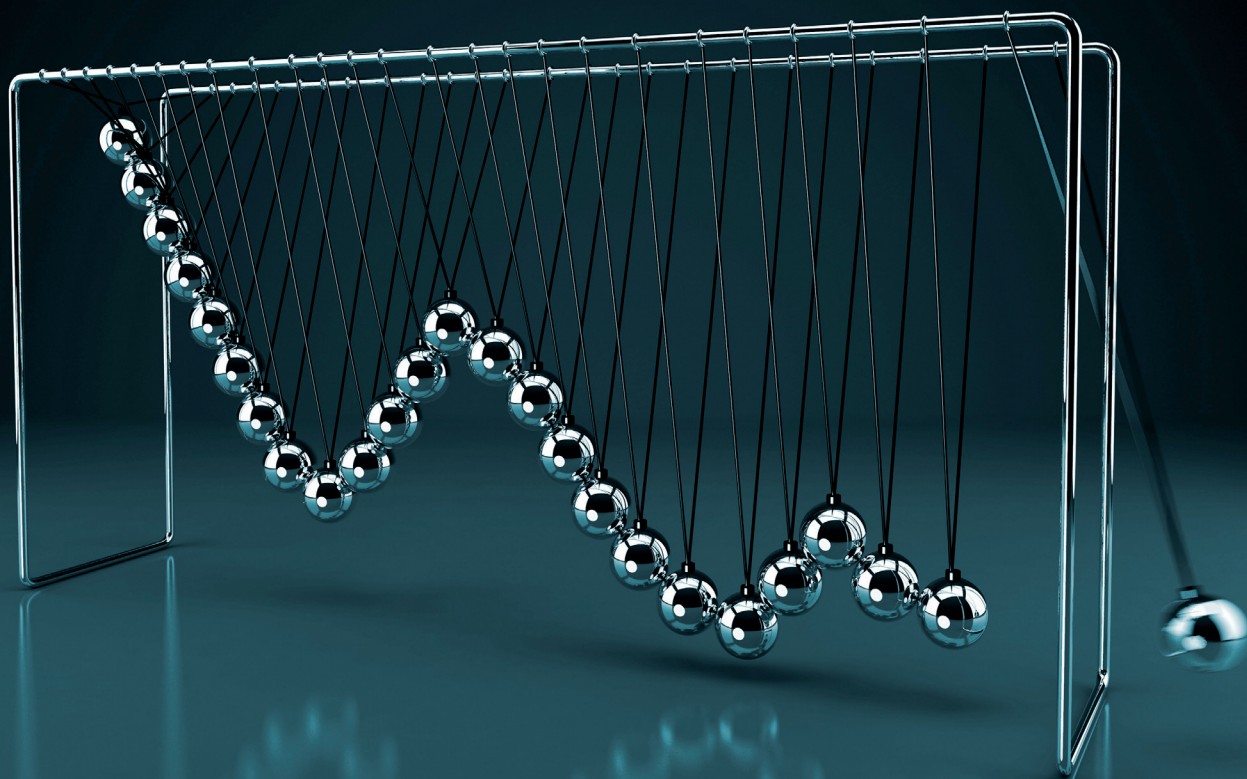


# INFORME 2012

IMPACTO ECONÓMICO Y  
SOCIAL DEL CAPITAL RIESGO



ASCR<sup>RI</sup>

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA  
DE ENTIDADES DE CAPITAL - RIESGO

**La Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI)** nace en 1986, sin ánimo de lucro, y tiene por objeto la representación, gestión y defensa de los intereses profesionales de sus socios, así como la promoción y el impulso de la creación de entidades cuyo objeto sea la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.

Este informe ha sido elaborado por:

*Dominique Barthel / Directora General de ASCRI*

*José Martí Pellón / Universidad Complutense de Madrid*

*Ángela Alférez / Jefe de Estudios de ASCRI*

Este documento puede descargarse de forma gratuita en:

[www.ascrí.org](http://www.ascrí.org)

[www.webcapitalriesgo.com](http://www.webcapitalriesgo.com)

[www.cdti.es](http://www.cdti.es)

[www.enisa.es](http://www.enisa.es)

[www.pwc.es](http://www.pwc.es)

ASCR<sup>R</sup>I

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA  
DE ENTIDADES DE CAPITAL - RIESGO

En esta séptima edición el informe de impacto centra su contenido en una nueva comparativa, internacional en esta ocasión, sobre la evolución que han tenido empresas apoyadas por operadores de capital riesgo en diferentes países frente a la experimentada por aquellas que no han recibido este soporte. Se aprecia que el buen comportamiento observado en anteriores informes para las empresas que cuentan con capital riesgo en su accionariado en España, lejos de ser una excepción, es una constante a nivel global; aún y cuando es destacable la heterogeneidad del impacto en cada país. Dentro de la labor de apoyo al capital riesgo que pretende desarrollar CDTI, consideramos fundamental dar a conocer estos resultados positivos, que van más allá de la mera rentabilidad que pueden generar los operadores de capital riesgo, ya que muestran el importante valor añadido que aportan a las empresas participadas, especialmente cuando se trata de inversiones en fases tempranas. Este aspecto es especialmente valorado por el sector público para apoyarles de modo decidido.

**Elisa Robles Fraga**  
**Directora General del CDTI**

El Capital Riesgo es una herramienta de desarrollo económico ampliamente extendida en los países de nuestro entorno como vehículo de apoyo a los emprendedores y las start ups y, en general, a todo el tejido empresarial.

No obstante, en España hay todavía una clara insuficiencia en la utilización de este instrumento para cubrir, vía capital, las necesidades de financiación de los emprendedores y empresas.

Los agentes que actuamos en este ámbito, tanto públicos como privados, tenemos el compromiso de apoyar e impulsar esta herramienta de financiación. En esta línea este informe, que ya va por la séptima edición, expone, tanto a la comunidad inversora como al colectivo empresarial, las ventajas y beneficios del capital riesgo para el crecimiento empresarial, y consecuentemente para el crecimiento económico de un país, contribuyendo a difundir su uso.

Estoy segura que la publicación de "el informe de impacto de las Entidades de Capital Riesgo", elaborado por ASCRI, con la colaboración de ENISA, CDTI y PWC, servirá de impulso y contribuirá a dinamizar el mercado del capital riesgo.

ENISA, dentro de su estrategia para el año 2012, llevará a cabo una política de nuevas inversiones, como apoyo institucional en el mercado del capital riesgo para favorecer su desarrollo en la financiación de pymes. Además establecerá programas de cofinanciación con entidades de capital riesgo, proporcionando financiación, mediante préstamos participativos, a las pymes con alto potencial de crecimiento, que estén invertidas por entidades de capital riesgo.

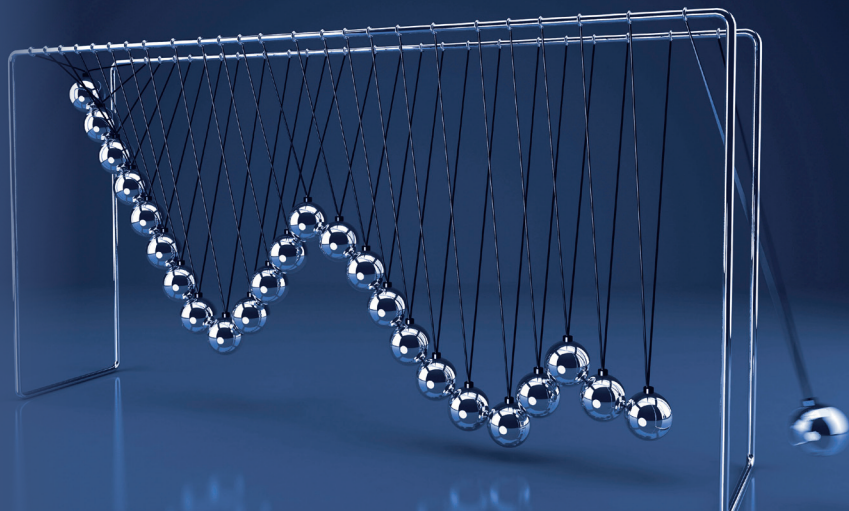
Aunando esfuerzos conseguiremos con más facilidad alcanzar nuestros objetivos este informe, que una vez más tenemos el placer de apoyar, es un claro ejemplo de este trabajo conjunto.

**Begoña Cristeto Blasco**  
**Consejera Delegada de ENISA**

Año tras año ASCRI ha demostrado con su informe de Impacto Económico y Social del Capital Riesgo la contribución del Capital Riesgo al crecimiento de la economía española. La edición de este año ofrece una perspectiva más amplia al incorporar estudios similares de distintos países de nuestro entorno. La investigación llega a las mismas conclusiones y constata la implicación del sector en el crecimiento y desarrollo económico de los países. Desde PwC reconocemos la aportación de valor del sector de Capital Riesgo en las compañías en las que invierten, contribuyendo al desarrollo económico.

**Malcolm Lloyd**  
**Socio responsable de Transacciones y Private Equity**  
**PwC**

# INFORME 2012



## IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL CAPITAL RIESGO

ASCRI

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA  
DE ENTIDADES DE CAPITAL - RIESGO

Patrocinado por:



Centro para el Desarrollo  
Tecnológico Industrial



E  
ENISA





# Índice

---

Carta del Presidente de ASCRI	6
¿Qué es el Capital Riesgo?	7
¿Por qué es necesario apoyar e impulsar su desarrollo?	8
¿En qué tipo de empresas invierte el Capital Riesgo?	10
Resumen del Impacto del Capital Riesgo en las empresas	13
1. El Capital Riesgo hace crecer a las empresas	16
2. El Capital Riesgo contribuye a la creación de empleo	18
3. El Capital Riesgo fomenta la inversión	22
4. El Capital Riesgo mejora la innovación	24
5. El Capital Riesgo acelera la internacionalización	26
6. El Capital Riesgo reduce la tasa de fracaso empresarial	28
7. El Capital Riesgo mejora la productividad	29
El Capital Riesgo es un inversor socialmente responsable	30
Anexos	32
Anexo A - Listado de estudios de impacto de Asociaciones de Capital Riesgo y de consultoras internacionales	33
Anexo B - Listado de estudios académicos sobre impacto sujetos a evaluación previa	34

# Carta del Presidente de ASCRI

El objetivo principal de este informe es demostrar que el Capital Riesgo (Venture Capital & Private Equity) es una pieza fundamental del motor de crecimiento económico de un país y, por lo tanto, que en estos años de crisis su papel es crítico si queremos recuperar la senda del crecimiento y de la sostenibilidad, y apoyar con fuerza el tejido empresarial por excelencia en toda Europa: la pequeña y mediana empresa.

En sus primeras seis ediciones, el informe se centró en demostrar cómo, en España, empresas financiadas por Capital Riesgo crecían más rápidamente, con mayor solidez y creando más empleo, que otras compañías no financiadas por Capital Riesgo. En esta nueva edición, hemos querido resaltar que estas afirmaciones se avalan con informes de impacto internacionales, que llegan a conclusiones similares y refuerzan la necesidad para la economía de un sector de capital riesgo sólido, activo y con recursos para invertir.

Estas referencias internacionales incluyen informes similares realizados por diferentes asociaciones de capital riesgo, tanto de Europa como de Estados Unidos, pero también trabajos publicados en revistas científicas por expertos académicos independientes. Antes de su publicación, cada trabajo es objeto de una evaluación anónima que cuestiona el enfoque, los datos y la metodología utilizados, asegurando la validez de los resultados alcanzados.

Al final del documento se recogen dos anexos que detallan los informes de asociaciones consultados y una extensa muestra de trabajos académicos que se han centrado en aportar evidencia válida del positivo efecto que el Capital Riesgo tiene sobre el tejido empresarial.

Desde una perspectiva internacional, el Informe 2012 destaca 7 razones principales por las cuales el Capital Riesgo es un mecanismo indispensable para el crecimiento económico:

1. Hace crecer las empresas
2. Crea empleo a un ritmo acelerado
3. Fomenta la inversión
4. Mejora la innovación
5. Permite una mayor internacionalización
6. Reduce la tasa de fracaso empresarial
7. Mejora la productividad

¡Son 7 buenas razones para seguir desarrollando este sector en España!

Aprovecho esta carta para agradecer al **Centro Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), Enisa y PwC** su apoyo y respaldo a esta publicación, y su confianza en ASCRI.

**Maite Ballester**  
Presidente



# ¿Qué es el Capital Riesgo?

El Capital Riesgo pretende la inversión en el capital de compañías no cotizadas con elevado potencial de crecimiento a medio-largo plazo. Esta inyección de capital se complementa con un valor añadido: asesoramiento ante problemas concretos, credibilidad frente a terceros, profesionalización de los equipos directivos, apertura a nuevos enfoques del negocio, experiencia en otros sectores, mercados o negocios, etc. Este “plus” es lo que hace al Capital Riesgo tan distinto.

**CAPITAL RIESGO = CAPITAL + APOYO EN LA GESTIÓN + EXPERIENCIA + CONTACTOS**

El objetivo final es que la empresa crezca, se revalorice, y el capital riesgo pueda desinvertir a medio-largo plazo su participación con una plusvalía. De esta forma, aporta financiación estable y liquidez a empresas que no tienen acceso al mercado de valores, incluyendo empresas de nueva creación, empresas en expansión o empresas maduras.

**EN ÉPOCAS EN LA QUE EL CRÉDITO BANCARIO A LAS EMPRESAS ES MUY ESCASO, EL CAPITAL RIESGO SE VUELVE AÚN MÁS IMPORTANTE, YA QUE ES CASI LA ÚNICA ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA MUCHAS EMPRESAS.**

# ¿Por qué es necesario apoyar e impulsar el Capital Riesgo?

Los gobiernos de muchos países respaldan y ayudan el desarrollo del Capital Riesgo porque numerosos informes internacionales, tanto los elaborados por consultoras como los desarrollados por académicos, muestran que este sector tiene efectos muy beneficiosos sobre la economía y el tejido empresarial de un país.

**EL CAPITAL RIESGO ESTIMULA LA ECONOMÍA: LAS EMPRESAS FINANCIADAS POR CAPITAL RIESGO CRECEN MÁS RÁPIDAMENTE, CREAN MÁS PUESTOS DE TRABAJO, INVIERTEN CON MÁS FUERZA, SON MÁS SÓLIDAS, COMPETITIVAS E INTERNACIONALES, QUE COMPAÑÍAS QUE NO HAN RECIBIDO ESTE TIPO DE APORTACIÓN.**

## ¿Por qué evolucionan mejor las empresas financiadas por Capital Riesgo?

A priori, el mayor crecimiento constatado (en empleo, facturación, inversión, innovación...) en las empresas apoyadas por el Capital Riesgo debe atribuirse a tres variables:

**MAYOR CRECIMIENTO = SELECCIÓN DE EMPRESAS + FINANCIACIÓN + APORTACIÓN DE VALOR**

# ¿Por qué es necesario apoyar e impulsar el Capital Riesgo?

¿Las empresas participadas evolucionan mejor porque eran mejores antes de la entrada del inversor? ¿O porque el Capital Riesgo ha aportado a las empresas valor más allá de la aportación financiera?

Pocos son los trabajos académicos que han afrontado esta difícil cuestión, por la dificultad metodológica que entraña. Si nos apoyamos en la experiencia americana, los tres factores permiten explicar la mejor evolución de las empresas (ver Chemmanur, Krishnan, y Nandy, 2011). Sin embargo, son varios los trabajos realizados en Europa que ponen de manifiesto que el valor añadido por los inversores, en unión con la financiación aportada, es el que mejor explica la positiva evolución de la empresa frente a otras que eran similares antes de la entrada del inversor.

En este sentido, resulta relevante el estudio de Hsu (2004), que pone de manifiesto que los empresarios valoran muy positivamente la contribución no financiera de los inversores de Capital Riesgo, aceptando no elegir al inversor que hace la oferta más elevada en términos puramente financieros, sino la del inversor más valorado. Esto concuerda con afirmaciones como las siguientes:

**“HEMOS CRECIDO MUCHO MÁS RÁPIDO QUE LO QUE HUBIÉRAMOS PODIDO SIN EL INVERSOR DE CAPITAL RIESGO” (THORSTON REUBER, CEO DE TEUFEL SPEAKERS, COMPAÑÍA QUE HA SIDO PARTICIPADA POR RIVERSIDE Y HG CAPITAL).**

**“SOY UN GRAN DEFENSOR DEL CAPITAL RIESGO: HOY EN DÍA ES CASI LA ÚNICA FORMA DE FINANCIAR EL CRECIMIENTO DE UNA EMPRESA, Y EN EL CASO DE LÉKUÉ, EL CAPITAL RIESGO HA SIDO UN GRAN COMPAÑERO DE VIAJE” (XAVIER COSTA, DIRECTOR GENERAL DE LÉKUÉ, PARTICIPADA POR ESPIGA CAPITAL).**

# ¿En que tipo de empresas invierte el Capital Riesgo?

El Capital Riesgo invierte en todo tipo de compañías, en cualquiera de sus fases de desarrollo y en cualquier sector.

Al igual que existen empresas muy diferentes en tamaño, actividad o fase de desarrollo, también existen entidades de Capital Riesgo muy distintas. Unas invierten en empresas que están arrancando. Otras en empresas en expansión y otras en empresas aún más consolidadas. Algunas se especializan por sectores, otras no. Algunas entidades de capital riesgo prefieren invertir importes elevados en pocas empresas. Otras prefieren invertir importes pequeños en muchas empresas. Esta diversidad hace que el Capital Riesgo pueda llegar a un gran número de empresas muy distintas, fluyendo el capital de forma adecuada y "regando" el tejido empresarial.

**MÁS DEL 95% DE LAS EMPRESAS FINANCIADAS POR CAPITAL RIESGO EN EUROPA HAN RECIBIDO SU APOYO CUANDO MÁS LO NECESITABAN: AL NACER, ARRANCAR O EN EL MOMENTO CRUCIAL DE SU DESARROLLO.**

# ¿En que tipo de empresas invierte el Capital Riesgo?

Cuadro 1: El Capital Riesgo invierte en empresas en fases evolutivas muy distintas

PAÍS	NUMERO DE EMPRESAS FINANCIADAS 2011	% DE EMPRESAS EN FASE
España	886	37% en semilla y arranque 58,5% en expansión 3,3% en empresas consolidadas 1,2% replacement y otras
Francia	1.694	27% en semilla y arranque 54,3% en expansión 16% en empresas consolidadas 2,7% replacement y otras
Reino Unido	1.048	27,7% en semilla y arranque 43,9% en expansión 24,2% en empresas consolidadas 4,2% replacement y otras
Europa	4.816	46,6% en semilla y arranque 38,1% en expansión 13% en empresas consolidadas 2,3% replacement y otras

Fuente: Europa (EVCA), Francia (AFIC), Reino Unido: (BVCA), España: (ASCRI/webcapitalriesgo)

Nota: La estadística europea se centra en operaciones mas bien grandes y no cubre el mercado en su totalidad mientras que los datos de las Asociaciones Nacionales de Capital Riesgo (ASCRI, AFIC y BVCA) sí que tienen en cuenta tanto el rango inferior como superior.

**EL 83% DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS POR ESTA INDUSTRIA SON PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS; ACTUALMENTE, MÁS DE 22.000 PYMES EUROPEAS ESTÁN FINANCIADAS POR CAPITAL RIESGO, LO QUE HA SUPUESTO UNA INYECCIÓN DE CAPITAL DE 10.800 MILLONES DE EUROS EN ELLAS EN 2010.**

# ¿En que tipo de empresas invierte el Capital Riesgo?

Las pequeñas y medianas empresas forman un enorme y diverso colectivo, y dentro de este colectivo se encuentran los "campeones del mañana". Pero para llegar a ser campeones, la mayoría de ellos necesitan ayuda. Una ayuda no solo financiera, necesitan un socio que se comprometa a aportar tiempo, esfuerzos, estrategia, contactos, habilidades, ... es decir valor.

La vocación inversora en pymes se ilustra con el peso de las empresas participadas por tamaños en:

## Francia:

Aproximadamente unas 5.000 empresas están actualmente participadas por Capital Riesgo:

- El 74% de estas empresas son Pymes<sup>1</sup>
- El 24% son ETI (Empresas de Tamaño Intermedio)<sup>2</sup>
- El 2% son Grandes Empresas<sup>3</sup>

## España:

Unas 3.530 empresas están actualmente participadas por Capital Riesgo:

- El 91 % son Pymes
- El 5% son ETI
- El 4% son Grandes empresas

**LAS PYME REPRESENTAN EL 99% DE LAS EMPRESAS EUROPEAS, Y PROPORCIONAN 2 DE CADA 3 EMPLEOS EN EL SECTOR PRIVADO.**

<sup>1</sup> Empresas con menos de 250 asalariados y menos de 50M€ de facturación.

<sup>2</sup> Empresas de tamaño intermedio que cuentan entre 250 y 5.000 asalariados y facturan más de 50 millones de euros

<sup>3</sup> Empresas que cuentan con más de 5.000 asalariados y facturan más de 1.500 millones de euros

# Resumen del Impacto del Capital Riesgo en las empresas

Todos los economistas y políticos coinciden en que, para que la economía mundial mejore, es necesario contar con un tejido empresarial compuesto de empresas de mayor tamaño, más sólidas, que creen empleo, que inviertan en innovación, que sean internacionales, competitivas y eficaces.

**LOS TRABAJOS ACADÉMICOS INDEPENDIENTES AVALAN LOS POSITIVOS RESULTADOS OBTENIDOS EN LOS INFORMES PUBLICADOS POR DIFERENTES ASOCIACIONES NACIONALES Y CONSULTORAS INTERNACIONALES, CONFIRMANDO EL POSITIVO IMPACTO DEL CAPITAL RIESGO SOBRE EL CRECIMIENTO, EL EMPLEO, LA INNOVACIÓN, LA INTERNACIONALIZACIÓN, EL MENOR FRACASO EMPRESARIAL Y LA PRODUCTIVIDAD.**

## **El Capital Riesgo hace crecer a las empresas**

Es de sobra conocido que para que nuestras pymes puedan competir en el mercado global, deben adquirir un mayor tamaño.

**ESTA ES UNA DE LAS PRINCIPALES Y MÁS HABITUALES CONCLUSIONES DE LA MAYORÍA DE LOS INFORMES DE IMPACTO EN LOS DISTINTOS PAÍSES: EL CAPITAL RIESGO CONSIGUE MULTIPLICAR EL VOLUMEN DE FACTURACIÓN Y EL RESULTADO BRUTO DE SUS PARTICIPADAS. POR OTRO LADO, LAS OPERACIONES DE “BUILD UP”, COMUNES EN ESTE SECTOR, ACELERAN EL PROCESO DE CRECIMIENTO DEL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS.**

## **El Capital Riesgo contribuye a la creación de empleo**

**EN LAS EMPRESAS RESPALDADAS POR CAPITAL RIESGO LA CREACIÓN DE EMPLEO SE MULTIPLICA HASTA 10 VECES, SEGÚN LA FASE DE DESARROLLO DE LA EMPRESA. CUANTO MÁS JOVEN SEA LA EMPRESA, MAYOR ES LA CREACIÓN DE EMPLEO.**

# Resumen del Impacto del Capital Riesgo en las empresas

## El Capital Riesgo fomenta la inversión

**EL CAPITAL RIESGO ACELERA LA INVERSIÓN EN ACTIVOS TANGIBLES E INTANGIBLES, CONTRIBUYENDO A QUE LA INVERSIÓN PUEDA CRECER MÁS ALLÁ DE LO QUE PODRÍA SI LA EMPRESA SE FINANCIASE SÓLO CON LOS RECURSOS GENERADOS INTERNAMENTE.**

## El Capital Riesgo piensa en “futuro”, invirtiendo en innovación

**AUMENTA SIGNIFICATIVAMENTE EL NÚMERO DE PATENTES REGISTRADAS EN EMPRESAS FINANCIADAS POR CAPITAL RIESGO; Y LOS PRODUCTOS DE DICHAS EMPRESAS LLEGAN AL MERCADO CON MAYOR RAPIDEZ. SECTORES INNOVADORES COMO MEDICINA, BIOTECNOLOGÍA Y ENERGÍA HAN MOSTRADO CRECIMIENTOS MÁS ELEVADO DEL EMPLEO Y DEL VOLUMEN DE FACTURACIÓN QUE LOS DEMÁS SECTORES.**

## El Capital Riesgo acelera la internacionalización

Las empresas ya no pueden ser “locales” sino “globales”, deben tener acceso a los mercados internacionales si quieren subsistir y crecer.

**LA EXPERIENCIA EN INTERNACIONALIZACIÓN, LOS CONTACTOS Y LA MENOR AVERSIÓN AL RIESGO DE LOS INVERSORES EN CAPITAL RIESGO PERMITE QUE LAS EMPRESAS DEN EL PASO NECESARIO PARA CONVERTIRSE EN GLOBALES.**



# Resumen del Impacto del Capital Riesgo en las empresas

**El Capital Riesgo reduce la tasa de fracaso empresarial**

**EXISTE UNA DIFERENCIA SIGNIFICATIVA EN EL PORCENTAJE DE EMPRESAS FALLIDAS: EL CAPITAL RIESGO CONSIGUE EMPRESAS MÁS SÓLIDAS Y CON MÁS POSIBILIDADES DE SOBREVIVIR EN EL TIEMPO.**

**El Capital Riesgo mejora la productividad**

**LAS MEJORAS INTRODUCIDAS POR EL CAPITAL RIESGO SE TRADUCEN EN UN INCREMENTO DE LA PRODUCTIVIDAD Y LA EFICIENCIA DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS.**

**El Capital Riesgo es un inversor socialmente responsable**

**TIENE VOCACIÓN DE EXCELENCIA, ES UN INVERSOR RESPONSABLE QUE TRATA DE MAXIMIZAR LA RENTABILIDAD FINANCIERA Y NO FINANCIERA.**

Un ejemplo de cómo el Capital Riesgo genera un impacto económico y social en las empresas en las que invierte es el caso de Green Power Technologies participada por CDTI entre 2004 y 2009. Durante este periodo, el número de empleados pasó de 7 a 103 y las ventas aumentaron desde los 0,27 a los 25 millones de euros. El nivel de gasto en I+D normalmente elevado en la compañía, alcanzó en 2009 su máximo nivel con 1,64 millones de euros. Uno de los ejes de crecimiento fue la internacionalización de la compañía, lo que se tradujo en actuaciones concretas para entrar en los mercados de países como Costa Rica, Senegal, China, Estados Unidos, Reino Unido, Marruecos y Chile, entre otros.

# 1

## El Capital Riesgo hace crecer las empresas

Uno de los problemas de muchas empresas es que son demasiado pequeñas para poder sobrevivir y competir en un mercado global: nuestras pymes deben crecer.

Este crecimiento puede hacerse de dos formas distintas gracias al Capital Riesgo: haciendo crecer las ventas, facturación, EBITDA...; o bien con operaciones *build up*, es decir, cuando una empresa consigue ganar tamaño mediante la adquisición de una o varias compañías, reduciendo la fragmentación de su sector.

En el primer caso, todos los trabajos académicos publicados (**Alemania**- Engel, 2002; **EEUU** - Jain y Kini, 1995; Dávila, Foster y Gupta, 2003; **Italia**- Bertoni, Colombo y Grilli, 2011; **España** - Alemany y Martí, 2005; entre otros) llegan a la misma conclusión: Tras la entrada del inversor de Capital Riesgo, la facturación de estas empresas crece significativamente más que en empresas similares no apoyadas por el Capital Riesgo.

Esta conclusión respalda los valores observados en estudios publicados por diversas asociaciones nacionales, como:

- En **Francia**, el informe de AFIC publicado en 2010 encuentra que, en Francia, la facturación de las pymes participadas por Capital Riesgo crece a un ritmo del **9,8%**, frente al **3,2%** en las no participadas por Capital Riesgo.
- En el **Reino Unido** (BVCA, 2008), las ventas de las empresas financiadas por Capital Riesgo crecieron en el periodo 2001–2007 una media del **8%** por año, superando a las empresas que componen el FTSE 100<sup>4</sup> (**6%** anual) y a las integradas en el FTSE mid-250<sup>5</sup> (**5%** anual).
- En **Italia** (AIFI, 2008) se repiten estos resultados tanto en las inversiones de *Venture Capital* como las realizadas en empresas maduras. En el periodo de estudio (1999-2006), en las primeras los ingresos crecieron a un ritmo del **21%** anual, frente al **5,7%** del grupo de control. En el caso de las operaciones de *buyout*, los ingresos de las primeras aumentaron un **13,1%** mientras que en el grupo de control tan solo lo hicieron un **5,3%**.
- En el caso de **España** (ASCRI, 2011), y en un periodo que incluye el primer año de crisis (2005-2008), los crecimientos medios anuales de las ventas registrados en las participadas por el Capital Riesgo fueron superiores al **8%** frente a descensos del **-7,7%** del grupo de empresas comparables.

---

<sup>4</sup> Este índice lo componen los 100 principales valores de la bolsa de Londres. Los valores ponderan por el criterio de capitalización y se revisan trimestralmente.

<sup>5</sup> Índice bursátil compuesto por las empresas más grandes cotizadas en la bolsa de Londres seleccionadas trimestralmente de la 101 a la 350.

# El Capital Riesgo hace crecer las empresas

Una de las causas del mayor crecimiento es que la inversión de Capital Riesgo **acelera el proceso de introducción de nuevos productos**. En **EEUU**, Hellmann y Puri (2000) encuentran evidencia de que las empresas que reciben Capital Riesgo llevan su primer producto 1,88 veces más rápido al mercado que las empresas no participadas, aumentando hasta 3,37 veces en las empresas más innovadoras apoyadas con Capital Riesgo.

Pero el crecimiento de la facturación no sólo se produce en las más jóvenes, sino también en empresas consolidadas, tanto en el **Reino Unido** (Cressi, Munari y Malipiero, 2007) como en **Francia** (Boucly, Sraer y Thesmar, 2011) o en **Suecia** (Bergström, Grubb y Jonsson, 2007).

**LA FACTURACIÓN DE ESTAS EMPRESAS CRECE SIGNIFICATIVAMENTE MÁS QUE EN EMPRESAS QUE NO TUVIERON ACCESO A ESTA FUENTE DE FINANCIACIÓN.**

Las operaciones *build up* son habituales para el Capital Riesgo. Además de aportar financiación colaboran en los complejos procesos de adquisición e integración. Con ello se gana "músculo" para acceder a nuevos mercados, exportar y ser más competitivos. En los últimos años, este tipo de operaciones han jugado un importante papel en España para reducir la excesiva fragmentación existente en la mayoría de nuestros sectores productivos. A partir de operaciones como la realizada en 1991 en el Parque de Atracciones de Madrid por Vista Capital de Expansión, Mercapital y Apax, tres oleadas de inversores de Capital Riesgo a lo largo del tiempo han permitido crear el tercer grupo de ocio a escala mundial (Parques Reunidos). Actuaciones similares de inversores de Capital Riesgo, algunas con origen en empresas en fase de expansión, han permitido crear empresas de referencia y con importante presencia internacional en sectores muy diversos, como hoteles (AC Hoteles, Occidental Hoteles), restauración (Grupo Zena), servicios de seguridad (Segur Ibérica), fabricación de envases (Mivisa), distribución (Dinosol), agencias de viajes (edreams, Orizonia), inspección de vehículos (ITVelesa, Atisae), inspecciones técnicas (Applus+), energías renovables (Cesa, Eolia), atención médica (Capiro, Quirón, USP), transporte (Avanza), comunicaciones (Ono), y un largo etcétera.

# 2

## El Capital Riesgo contribuye a la creación de empleo

Las empresas participadas por Capital Riesgo tienen unos ritmos de crecimiento de empleo muy superiores a los de las empresas que no accedieron a este tipo de financiación, especialmente en las empresas en fases iniciales y en sectores tecnológicos.

Las distintas Asociaciones de Capital Riesgo europeas y norteamericanas han demostrado en sus informes de impacto este dato tan relevante a nivel económico y social. A modo de ejemplo, estas son algunas conclusiones:

- En el **Reino Unido** (BVCA, 2008), mientras que las empresas participadas por Capital Riesgo aumentaron las plantillas en una media anual del **8%**, las empresas que componen el FTSE 100 y el FTSE mid-250 lo hicieron en una media del **0,4%** y **3%**, respectivamente.

**EN TÉRMINOS AGREGADOS, LA CARTERA DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS POR CAPITAL RIESGO EN REINO UNIDO EMPLEA A MÁS DE 3 MILLONES DE PERSONAS, CIFRA QUE EQUIVALE A UN 21% DEL TOTAL DE TRABAJADORES EN EL SECTOR PRIVADO.**

- En **Italia**, según la Asociación Italiana (AIFI, 2008), en el caso de las empresas maduras participadas por Capital Riesgo el crecimiento del empleo se situó en torno al **5,9%** anual mientras que sus comparables lo hicieron a una tasa del **-0,5%**. En el caso de las empresas en fases iniciales la brecha fue aún mayor y el crecimiento del empleo de las empresas participadas por Capital Riesgo se situó en el **10,7%**, en promedio, frente al **-0.6%** registrado en las comparables.
- En **Alemania** (BVK, 2005), el empleo de las empresas invertidas por Capital Riesgo, en los cuatro años de estudio, el promedio de crecimiento anual osciló entre el **2%** y el **11%**, mientras que en ese mismo periodo el número de personas inscritas en la seguridad social **cayó un 5,7%**.

**EN EL CONJUNTO DE EUROPA (EVCA, 2005), LAS ENTIDADES DE DE CAPITAL RIESGO CREARON UN MILLÓN DE NUEVOS PUESTOS DE TRABAJO EN EL PERIODO 2000-2004. ESTE DATO EQUIVALE A UNA TASA DE CRECIMIENTO DEL 5,4% ANUAL, VALOR MUY SUPERIOR A LA TASA DE CREACIÓN DE EMPLEO DEL CONJUNTO DE LA UNIÓN EUROPEA, SITUADA EN EL 0,7% SEGÚN EUROSTAT.**

# El Capital Riesgo contribuye a la creación de empleo

# 2

Este crecimiento se dispara en el caso de las empresas que están comenzando su actividad. Las empresas europeas financiadas por el Capital Riesgo en fases iniciales crearon empleo a una tasa media del **30,5%** anual. Los sectores que más contribuyeron a este aumento fueron: biotecnología y servicios y productos médicos. En la inversión en las *spinoffs* universitarias la creación de empleo creció un 62% anual.

**SEGÚN LA ASOCIACIÓN EUROPEA (EVCA, 2002), CADA EMPRESA EN FASE SEMILLA O ARRANQUE RESPALDADA POR CAPITAL RIESGO CREÓ UNA MEDIA DE 46 NUEVOS PUESTOS DE TRABAJO TRAS LA ENTRADA DEL INVERSOR DE CAPITAL RIESGO.**

# 2

## El Capital Riesgo contribuye a la creación de empleo

- En **Estados Unidos**, según la Asociación Norteamericana de Private Equity (PEGCC, 2008), en un estudio centrado en empresas maduras en las que se llevaron a cabo operaciones de Capital Riesgo de gran dimensión, la creación de nuevos empleos para estas empresas aumentó al cabo de 4 años un **13,8%**, frente al **6,7%** del conjunto de la economía. Para las empresas norteamericanas en fases semilla o arranque financiadas por Capital Riesgo, el mejor comportamiento del empleo se produce independientemente de la fase del ciclo económico. Según la Asociación de Venture Capital Norteamericana (NVCA, 2007), entre 2003 y 2005 la plantilla de trabajadores de las participadas por Capital Riesgo crecía a una tasa media anual del **4,1%** frente al **1,3%** del empleo nacional. En el periodo recesivo 2008-2010, el empleo de la cartera de Capital Riesgo caía un **-2%** mientras que la tasa nacional se situaba en el **-3,1%** (NVCA, 2011).
- En el caso de **España** (ASCRI, 2011), los resultados son especialmente contundentes, tanto en términos absolutos como relativos. 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 crecía a una tasa negativa del **-4,4%**.

**LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS PARTICIPADAS POR CAPITAL RIESGO AUMENTARON EN TRES AÑOS SU PLANTILLA EN 7.771 TRABAJADORES<sup>6</sup>, MIENTRAS QUE LAS EMPRESAS DEL GRUPO DE CONTROL TERMINARON EL PERIODO CON 941 TRABAJADORES MENOS.**

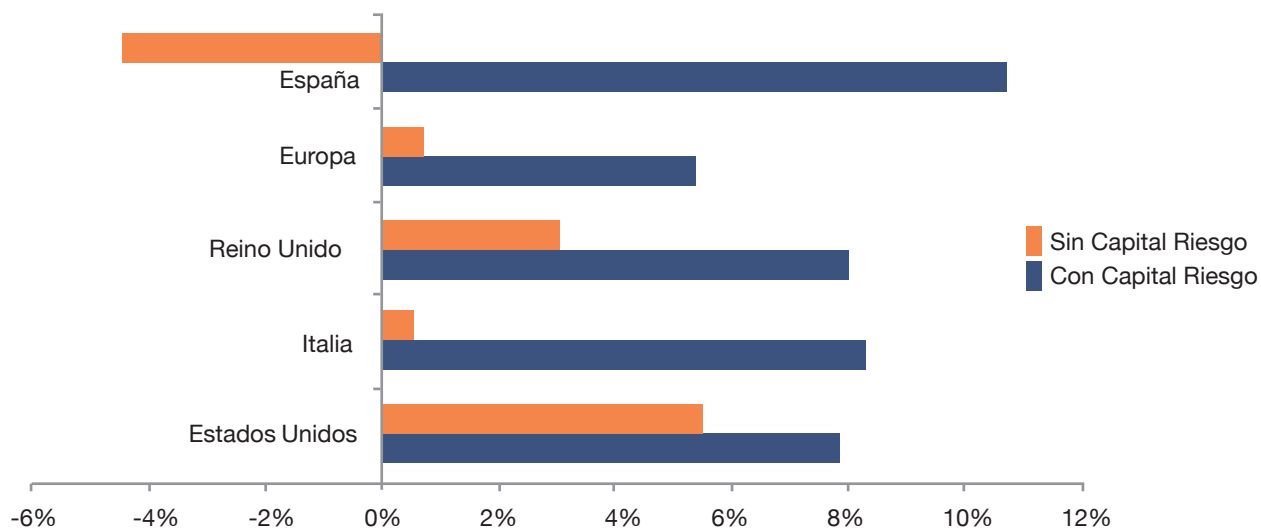
<sup>6</sup> Este dato se refiere sólo a 171 empresas identificadas como receptoras de capital riesgo que participaron en el estudio, las cuales se compararon con un grupo de 171 compañías (del mismo tamaño, sector, actividad y fase) que no habían sido participadas por Capital Riesgo.

# El Capital Riesgo contribuye a la creación de empleo

# 2

La validez de estas conclusiones la certifican diversos estudios académicos y científicos: En términos agregados, Wasmer y Weil (2000), centrándose en 20 países de la OCDE, encontraron una relación positiva entre el peso de la inversión de Capital Riesgo sobre el PIB y el empleo, y posteriormente, Belke, Fehn y Foster (2006) confirmaron esta conclusión al considerar también la fase de desarrollo de las empresas participadas. En EEUU, Puri y Zarutskie (2012) afirman que el empleo global de las empresas que recibieron Capital Riesgo representaba el 2,7 - 2,8% del total entre 1981 y 1985, aumentando su peso hasta un rango entre el 5,3% y el 7,3% entre 2001 y 2005.

Gráfico 1: Crecimiento medio del empleo en Europa y Estados Unidos



Fuente: Para Europa: EVCA, 2002 (periodo 2000-2004). Reino Unido: BVCA, 2008 (periodo 2001-2007). Francia: AIFI, 2008 (periodo 1999 - 2006). España: ASCRI, 2011 (periodo 2005-2008). Estados Unidos: PEGCC, 2008 (periodo 2002-2007)

# 3

## El Capital Riesgo fomenta la inversión

Los estudios académicos han ido más allá del crecimiento de ventas y empleo, comprobando que las empresas participadas invierten más y, lo que es más importante, su actividad inversora deja de estar condicionada por la capacidad de generar recursos internamente:

- En **Francia** y el **Reino Unido**, Engel y Stiebale (2009) estudian el nivel de inversión y la dependencia de ésta con respecto a los recursos generados internamente en empresas en fase de expansión en el periodo 1998-2007. En Francia, la muestra consta de 18.085 empresas, de las que 1.434 recibieron capital riesgo en fase de expansión. En el Reino Unido, la muestra consta de 7.543 empresas, de las que 564 estaban en fase de expansión.

**EN SUS RESULTADOS ENCUENTRAN QUE, EN AMBOS PAÍSES, LAS EMPRESAS QUE RECIBEN CAPITAL RIESGO INVIERTEN MÁS DESPUÉS DE LA ENTRADA DEL INVERSOR Y, ADEMÁS, REDUCEN LA DEPENDENCIA DE LA INVERSIÓN CON RESPECTO A LA GENERACIÓN INTERNA DE RECURSOS.**

- En **Italia**, Bertoni, Colombo y Croce (2010) estudian la evolución de 379 empresas de base tecnológica, de las que 52 recibieron capital riesgo.

**SUS RESULTADOS MUESTRAN QUE ESTAS ÚLTIMAS TIENEN UNA TASA DE INVERSIÓN SUPERIOR QUE LAS NO PARTICIPADAS POR CAPITAL RIESGO Y, ADEMÁS, LA ENTRADA DEL INVERSOR DE CAPITAL RIESGO SUPONE UNA REDUCCIÓN DE LA DEPENDENCIA ENTRE LA INVERSIÓN Y SU CAPACIDAD DE GENERAR RECURSOS INTERNAMENTE.**

- En España, Bertoni, Ferrer y Martí (2012) analizan la evolución de la inversión y la existencia de restricción financiera en 246 empresas en expansión pertenecientes a sectores de media y baja tecnología que recibieron Capital Riesgo entre 1995 y 2004.

**EN SUS RESULTADOS DESCUBREN QUE SU ACTIVIDAD INVERSORA DEJA DE ESTAR LIMITADA POR LA CAPACIDAD DE GENERAR RECURSOS INTERNAMENTE, COMO OCURRÍA ANTES DE LA ENTRADA DEL INVERSOR.**



# El Capital Riesgo fomenta la inversión

# 3

La evidencia cuantitativa se extrae del estudio que publicó ASCRI en 2011 sobre el impacto del Capital Riesgo en **España**. En el período 2005-2008, los activos totales registraban aumentos del **13%** anual en las empresas apoyadas por el Capital Riesgo frente a una disminución del **-3,4%** para el grupo de control. En el caso de los activos inmateriales, las diferencias se acentúan con un aumento del **33,9%** medio anual en las primeras frente a la disminución del **-16,7%** de las segundas.

**EL CAPITAL RIESGO LIBERA A LAS EMPRESAS DE LA DEPENDENCIA EXISTENTE ENTRE SU NIVEL DE INVERSIÓN Y SU CAPACIDAD DE GENERACIÓN INTERNA DE CAJA.**

# 4

## El Capital Riesgo piensa en “futuro”, invirtiendo en innovación

La inversión que realiza el Capital Riesgo dirigiéndose a empresas que se encuentran en sus primeras fases en sectores tecnológicos es cada vez mayor. En 2011, en España se financiaron a través de la inversión de Venture Capital un total de 581 empresas tecnológicas, de las que 417 se encontraban en una fase inicial en su actividad. Gracias a esta inyección de capital, los distintos estudios de impacto revisados revelan el crecimiento que experimentan las principales variables económicas de estas compañías y en concreto su impulso en inversión en I+D y, en consecuencia, en innovación.

En **EEUU**, Kortum y Lerner (2000) comprueban que existe una clara relación entre la inversión en I+D financiada por capital riesgo y el número de patentes registradas: 1\$ invertido en I+D por una entidad de capital riesgo es **3 veces más efectivo** que 1\$ invertido por una corporación.

En **Alemania**, Tykvová (2000) demuestra que las patentes que provienen de empresas participadas por Capital Riesgo son **1,5 veces más citadas** que las patentes de las empresas no participadas y que **son más valoradas** (son 4 veces más objeto de litigio). De igual modo, aumenta el registro de patentes:

**UN AUMENTO DEL 100% DEL IMPORTE INVERTIDO EN CAPITAL RIESGO AUMENTARÍA EL NÚMERO DE PATENTES EN UN 12%, Y UN AUMENTO SIMILAR DEL NÚMERO DE EMPRESAS PARTICIPADAS INCREMENTARÍA EL NÚMERO DE PATENTES EN UN 21%.**

# El Capital Riesgo piensa en “futuro”, invirtiendo en innovación

# 4

En **Alemania**, Engel y Keilbach (2007) confirman que las empresas que recibieron Capital Riesgo registraron más patentes y crecieron más que las empresas no participadas por Capital Riesgo.

En **Italia**, Bertoni, Croce y D'Adda (2010) comparan la actividad de registro de patentes en 351 empresas, de las que 33 recibieron Capital Riesgo, encontrando que no era diferente antes de la entrada del inversor, pero una vez que eran invertidas por el Capital Riesgo aumentaba su actividad de registro de patentes frente al resto.

En el **Reino Unido**, según la BVCA (2008), las empresas invertidas por el *Venture Capital*, incrementaron su inversión anual en un 14% y el gasto de I+D creció un 12%, frente a unos incrementos anuales a nivel nacional del 3% y el 1%, respectivamente.

En **Europa**, según la EVCA (2002), más de la mitad de las inversiones de Capital Riesgo en empresas que se encontraban en fase semilla y arranque, a partir de la entrada del inversor de Capital Riesgo multiplicaron por 4 su inversión en I+D y como media de la muestra el incremento de este gasto se situó en 370%.

**LA INVERSIÓN EN I+D FINANCIADA POR CAPITAL RIESGO AUMENTA LA GENERACIÓN DE PATENTES, ASÍ COMO SU CALIDAD. UN EJEMPLO DE ESTA AFIRMACIÓN ES LA COMPAÑÍA ESPAÑOLA FRACTUS (PARTICIPADA POR ENISA), QUE DIRIGIÓ GRAN PARTE DE LA FINANCIACIÓN DE CAPITAL RIESGO HACIA LA INVERSIÓN EN I+D, GENERANDO MÁS DE 500 PATENTES Y SOLICITUDES DE PATENTES EN EUROPA, AMÉRICA Y ASIA. ESTE ESFUERZO POSICIONÓ A FRACTUS COMO LA SEGUNDA ENTIDAD ESPAÑOLA, SÓLO SUPERADA POR EL CSIC, EN EL *RANKING* POR PATENTES PRESENTADAS EN ESTADOS UNIDOS EN EL PERIODO 2004-2008.**

# 5

## El Capital Riesgo acelera la internacionalización

La internacionalización de las empresas se ha convertido en un requisito fundamental para poder competir en una economía cada vez más globalizada. La financiación de Capital Riesgo responde a esta necesidad apoyando a empresas, tanto pequeñas como maduras, no sólo en impulsar las exportaciones de bienes y servicios, sino también en el complejo proceso de implantarse en otros mercados.

En el ámbito académico son varias las investigaciones que han estudiado el efecto del Capital Riesgo en la internacionalización de las empresas en las que ha invertido.

En **Suecia**, George, Wiklund y Zahra (2005) encuentran una relación positiva entre la presencia de accionistas externos (Capital Riesgo) y el grado de internacionalización de una empresa.

**LOS ACCIONISTAS INTERNOS TIENDEN A MOSTRAR UNA MAYOR AVERSIÓN AL RIESGO QUE SUPONE LA EXPOSICIÓN INTERNACIONAL QUE LOS PROFESIONALES DE CAPITAL RIESGO.**

En **EEUU**, Zahra, Neubaum y Naldi (2007) concluyen que:

**LAS HABILIDADES PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA MEJORAN CON LA PRESENCIA DE LOS INVERSORES DE CAPITAL RIESGO Y EN LOS CASOS EN LOS QUE LOS DIRECTIVOS TIENEN PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL.**

# El Capital Riesgo acelera la internacionalización

# 5

Estas conclusiones se demuestran y cuantifican en alguno de los estudios publicados por distintas Asociaciones de Capital Riesgo:

- En el **Reino Unido** (BVCA, 2007), las exportaciones de la cartera de participadas por el Capital Riesgo crecieron en torno a un **10%** medio anual, que contrasta con el **4%** registrado en el conjunto de la economía.
- Para **Europa** (EVCA, 2002), se comprobó que la internacionalización de las empresas participadas por Capital Riesgo en sus primeras etapas se producía por dos vías: Por una parte, creció el número de empresas en fases semilla y arranque con exportaciones, pasando del **37%** en el año de la entrada del inversor de Capital Riesgo al **60%**, al cabo de 5 años. En el mismo periodo de estudio, también creció un 78% el volumen de sus exportaciones, pasando de representar el 17,2% al 30,6% de su facturación. Estos buenos resultados también se produjeron en las empresas en expansión, en las que un **72%** exportaba a los cinco años de la entrada del inversor de Capital Riesgo, frente al **55%** que lo hacía en el momento de la entrada del inversor, aumentando un 38% el volumen exportado.
- En **Canadá** (CVCA, 2009), las empresas participadas por el Venture Capital exportan el 70% de sus ventas, 4 veces más que el ratio de exportación (17%) de todo el sector privado de la economía canadiense.

**“ADD ES LA TERCERA EMPRESA ESPAÑOLA PARTICIPADA DE LA CARTERA DE ADARA VENTURE PARTNERS QUE SE INSTALA EN SILICON VALLEY Y ES ADQUIRIDA POR UNA EMPRESA DE ALLÍ, LO QUE DEMUESTRA LA VIABILIDAD DE CREAR Y DESARROLLAR EMPRESAS TECNOLÓGICAS COMPETITIVAS A NIVEL INTERNACIONAL DESDE ESPAÑA Y EN EUROPA. ESTE EJEMPLO ES REFLEJO DE NUESTRA MISIÓN: INVERTIR EN EQUIPOS ESPAÑOLES INNOVADORES, APALANCANDO LA ALTA CALIDAD DE LA INNOVACIÓN EN NUESTRO PAÍS E IMPULSANDO SU INTERNACIONALIZACIÓN PARA LOGRAR PRESENCIA SIGNIFICATIVA EN UNO DE LOS ECOSISTEMAS TECNOLÓGICOS MUNDIALES COMO ES SILICON VALLEY”.**  
**(ADARA VENTURE PARTNERS)**

**EL CAPITAL RIESGO FOMENTA LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS.**

# 6

## El Capital Riesgo reduce la tasa de fracaso empresarial

Dentro de las investigaciones sobre el impacto del Capital Riesgo llevadas a cabo no son muchas las que se han centrado en estudiar la supervivencia de empresas. Sin embargo, aquellas que han tratado este tema llegan a la misma conclusión:

**LA ESPERANZA DE VIDA DE LAS NUEVAS EMPRESAS ES MUCHO MAYOR SI FUERON FINANCIADAS POR CAPITAL RIESGO.**

En **EEUU**, Puri y Zarutskie (2012) comparan una muestra de 10.349 empresas participadas por entidades de capital riesgo, a lo largo de 25 años, con un grupo de control de empresas que eran similares en el momento de la entrada del inversor. En su análisis comprueban que:

**EXISTE UNA DIFERENCIA SIGNIFICATIVA EN EL PORCENTAJE DE EMPRESAS FALLIDAS, ESTIMÁNDOSE EN EL 24,1% PARA EL PRIMER GRUPO Y EL 50,9% PARA EL SEGUNDO UNA VEZ PASADOS CINCO AÑOS DESDE LA ENTRADA DEL INVERSOR. AL DÉCIMO AÑO, LA DIFERENCIA EN LA PROBABILIDAD ACUMULADA ES TAMBIÉN SIGNIFICATIVA, ESTIMÁNDOSE EN EL 31,6% PARA LAS PARTICIPADAS POR CAPITAL RIESGO Y EL 61,6% PARA LAS NO PARTICIPADAS.**

En **España**, el informe de impacto publicado por ASCRI (2010) demostró:

La mortandad de las empresas nuevas participadas por Capital Riesgo representaba un 6%, mientras que las empresas nuevas que no habían recibido financiación de Capital Riesgo mostraban unas tasas de mortandad superior al 60%, una vez pasados tres años desde el inicio de la actividad.

Para las empresas financiadas por **Venture Capital** en el **Reino Unido** (BVCA, 2007), más del 90% consideran que han sobrevivido gracias al Capital Riesgo. En el caso de las empresas europeas respaldadas por financiación de Venture Capital (EVCA; 2002) el 95% de las empresas encuestadas considera que sin el Capital Riesgo se habrían desarrollado de forma más lenta y el 60% incluso opina que ya no existirían.

# El Capital Riesgo mejora la productividad

# 7

A través del análisis de la productividad es posible cuantificar el valor añadido por los inversores de Capital Riesgo, más allá del necesario apoyo financiero. Por ello, aunque el indudable efecto sobre el crecimiento ya justifica *per se* el papel del Capital Riesgo, por su contribución en la cobertura del llamado *gap* de financiación de las empresas más pequeñas, algunos trabajos académicos van más allá, analizando la mejora de esta variable:

En **EEUU**, Chemmanur, Krishnan, y Nandy (2011) analizan la eficiencia, medida a través de la productividad total de los factores (TFP), en una gran muestra de empresas industriales no cotizadas apoyadas y no apoyadas por capital riesgo entre 1972 y 2000. La muestra está formada por unas 1.800 empresas que recibieron Capital Riesgo y su grupo de control correspondiente. En sus resultados encuentran que la eficiencia aumenta significativamente más en las empresas respaldadas por Capital Riesgo a partir de la inversión.

En el **Reino Unido**, Harris, Siegel y Wright (2005) investigan el aumento de productividad, desde la perspectiva de la planta industrial, en las operaciones de MBOs. En sus resultados encuentran que, antes de la adquisición, las plantas de empresas que fueron objeto de un MBO eran menos productivas que otras plantas similares de su sector. Sin embargo, después de la adquisición se observa un notable incremento en su productividad, superior al observado en otras empresas de su sector en un **70,5% a corto plazo y un 90,3% a largo plazo**.

**EL CAPITAL RIESGO MEJORA LA PRODUCTIVIDAD DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS EN EL CORTO Y EN EL LARGO PLAZO, TANTO EN SECTORES TECNOLÓGICOS COMO EN SECTORES TRADICIONALES.**

En **Europa**, Croce, Martí y Murtinu (2012) estudian cómo evoluciona la productividad total de los factores (TFP) en una muestra de 696 empresas independientes de base tecnológica creadas después de 1984, radicadas en Bélgica, España, Francia, Finlandia, Italia y Reino Unido, de las que 267 recibieron Capital Riesgo por primera vez entre 1995 y 2004. Los resultados obtenidos indican que no existían diferencias significativas en el crecimiento de la TFP antes de la entrada del inversor, pero se encuentran diferencias significativas a favor de las primeras tras la entrada del inversor.

En **España**, Alemany y Martí (2006) analizan el crecimiento de la productividad del capital y del trabajo en tres años en una muestra de 518 empresas que recibieron inversión de capital riesgo y en un grupo de control de empresas similares. En sus resultados encuentran diferencias significativas en la productividad del capital, a favor de las primeras, en todos los sectores excepto en materias primas. En la productividad del trabajo, el crecimiento es significativamente mayor en los sectores industria, comercio y servicios en las apoyadas con capital riesgo, pero no se aprecian diferencias significativas en materias primas y en tecnología.

# El Capital Riesgo es un inversor Socialmente Responsable

El sector de Capital Riesgo en todo el mundo se ha unido recientemente a la senda de la inversión responsable, y cada vez son más los ejemplos de generación de valor a través de las medidas adoptadas en el ámbito ESG (aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo).

El término “inversión responsable” hace referencia a un enfoque de inversión que considera los factores no financieros – incluidos los aspectos ESG – como potencialmente materiales para la toma de decisiones.

Los inversores que aplican este modelo tratan de maximizar la rentabilidad a largo plazo, ajustando el riesgo, al contar con mayor información en su toma de decisiones, más allá de los meros datos financieros.

**“DIFÍCILMENTE PODRÍAMOS HACER INVERSIONES RENTABLES EN EL LARGO PLAZO SI NO HICIERAMOS INVERSIONES RESPONSABLES, SIGUIENDO UNOS PRINCIPIOS CLAROS”  
(NAUTA CAPITAL).**



# El Capital Riesgo es un inversor Socialmente Responsable

El interés de los inversores de Capital Riesgo por los aspectos ESG es creciente año tras año, tal como se refleja en los 979 inversores que han firmado hasta enero 2012 los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UN PRI).

**“EL HECHO DE ESTAR ADHERIDOS AL UN PRI NOS HA PERMITIDO AVANZAR EN LOS ASPECTOS ESG NO SÓLO DE NUESTRAS PARTICIPADAS, SINO TAMBIÉN EN NUESTRA ORGANIZACIÓN” (MERCAPITAL).**

Seguir los principios de una inversión Socialmente Responsable asegura al Capital Riesgo mejorar su reputación y transparencia, descubrir nuevas oportunidades de negocio, impulsar el ahorro de costes y minimizar ciertos riesgos, entre otros muchos beneficios.

**“ESTAMOS AVANZANDO EN ESTE CAMINO PORQUE EL SECTOR TIENE VOCACIÓN DE EXCELENCIA EN LA GESTIÓN” (ESPIGA CAPITAL).**

Anexos

# Anexo A

## Listado de estudios de impacto de Asociaciones de Capital Riesgo y de consultoras internacionales

REFERENCIA	ÁMBITO	ORIENTACIÓN
AFIC (2012). " Le Livre blanc du Capital Investissement". Paris	Francia	Conclusiones generales
AFIC, Ernst & Yong (2010). "Características et croissance des entreprises accompagnées par les acteurs français du capital investissement en 2010". Paris	Francia Cartera de participadas a 31/12/2010	Empleo
AIFI, PwC (2008). "The Economic and Social Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy". Milan	Italia 1999-2006	Empleo Ingresos EBITDA
ASCRI (2010). "Impacto económico y social del Capital Riesgo en España". Madrid	España 1995-2004	Supervivencia de empresas
ASCRI (2011). "Impacto económico y social del Capital Riesgo en España". Madrid	España 2005-2008	Empleo Crecimiento Inversión
ASCRI, PwC (2011). " Inversión responsable. Guía para el sector de Private Equity en España". Madrid	Global	Inversión responsable
ASCRI, Deloitte (2012). "Premios Capital Riesgo & Private Equity 2012". Madrid	España	Innovación Internacionalización
BVCA (2008). "The economic impact of Private Equity in UK". Londres	Reino Unido 2000/01-2006/07	Empleo Exportaciones Innovación Actividad de la empresa
BVK, (2005). "The economic impact of Private Equity firms on Portfolio Companies and the german economy". Berlin	Alemania 2000-2004	Empleo
CVCA (2009), "Why Venture Capital is essential to the Canadian Economy". Toronto	Canada 1996-2007	Exportaciones Innovación
EVCA (2001). "Survey of the Economic and Social impact of management buyouts & buyins in Europe. Bruselas	Europa 1992-1997	Empleo Exportaciones
EVCA (2002). "Survey of the Economic and Social impact of Venture Capital in Europe. Bruselas	Europa 1995-2001	Exportaciones Innovación Empleo
EVCA (2005). "Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe". Bruselas	Europa 2000-2004	Empleo
EVCA (2011). "The little book of private equity". Bruselas	Europa	Conclusiones generales
EVCA (2011). "Helping SMEs drive growth for Europe". Bruselas	Europa	Conclusiones generales
NVCA (2007). "Venture Impact : The economic importance of Venture Capital Backed Companies to the U. S. Economy". Virginia	Estados Unidos 2003-2005	Empleo
NVCA (2011). "Venture Impact : The economic importante of Venture Capital Backed Companies to the U. S. Economy". Virginia	Estados Unidos 2008-2010	Empleo
Shapiro, R.J y Pham, N.D (2005). Private Equity Growth Capital Council (PEGCC). "American Jobs and the impact of Private Equity Transactions". Washington	Estados Unidos 2002-2007	Empleo

# Anexo B

## Listado de estudios académicos sobre impacto sujetos a evaluación previa

REFERENCIA	ÁMBITO	ORIENTACIÓN
Alemany, L., y Martí, J. (2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. EFA 2005 Conference. Moscow.	España 1993-1998	Empleo Ventas Resultado Bruto Activos
Alemany, L. y Martí, J. (2006). Productivity growth in Spanish venture-backed firms, in: Gregoriou, G.N., Kooli, M., Kraeussl, R. (Eds.), <i>Venture Capital in Europe</i> . Elsevier, Amsterdam, 100-114.	España 1995-1999	Productividad
Amess, K. y Wright, M. (2007). The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK. <i>International Journal of the Economics of Business</i> , 14(2), 179-195.	Reino Unido 1999-2004	Empleo <i>Buyouts</i>
Balboa, M., Martí, J. y Zielsing, N. (2006). Does venture capital really improve portfolio companies' growth? Evidence from growth companies in Continental Europe. EFMA 2006 Conference. Madrid.	España 1993-1999	Ventas Empleo Selección Causalidad
Balboa, M., Martí, J., y Zielsing, N. (2011). Impact of funding and value added on Spanish venture capital-backed firms. <i>Innovation. The European Journal of Social Science Research</i> , 24(4), 449-466.	España 1993-2002	Valor añadido
Baum, J.A.C., Silverman B.S. (2004). Picking Winners or Building Them? Alliance, Intellectual, and Human Capital As Selection Criteria in Venture Financing and Performance of Biotechnology Start-ups. <i>Journal of Business Venturing</i> , 19(3), 411-436.	Canadá 1991-2000	Selección Causalidad
Belke, A., R. Fehn y Foster, N. (2006) Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth?. <i>Finance India</i> , 20(1), 75-98.	20 países OCDE 1986-1999	Empleo
Bergström, C., Grubb, M. y Jonsson, S. (2007). The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation. <i>Journal of Private Equity</i> , 11(1), 22-39.	Suecia 1998-2006	Ventas Margen
Bertoni, F., Colombo, M. y Croce, A. (2010). The Effect of Venture Capital Financing on the Sensitivity to Cash Flow of Firm's Investments. <i>European Financial Management</i> , 16(4), 528-551.	Italia 1994-2003	Inversión Restricción financiera
Bertoni, F., Colombo, M. y Grilli, L. (2011). Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. <i>Research Policy</i> , (40)7, 1028-1043.	Italia 1994-2003	Empleo Ventas Selección Causalidad
Bertoni, F., Croce, A. y D'Adda, D. (2010). Venture capital investments and patenting activity of high-tech start-ups: a micro-econometric firm-level analysis. <i>Venture Capital</i> , 12(4), 307-326.	Italia 1994-2003	Patentes
Bertoni, F., Ferrer, M.A. y Martí, J. (2012). The Different Role Played by Venture Capital and Private Equity Investors on the Investment Activity of Their Portfolio Firms. <i>Small Business Economics</i> , Forthcoming. Available at SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1944058">http://ssrn.com/abstract=1944058</a> .	España 1995-2004	Inversión Restricción financiera
Boucly, Q., Sraer, D. y Thesmar, D. (2011). <i>Journal of Financial Economics</i> , 102(2), 432-453.	Francia 1994-2004	Empleo Ventas Activos
Chemmanur, T. J., Krishnan, K. y Nandy, D. (2011). How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface. <i>Review of Financial Studies</i> , 24(12), 4037-4090.	EEUU 1972-2000	Productividad Selección Valor añadido
Cressy, R.C., Munari, F. y Malipiero, A. (2007). Creative Destruction? UK Evidence that Buyouts Cut Jobs to Raise Returns. Available at SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1030830">http://ssrn.com/abstract=1030830</a> .	Reino Unido 1995-2002	Empleo Ventas
Croce, A., Martí, J. y Murtinu, S. (2012). The Impact of Venture Capital on the Productivity Growth of European Entrepreneurial Firms: 'Screening' or 'Value added' Effect?. <i>Journal of Business Venturing</i> , forthcoming. Available at SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1705225">http://ssrn.com/abstract=1705225</a> .	6 países UE 1995-2004	Productividad Causalidad Selección Valor añadido
Dávila, A., G. Foster y Gupta, M. (2003) Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms." <i>Journal of Business Venturing</i> , 18, 689-708.	EEUU 1994-2000	Empleo
Davis, S.J., Haltiwanger, J.C., Jamin, R.S., Lerner, J. and Miranda, J. (2011). Private Equity and Employment. US Census Bureau Center for Economic Studies Paper No. CES-WP-08-07R. Available at SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1107175">http://ssrn.com/abstract=1107175</a> .	EEUU 1980-2005	Productividad

# Anexo B

## Listado de estudios académicos sobre impacto sujetos a evaluación previa

REFERENCIA	ÁMBITO	ORIENTACIÓN
Devigne, D., Paeleman, I., Vanacker, T. y Manigart, S. (2012). The Impact of Syndication and Cross-Border Venture Capital on the Growth of Technology Companies. <i>Small Business Economics</i> , forthcoming.	7 países UE 1995-2004	Valor añadido
Engel, D. (2002). The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW Discussion Paper No. 02-02.	Alemania 1991-1998	Empleo Ventas
Engel, D. y Keilbach, M. (2007). Firm-level implications of early stage venture capital investment — An empirical investigation. <i>Journal of Empirical Finance</i> , 14(2), 150-167.	Alemania 1995-1998	Selección Patentes Crecimiento
Engel, D. y Stiebale, J. (2009). Private Equity, Investment and Financial Constraints - Firm-Level Evidence for France and the United Kingdom. Ruhr Economic Paper No. 126. Available at SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1438037">http://ssrn.com/abstract=1438037</a> .	Francia Reino Unido 1998-2007	Inversión Restricción financiera
George, G., Wiklund, J. y Zahra, S. (2005). Ownership and the internationalization of small firms. <i>Journal of Management</i> , 31, 210-233.	Suecia 1997-2000	Internacionalización
Harris, R., Siegel, D. y Wright, M. (2005). Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant level Evidence from the United Kingdom. <i>Review of Economics and Statistics</i> , 87(1), 148-153	Reino Unido 1994-1998	Productividad
Hellmann, T. y Puri, M. (2000). The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: the Role of Venture Capital. <i>Review of Financial Studies</i> , 13(4), 959-984.	EEUU 1994-1997	<i>Time to market</i>
Hellmann, T. y Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up firms: Empirical Evidence. <i>Journal of Finance</i> , LVII(1), 168-197.	EEUU 1994-1997	Valor añadido
Hsu, D. H. (2004) "What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?" <i>Journal of Finance</i> 59, no. 4 : 1805-44.	EEUU 1995-2000	Valor añadido
Jain, B. y Kini, O. (1995). Venture capitalists' participation and the post-issue operating performance of IPO firms. <i>Managerial and Decision Economics</i> , 6, 593-606.	EEUU 1976-1988	Ventas
Kortum, S. y Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. <i>RAND Journal of Economics</i> , 31(4), 674-92.	EEUU 1965-1992	I+D
Lerner, J. (1999). The government as a venture capitalist: The long-run impact of the SBIR program. <i>Journal of Business</i> , 72(3), 285-318.	EEUU 1983-1995	Empleo Ventas
Lockett, A., Wright, M., Burrows, A., Scholes, L. y Paton, D. (2008). The export intensity of venture capital backed companies. <i>Small Business Economics</i> , 31, 39-58.	Europa Encuesta	Internacionalización
Puri, M. y Zarutskie, R. (2012). On the Lifecycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. <i>Journal of Finance</i> , forthcoming.	EEUU 1981-2005	Empleo Fracaso empresarial
Romain, A. y van Pottelsberghe, B. (2004). The economic impact of Venture Capital. Centre Emile Bernheim. WP-CEB 04/014.	16 países OCDE 1990-2001	I+D Producción agregada
Shepherd, D.A., Zacharakis, A. (2002). Venture capitalists' expertise: A call for research into decision aids and cognitive feedback. <i>Journal of Business Venturing</i> , 17(1), 1-20.		
Týřková, T. (2000). Venture capital in Germany and its impact on innovation. 2000 EFMA Conference. Athens.	Alemania 1991-1997	Patentes
Wasmer, E y Weil, P. (2000). The Macroeconomics of Labor and Credit Market Imperfections. Bonn: IZA DP 179.	20 países OCDE 1986-1999	Empleo
Zahra, S., Neubaum, D. y Naldi, L. (2007). The effects of ownership and governance on SMEs' international knowledge-based resources. <i>Small Business Economics</i> , 29, 309-327.	EEUU Encuesta	Internacionalización

# ASCR<sup>R</sup>I

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA  
DE ENTIDADES DE CAPITAL - RIESGO

Príncipe de Vergara, 55 4º D • 28006 Madrid, España  
Tef.: (34) 91 411 96 17 • Fax: (34) 91 562 65 71

Patrocinado por:

