Determinants of Venture Capital Performance: empirical evidence. Technische Universität München
- Repullo, R. y Suarez, J. (2004). Venture Capital Finance: a security design approach. *Review of Finance* 8, 75-108.
- Reynolds, P.D. (2017). When is a Firm Born? Alternative Criteria and Consequences. *Business Economics* 52(1), 41-56.
- Ringle, C.; Wende, S. y Becker, J. (2015). SmartPLS 3 (Version 3.2.3). Boenningstedt: SmartPLS GmbH.
- Ripollés, M. y Blesa, A. (2006). Redes personales del empresario y orientación emprendedora en las nuevas empresas. *Cuadernos de economía y dirección de la Empresa* 26, 73-94.
- Robb, A. y Watson, J. (2012). Gender differences in firm performance: Evidence from new Ventures in the United States. *Journal of Business Venturing* 27, 544-558.
- Robinson, R.B. (1987): "Emerging strategies in the venture capital industry". *Journal of Business Venturing* 2 (1), 53-77.
- Rodrigo-Alarcón, J.; Parra-Requena, G. y García-Villaverde, P.M. (2014). Efectividad de la orientación emprendedora: el papel del capital social y las capacidades. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 20, 131-139.
- Rodríguez Gulías; M.J.; Fernández López, S. y Rodeiro Pazos, D. (2015). Efecto del capital riesgo sobre el crecimiento de las spin-offs universitarias. *Revista Española de Capital Riesgo* 3, 3-16.
- Rodríguez Osés, J.E. y Salas Garrido, A. (2011). Análisis del éxito de las iniciativas emprendedoras en La Rioja: evidencia empírica (2004-2009). Biblioteca de Investigación nº 64, Ed. Universidad de La Rioja Servicio de Publicaciones, Logroño.
- Rodríguez, M.; Fernández, S. y Rodeiro, D. (2015). Efecto del capital riesgo sobre el crecimiento de las spin-offs universitarias. *Revista Española de Capital Riesgo* 3, 6-21.
- Rojo, A.; Gálvez, M.M. y Alonso, J. (2010). La valoración por las Sociedades de Capital Riesgo en la práctica. *Revista Española de Capital Riesgo* 3, 3-15.

Rojo, J. y Alonso, A.B. (2007). Desinversión total de la participación de capital riesgo e información asimétrica. *Revista Española de Capital Riesgo* 1, 33-53.

Roldán, J. L.; Sánchez-Franco, M.J. (2012) Variance-based structural equation modelling: Guidelines for using partial least squares in information systems research. In *Research Methodologies, Innovations and philosophies in Software Systems Engineering and Information Systems*; Mora, M., Steenkamp, A.L., Gelman, O., Raisinghani, M.S., Eds.; IGI Global: Hershey, PA, USA, 193–221.

Romain, A. y van Pottelsberghe, B. (2003). The Determinants of Venture Capital: A Panel Data Analysis of 16 OECD Countries. IIR Working Paper WP No.03-25.

Rosenbusch, N.; Brinckmann, J. y Müller, V. (2013). Does acquiring Venture Capital pay off for funded firms? A meta-analysis on the relationship between Venture Capital investment and funded firm financial performance. *Journal of Business Venturing* 28, 335-353.

Rosenstein, J. (1988). The board and strategy: Venture Capital and high technology. *Journal of Business Venturing* 3 (2), 159-170.

Rosenstein, J.; Bruno, A.V.; Bygrave, W.D. y Taylor, N. T. (1989). Do Venture Capitalists on boards of portfolio companies add value besides money?. En Brockhaus, R. H.; Churchill, N. C.; Katz, J.; Kirchoff, B.A.; Vesper, K. H, y Wetzal, W. E. Eds., *Frontiers of entrepreneurship research*, Babson College, 216-229 Wellesley, MA. Centre for Entrepreneurial Studies.

Rosenstein, J.; Bruno, A.V.; Bygrave, W.D. y Taylor, N.T. (1993). The CEO, Venture Capitalists, and the board. *Journal of Business Venturing* 8 (2), 99-113.

Roure, J. y San José, A. (2016). Informe Business Angels AEBAN 2016. Asociación Española de Business Angels, IESE School y Universidad de Navarra, Mayo 2016.

Roure, J. y San José, A. (2017). Informe Business Angels AEBAN 2017. Asociación Española de Business Angels, IESE School y Universidad de Navarra, Marzo 2017.

Ruano, L.A. y Rodríguez Osés, J. E. (2013). Smart Money en el Mercado financiero español. Trabajo fin de estudios en el Master Universitario de investigación en Economía de la empresa por la Universidad de La Rioja.

Ruano, L.A.; Alemany, L. Fernández, R. y Rodríguez, E. (2018). Valor añadido de los Venture Capital a las Startups: preferencias de los emprendedores e inversores. *Revista Española de Capital Riesgo* 1, 33-55.

Ruhnka, J. y Young, J. (1997). A Venture Capital Model of the Development Process for New Ventures. *Journal of Business Venturing* 12, 167–184.

Ruiz, M.; Fuentes, M.M. y Ruiz, J.M. (2014). La aspiración de crecimiento del crecimiento emprendedor: el papel del contexto desde una perspectiva internacional. *Cuadernos Aragoneses de Economía* 24 (1-2), 13-37.

Sahlman, W.A. (1990). The structure and governance of Venture Capital organizations. *Journal of Financial Economics* 27, 473-521.

Salas de las Heras, M. (2017). Madurez del Venture Capital en España, Casos de éxito de la startup a la madurez de la empresa. Web Capital Riesgo, Marzo 2017.

Sapienza, H.J. (1992). When do Venture Capitalists add value?. *Journal of Business Venturing* 7(1), 9-27.

Sapienza, H.J. y Korsgaard, M.A. (1996). Procedural justice in Entrepreneur–investor relations. *Academy of Management Journal* 39 (3), 544–574.

Sapienza, H.J. y Timmons, J.A. (1989). The role of Venture Capitalists in new ventures: what determines their importance?. *Academy of Management Proceedings*, 1989 (1), 74-78.

Sapienza, H.J.; Amason, A. y Manigart, S. (1994) The level and nature of Venture Capitalist involvement in their portfolio companies: A study of three European countries. *Managerial Finance* 20(1), 3-18.

Sapienza, H.J.; Manigart, S. y Vermeir, W. (1996). Venture Capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing* 11; 439-469.

Scarlata, M. (2011). Inside the philanthropic venture capital investment model: an exploratory comparative study. Tesis doctoral Universidad Ramón Llull.

Scarlata, M. y Alemany, L. (2010). Deal Structuring in Philanthropic Venture Capital Investments: Financing Instrument, Valuation and Covenants. *Journal of Business Ethics* 95(1), 121-145.

Scarlata, M. y Alemany, L. (2012). Philanthropic Venture Capitalists' Post-Investment Involvement with Portfolio Social Enterprises: What Do They Actually Do?. En *Entrepreneurship, Finance, Governance and Ethics*. Springer Netherlands, 75-85.

Schillo, R.S.; Persaud, A. y Jin, M. (2016). Entrepreneurial readiness in the context of national systems of Entrepreneurship. *Small Business Economics* 46 (4), 619-637.

Schmidt, K. (2003). Convertible securities and Venture Capital finance. *The Journal of Finance* 58 (3), 1139-1166.

Schoar, A. y Zao, L. (2011). Shaped by Booms and Busts: How the Economy Impacts CEO Careers and Management Styles. NBER Working Paper. no. 17590.

Schumpeter, J. A. (1934). The theory of economic development; an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle. (O. Redvers, Trans. Vol. XLVI).Cambridge: Mass. Harvard University Press.

Schumpeter, J. A. (1957). Teoría del desenvolvimiento económico. México: Fondo de Cultura Económica.

Shamshubaridah, R.; Khairul, A.; Mohd, S.; Ascha, K. y Seppo, H. (2010). Start-up, growth and internationalization of entrepreneurial ventures by the use of service families. *International Journal of Management Practice* 4 (1).

Shane, S. (2003). *A General Theory of Entrepreneurship: The Individual-Opportunity Nexus*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Shane, S. (2014). Why encouraging more people to become entrepreneurs is bad public policy. *Small Business Economics* 33, 141-149.

Shane, S. A. (2008). *The illusions of entrepreneurship: the costly myths that entrepreneurs, investors, and policy makers live by*. New Haven: Yale University Press.

Shane, S. y Cable, D. (2002) Network ties, reputation, and the financing of new Ventures. *Management Science* 48, 364-381.

Shane, S. y Venkataraman, S. (2000). The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research. *The Academy of Management Review* 25 (1), 217-226.

Shapiro, C. (1983). Premiums for high quality products as returns to reputation. *Quarterly Journal of Economics* 98 (4), 659-680.

Shepherd, D.; Armstrong, M.J. y Levesque, M. (2005). Allocation of attention within Venture Capital firms. *European Journal of Operational Research* 163, 545-564.

Sorensen, M. (2007). How smart is smart money? A two sided matching model of Venture Capital. *The Journal of Finance* 62 (6), 2725-2762.

Sorenson, O. y Stuart, T. (2001). Syndication Networks and the spatial distribution of Venture Capital investments. *American Journal of Sociology* 106, 1546-1586.

Sorenson, O. y Stuart, T. (2008). Bringing the context back in: Settings and the search for syndicate partners in venture capital investment networks. *Administrative Science Quarterly* 53(2), 266–294.

Spilling, O.R. (1996). The entrepreneurial system: on entrepreneurship in a context of mega-event. *Journal of Business Research* 36(1), 91-103.

Stemper, S. (2013). *Recession and the Resurgent Entrepreneur; National-Level Effects of the Business Cycle on European Entrepreneurship*. Senior Thesis in The Faculty of the School of Arts and Sciences Brandeis University.

Stinchcombe, A.L. (1965). Social structure and organizations. In March, J. (Ed), *Handbook of Organizations*, Chicago: Rand McNally, 142-193.

Stuart, T.E.; Hoang, H. y Hybels, R.C. (1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly* 44(2), 315–349.

Sun, X. (2007). *More than just money: The impact of traditional and corporate venture capital firms on portfolio company performance*. Tesis the Ohio State University

Taleb, N.N. (2008): *El cisne negro*. Edic. Paidos Iberica, Barcelona.

- Thillai Rajan, A. (2010). Venture Capital and efficiency of portfolio companies. *Indian Institute of Management Bangalore* 22, 186-197.
- Thirunavukkarasu, B. (2009). Finding gold in glitter: a framework for assessing the prospects of early stage ventures. Master of Science in Engineering and Management en el Massachusetts Institute of Technology.
- Thomas, H. y Manju, P. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *Journal of Finance* 57(1), 169-197.
- Timmons, J. y Bygrave, W. (1986). Venture capital's role in financing innovation for economic growth. *Journal of Business Venturing* 1 (2), 161-176.
- Tippmann, E.; Sharkey P. y Parker, A. (2017). Boundary Capabilities in MNCs: Knowledge Transformation for Creative Solution Development. *Journal of Management Studies* 54 (4); 463-482.
- Torrejón, C. (2016). Perfiles competenciales y éxito emprendedor. Implicaciones para los inversores en Capital Riesgo. *Revista Española de Capital Riesgo* 2, 29-47.
- Toschi, L. (2009). Corporate Venture Capital: How established firms use external resources to create new competencies. Scuola di Dottorato in Scienze Economiche e Statistiche Università di Bologna
- Transactional Track Record (TTR), Guía M&A 2014, Private Equity- Venture Capital, análisis de las transacciones de 2014, incluyendo M&A, Private Equity y Venture Capital del Mercado Ibérico.
- Transactional Track Record (TTR), Guía M&A 2015, Private Equity- Venture Capital, análisis de las transacciones de 2015, incluyendo M&A, Private Equity y Venture Capital del Mercado Ibérico.
- Transactional Track Record (TTR), Guía M&A 2016, Private Equity- Venture Capital, análisis de las transacciones de 2016, incluyendo M&A, Private Equity y Venture Capital del Mercado Ibérico.
- Trester, J. (1998). Venture Capital contracting under asymmetric information. *Journal of Banking and Finance* 22, 675-699.
- Trujillo, M. y Guzman, A. (2008). Venture Capital: Theoretical construction, the role of new endeavors and the future agenda research. *Revista facultad ciencias económicas* 36 (1), 71-84.
- Tyebee, T.T. y Bruno, A.V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science* 30 (9), 1051-1066.
- Tyebee, T.T. y Bruno, A.V. (1984). The environment for entrepreneurship. *Encyclopedia of Entrepreneurship*, 288-315, Englewood Cliffs.
- Tykvová, T. (2007). What do economists tell us about Venture Capital contracts?. *Journal of Economic Surveys* 21(1), 65-89.
- Ueda, M. (2004). Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *The Journal of Finance* 59 (2), 601-621.

Valencia, P.; García, P.M. y Giménez, J.J. (2007). Factores determinantes en la creación de una empresa: valores culturales, redes sociales y ayudas públicas.

Valls, J.; Cruz, C.; Torruella, A.; Juanes, E.; Canessa, M. y Hormiga, E. (2012). Causas del fracaso de los emprendedores. Ed.Netbiblo, La Coruña.

Van Auken, H. (2001). Financing Small Technology-Based Companies: The Relationship Between Familiarity with Capital and Ability to Price and Negotiate Investment. *Journal of Small Business Management* 30 (3), 240- 258.

Van der Vrande, V.; Vanhaverbeke, W. y Duysters, G. (2011). Additivity and complementarity in external technology sourcing: The added value of corporate Venture Capital investments. *IEEE Transactions on engineering management* 58 (3), 483-496.

van Stel, A.; Carree, M. y Thurik, R. (2005). The effect of entrepreneurial activity on national economic growth. *Small Business Economics* 24(3), 311-321.

VanWakeren, R.E.; Van der Weft, D.G.; Vonk, G.R. y Schuit, J.W.R. (1989). The value of-added of international Venture Capital funds. Paper presented at European Forum, Insead, France.

Veciana, J (2005). La creación de empresas. Barcelona: La Caixa.

Venkaraman, S. (1997). The distinctive domain of entrepreneurship research. *Advances in entrepreneurship, firm emergence and growth* 3, 119-138.

Villa, M. (2008). El espíritu emprendedor, la gran fuerza de progreso. *Cuadernos de pensamiento político FAES* 18, 215-232.

Villanueva, J.; Van de Ven, A. y Sapienza, H.J. (2012). Resource mobilization in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing* 27, 19–30.

Wadhwa, A.; Phelps, C. y Kotha, S. (2016). Corporate venture capital portfolios and firm innovation. *Journal of Business Venturing* 31, 95–112

Wang, S. y H. Zhou (2004). Stages financing in venture capital: moral hazard and risks. *Journal of Corporate Finance* 10 (1), 131-155.

Watkins, A.J. (2013). Collaborative Venture Capital Activity in the London Metropolitan Region: Entrepreneurial Capacity Building through Corporate Partnering?. A thesis submitted to the Department of Geography and Environment of the London School of Economics and Political Science for the degree of Doctor of Philosophy in Regional Planning, London.

Web Capital Riesgo: “El préstamo participativo como herramienta para el arranque de empresas en España”; 2015 www.webcapitalriesgo.com

Web Capital Riesgo: “La financiación de startups en España 2015”; www.webcapitalriesgo.com

Web Capital Riesgo: “Startup financing in Spain 2015”; www.webcapitalriesgo.com

Web Capital Riesgo: “Venture Capital in Spain 2012”; www.webcapitalriesgo.com

Web Capital Riesgo: “Venture Capital in Spain 2013”; www.webcapitalriesgo.com

Weber, C.; Weidner, K.; Kroeger, A. y Wallace, J. (2017). Social Value Creation in Inter-Organizational Collaborations in the Not-for-Profit Sector – Give and Take from a Dyadic Perspective. *Journal of Management Studies* 54 (6), 929-956.

Williams, A. (2013). A study on the art and science of pitching new businesses. Sloan School of management at The Massachusetts Institute of Technology.

Williams, L., Vandenberg, R. J., y Edwards, R. J. (2009). Structural Equation Modeling in Management Research: A Guide for Improved Analysis. *The Academy of Management Annals* 3(1), 543–604.

Wold, H. (1985). Partial least squares. In S. Kotz & N. L. Johnson (Eds.), *Encyclopedia of statistical sciences* 6, 581–591. New York: Wiley.

Wolfson, A. M. (2010). Technological Innovation, Venture Formation and Resource Allocation: The Impact of Economic Downturn on Life Sciences Venture Capital and Start-Ups. Massachusetts Institute of Technology.

Wright, M. y Lockett, A. (2003). The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry. *Journal of Management Studies* 40, 2073-2104.

Wright, M. y Robbie, K. (1996). Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information. *Accounting and Business Research* 26 (2), 153-168.

Wright, M. y Robbie, K. (1998). Venture Capital and Private Equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 521–570.

Wright, M.; Lockett, A.; Clarysse, B. y Binks, M. (2006). University spin-out companies and venture capital. *Research Policy* 35(4), 481-501.

Yafengyun, Q. (2010). A survey of Venture Capital in Europe, Implications for the Chinese Venture Capital Market. Universitetet I Oslo.

Zacharakis, A. L. y Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision?. *Journal of Business Venturing* 15(4), 323-346.

Zahra, S., Neubaum, D. y Naldi, L. (2007). The effects of ownership and governance on SMEs' international knowledge-based resources. *Small Business Economics* 29, 309–327.

Zarutskie, R. (2008). The role of human capital in venture capital. Available at SSRN (November 18, 2008).

Zheng, Y. (2011). In Their Eyes: How Entrepreneurs Evaluate Venture Capital Firms. *The Journal of Private Equity* 14 (2), 72-85.

Zider, B. (1998). How *Venture Capital Works*. *Harvard Business Review*, 98611, 131-139.