

# AS ENTIDADES DE CAPITAL RISCO EN GALICIA E NORTE DE PORTUGAL

*Angel Antonio Barajas, Fco. Xavier Martínez Cobas*

Universidade de Vigo

## 1.- INTRODUCCION

As Entidades de Capital Risco (ECR), son sociedades e fondos<sup>1</sup> que teñen por obxecto a aportación de capitais permanentes a pequenas e medianas empresas (Pemes), con algunha vantaxe comparativa, na idea de retirar a medio e longo prazo as plusvalías que se puideran producir<sup>2</sup>. Isto supón, polo tanto, a participación temporal no capital das empresas, normalmente de xeito minoritario, ( do 15% ó 40% de capital). O prazo de presenza no capital adoita ser de tres a sete anos. É frecuente tamén que o anterior se acompañe de préstamos a prazos semellantes para facilitar aínda máis o financiamento das empresas.

A utilidade destas entidades é que fortalece ás empresas no seu nacemento, sendo os primeiros anos de vida destas os máis críticos. Dado que os criterios de decisión nas SCR son a solvencia profesional dos responsables da empresas e a viabilidade do propio proxecto empresarial, téñense valorado a estas sociedades como esenciais no financiamento da innovación,<sup>3</sup> posto que o elevado dos riscos choca cos criterios de prudencia das entidades financeiras.

A lexislación española separa ás ECR en dous grupos: As Sociedades de Capital Risco (SCR) e os Fondos de Capital Risco (FCR). As primeiras son sociedades anónimas que invisten os seus propios recursos nas Pemes. Normalmente teñen duración ilimitada. Pola contra, os fondos son patrimonios de duración e recursos limitados, sen personalidade xurídica propia e dirixidos por sociedades xestoras, seguindo o modelo dos fondos de investimento colectivo.

O marco legal das SCR é o RD Lei 1/1986 de 14 de marzo, que determina un capital mínimo de 200 millóns de pesetas, cun desembolso inicial mínimo do 50%. A lexislación complementouse posteriormente con algunhas vantaxes fiscais<sup>4</sup> e coa adaptación á segunda directiva comunitaria de coordinación bancaria.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Neste traballo só se fai referencia a sociedades e fondos de capital risco, sen incluír a actividade de persoas que a título individual invisten nas empresas de modo semellante, e que se denominan "anxos" na literatura económica. Véxase OCDE,

<sup>2</sup> Definición tomada de Martí Pellón (1994).

<sup>3</sup> Ver, entre outros, Martí Pellón (1991) e Otero González, L; López Penabad, C; Fernández Fernández, L. (1995).

<sup>4</sup> RD Lei 5/1992 de 21 de xullo de medidas presupostarias urxentes e RD Ley 7/1996 sobre medidas urxentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

<sup>5</sup> Lei 3/1994 de 14 de abril.

Para o estudo do papel das ECR en Galicia e Norte de Portugal, veremos primeiro o nacemento e evolución da actividade de capital risco como tal. En segundo lugar, a situación actual e os atrancos para unha maior difusión da actividade. No terceiro, a actividade das sociedades e fondos de capital risco domiciliados en Galicia, no cuarto apartado se resumen as entrevistas a empresarios galegos que teñen a SCR no capital das súas empresas. Finalmente indícase como se estrutura o capital risco en Portugal, analisando a principal sociedade domiciliada no norte do país (NORPEDIP) e comentando o Fondo Compartido de Capital Risco de utilización conxunta Galicia - Norte de Portugal.

## **2.- ORIXE E ANTECEDENTES.**

O concepto de capital venture ou capital risco, como sinala Centelles (1983), practícouse con diferentes modalidades dende tempos ben remotos, como é o caso do comercio de gregos e fenicios hai máis de dous mil anos. Mais o concepto, tal como se entende na actualidade, procede dos Estados Unidos, onde en 1946, recién rematada a Segunda Guerra Mundial, proponse dende o Federal Reserve Bank de Boston o emprego dos capitais de compañías de seguros e fondos de pensións para desenvolver as invencións producidas durante a guerra. Ese mesmo ano fúndase a primeira SCR, a American Research and Development Corporation.

A partir do anterior prodúcese un crecemento espectacular da actividade nos Estados Unidos, nos que a rendibilidade media do capital risco nos últimos 50 anos foi superior ó investimento en activos alternativos, aínda que, claro está, con un risco maior, medido pola desviación típica.<sup>6</sup>

O éxito do capital risco nos Estados Unidos conducíu a súa imitación en Europa, medrando con maior forza en Gran Bretaña. Nalgúns países europeos, a filosofía do capital risco fá ser combinada coa ciencia económica rexional na figura das Sociedades de Desenvolvemento Rexional, como alternativa ó traslado do aforro das zonas pobres ás zonas ricas dentro dos Estados.<sup>7</sup> En Francia, a primeira Sociéte de Développement Régional data de 1957, e en España habería que esperar a 1972 para a creación da primeira, a Sociedade para o desenvolvemento industrial de Galicia (SODIGA). Pouco tempo despois, en 1975, créase a primeira sociedade de capital privado (SEFINNOVA), promovida polo Banco de Bilbao.

## **3.- LIMITACIONS A EXPANSION DA ACTIVIDADE DAS ECR.**

En Galicia e Portugal, como no conxunto de Europa, as ECR non consiguen acadar a importancia que teñen nos Estados Unidos. Dado que hai un certo consenso internacional no protagonismo actual das Pemes fronte ás grandes empresas, especialmente ligado á creación de emprego e ó desenvolvemento económico local e rexional, resulta de especial importancia coñecer por que un instrumento financeiro tan útil non se xeraliza en maior medida. Sintetizando as causas desta situación de maior a menor grado de consenso, pódense indicar as seguintes:

---

<sup>6</sup> Pódense ver taboas coas rendibilidades e desviacións típicas de activos alternativos en Méndez Álvarez, J. (1993).

<sup>7</sup> Na obra de Pacci, I. (1972), recóllese o nacemento destas sociedades en Europa.

### 1.- O problema do desinvestimento.

Efectivamente, cando finaliza o período previsto de participación na empresa, resulta complexa a venda das accións, xa que, ou ben os outros socios teñen disposición e capacidade financeira para comprar a participación das ECR, ou ben hai que darlle entrada a terceiras persoas que queiran comprar as accións, cos custos de busca que supón, ademais da posible inexistencia de demanda debida, sobre todo, á falla de liquidez da operación. Por último, esta entrada de terceiros na Peme pode preocupar ós propietarios, que non desexan accións da empresa nas mans de descoñecidos.<sup>8</sup>

Esta situación, común a outros Estados europeos, en Estados Unidos soluciónase coa posibilidade de acceso das Pemes ós mercados financeiros, de modo que os compradores de accións de Pemes teñen garantida a liquidez da operación se queren vender as súas participacións. Outra saída é a existencia de ECR especializadas dentro da actividade do capital risco, de xeito que unha entidade que, por exemplo, investiu nunha pequena empresa nos seus comezos, vende a súa participación a outra ECR especializada en investir en empresas en crecemento, xa presentes no mercado.

### 2.- O menor dinamismo tecnolóxico.

A presenza de empresas galegas e portuguesas entre as que están á vangarda da innovación tecnolóxica é moi escasa, e está moi localizada espacialmente por sectores productivos. Pola contra, en países como os Estados Unidos se concentran boa parte das empresas claves en innovación tecnolóxica de sectores como, por exemplo, a informática. A potencialidade das Pemes norteamericanas leva á posibilidade de grandes rendibilidade, o que produce un resultado medio final máis elevado que nas empresas europeas e, concretamente, nas do Estado.

### 3.- O menor espírito de promoción empresarial.

Para moitos autores e por diferentes causas, a propensión a emprender proxectos de creación de empresas é máis baixa en España, así como a investir os aforros nas empresas e nos proxectos de terceiros, preferíndose outras alternativas.

### 4.- O réxime fiscal das ECR.

Especialmente criticado polo sector, considérase que os beneficios fiscais dos que dispoñen as ECR polos seus investimentos son baixos para favorecer realmente a expansión destas sociedades.

## 4.- AS SOCIEDADES E FONDOS DE CAPITAL RISCO EN GALICIA.

### 4.1. *Magnitudes básicas*

En Galicia hai dúas SCR's adicadas ó fomento de empresas, ámbalas dúas ligadas a capital público ou semipúblico na súa fundación<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Sobre a importancia da perda de control, ver os traballos de Holmes, S. e Kent, P. (1991), Pencarelli e Dini (1995) e de St. Pierre e Beoudoin (1995), que avalan a aplicación da Pecking Order Theory de Myers.

<sup>9</sup> Na asemblea xeral de Caixa Galicia (xuño 1998), o director xeral da institución ven de anunciar a creación de fondos de capital risco por valor de 5.000 millóns de pesetas a partires da obra social.

A primeira delas é a Sociedade de Desenvolvemento Industrial de Galicia (SODIGA), que, como dixemos, foi a primeira sociedade de capital risco no Estado. Ten a sede en Santiago de Compostela. Foi fundada a iniciativa do INI en 1972. Na actualidade o INI vendeu á Xunta de Galicia as súas accións e a sociedade está encadrada no Instituto Galego de Promoción Económica (IGAPE), que é o accionista maioritario. A 31 de decembro de 1995, Sodiga<sup>10</sup> participa en corenta e oito empresas, cun importe de 1171 millóns de pesetas no capital e de 1456 millóns de pesetas en préstamos (este dato a 30/9/95), normalmente de cinco a sete anos.

A segunda é Vigo Activo S.A. De creación recente (1993), os accionistas promotores foron<sup>11</sup> o Consorcio da Zona Franca de Vigo, Caixavigo e a Cámara de Comercio, Industria e Navegación de Vigo. O capital inicial subscrito foi de 360 millóns de pesetas, e a intención da sociedade é a de fomentar proxectos de investimento na area de influencia viguesa. A 31 de decembro de 1995, Vigo Activo<sup>12</sup> está presente en oito empresas, cun importe de 507 millóns de pesetas no capital social.

Ademais das anteriores, en Galicia operaba unha sociedade xestora de fondos de capital risco (FCR), denominada Gestora Fondos Galicia, S.A. Os accionistas máis importantes eran o Banco Pastor, Himafel, Inditex, Valp Internacional e outras once empresas galegas. Os últimos datos dos que dispoñemos<sup>13</sup> indican que a 31/12/93 o número de investimentos en carteira era de tres, xa realizados durante o ano 92. O total investido nese ano era de 197 millóns de pesetas, e no 1993 se investiran outros 124 millóns de pesetas nas mesmas empresas en segundas rondas. No informe "El capital riesgo en España, 1994-1995", Gestora Fondos Galicia S.A. xa non aparece como membro da Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI).

A seguir faremos comentario das magnitudes básicas das dúas SCR galegas.

### CADRO Nº 1

#### SCR GALEGAS. MAGNITUDES BÁSICAS

	(en millóns de pesetas)		
	31/12/93	31/12/94	31/12/95
<b>Capital dispoñible</b>	4.003	4.363	4.763
<b>Capital investido*</b>	2.605	2.623	3.068
<b>Capital investido no exercicio</b>	706	571	1.612
<b>nº de investimentos en carteira</b>	55	51	56
<b>nº de investimentos no exercicio**</b>	13	13	11
<b>nº de desinvestimentos no exercicio</b>	9	7	7

Fonte: El capital riesgo en España, anos 93-94 e 94-95.

Para o ano 95, información subministrada pola propia entidade.

\* O concepto inclúe os recursos cedidos en forma de crédito ou préstamo ás empresas participadas.

\*\* Téñase en conta que os investimentos no exercicio inclúen a ampliación de operacións con empresas xa participadas.

<sup>10</sup> Datos facilitados pola propia entidade.

<sup>11</sup> Rivas, Francisco, "As sociedades de capital-risco e a súa contribución o desenvolvemento económico", en Análise Empresarial, Ed. Unipro, 1993, Vigo.

<sup>12</sup> Datos facilitados pola propia entidade.

<sup>13</sup> Martí Pellón, J. (1994).

Como se pode apreciar no cadro nº 1, a actividade das dúas SCR galegas vai en aumento nos últimos anos. Aínda que no que se refire a capital dispoñible non varían dende o 95, (que se achega ós 5000 millóns de pesetas, como ó capital efectivamente disposto, ben sexa en participacións nas empresas ou en préstamos a estas que xa están participadas). O número total de empresas participadas era de 56 a 31/12/95. O número de investimentos e desinvestimentos dos diferentes exercicios é baixo, variando anualmente os investimentos de 13 a 11 e os desinvestimentos de 9 a 7.

**CADRO Nº 2****VIGO ACTIVO. MAGNITUDES BÁSICAS**

(en millóns de pesetas)

	31/12/93	31/12/94	31/12/95
<b>Capital dispoñible</b>	360	720	1.120
<b>Capital investido</b>	138	303	508
<b>Capital investido no exercicio</b>	138	165	205
<b>nº de investimentos en carteira</b>	3	6	8
<b>nº de investimentos no exercicio</b>	3	3	2
<b>nº de desinvestimentos no exercicio</b>	0	0	0

Fonte: El capital riesgo en España, anos 93-94 e 94-95.

Para o ano 95, información subministrada pola propia entidade.

**CADRO Nº 3****SODIGA. MAGNITUDES BÁSICAS**

(en millóns de pesetas)

	31/12/93	31/12/94	31/12/95
<b>Capital dispoñible</b>	3.643	3.643	3.643
<b>Capital investido *</b>	2.467	2.320	2.560
<b>Capital investido no exercicio</b>	568	406	1.407
<b>nº de investimentos en carteira</b>	52	45	48
<b>nº de investimentos no exercicio **</b>	10	10	9
<b>nº de desinvestimentos no exercicio</b>	9	7	7

Fonte: El capital riesgo en España, anos 93-94 e 94-95.

Para o ano 95, información subministrada pola propia entidade.

\* O concepto inclúe os recursos cedidos en forma de crédito ou préstamo ás empresas participadas.

\*\* Téñase en conta que os investimentos no exercicio inclúen a ampliación de operacións con empresas xa participadas.

Se separamos a actividade das dúas sociedades pódese apreciar a primeira vista as diferencias entre elas. Vigo Activo (cadro nº 2) é unha sociedade nova, posta en marcha no ano 93. O seu ritmo de crecemento é polo tanto moi elevado, e aínda maior se se presenta en valores porcentuais. En tan só tres anos acadou máis de 1000 millóns de pesetas de capital dispoñible, do que se dispuxo da metade, investida en oito empresas. O respaldo da Zona Franca e permite pensar nunha capacidade de crecemento sostida, na medida en que os xestores da sociedade atopen proxectos e empresas atractivos ó investimento.

Sodiga, (cadro nº 3), e pola contra unha sociedade xa establecida (foi a primeira sociedade de capital risco do Estado). Os seus medios son superiores, - 3643 millóns de pesetas de capital dispoñible-, e a súa presenza en empresas tamén é maior (48 empresas participadas a 31/12/95). O equipo xestor conta cun amplo recoñecemento profesional, acreditado durante estes 25 anos de experiencia.

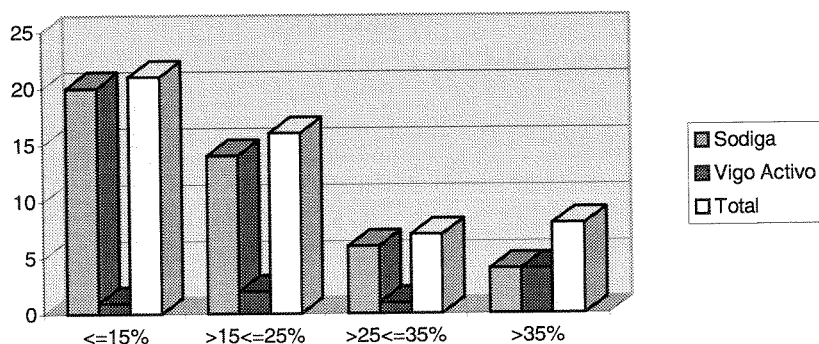
#### 4.2. Grado de participación no capital social

A partires dos datos facilitados polas dúas sociedades das cincuenta e seis empresas participadas a 31/12/95, calculamos unha serie de indicadores do modo no que esa participación se materializa. Esta información preséntase acompañada de gráficos.

A primeira cuestión que analizamos é a porcentaxe de participación no capital social das empresas, quérese dicir, en que medida “pesan” no capital social destas. O reparto para Sodiga e Vigo Activo, así como para a suma das dúas, preséntase no gráfico nº 1.

GRÁFICO Nº 1

#### Porcentaxe de participación no capital social a 31/12/95



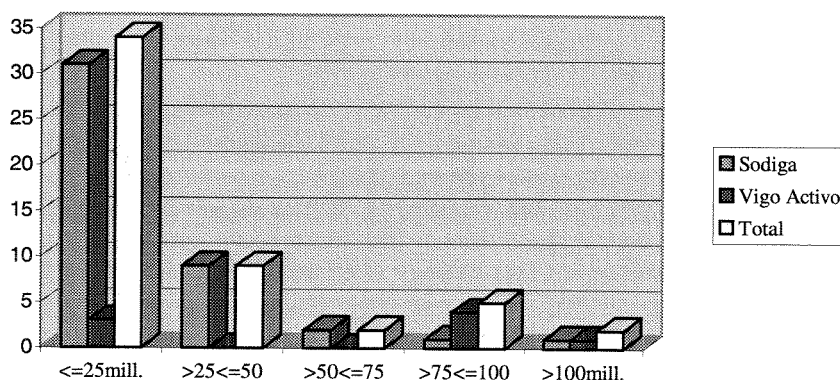
Como cabería esperar, as participacións no capital son minoritarias (inferiores ó 50%), agás nunha soa empresa. Divididas en catro grupos, as participacións inferiores ó 15% son as máis frecuentes ( 21 empresas), e entre o 15% e o 25% sitúase o segundo grupo en número ( 16 empresas).

Para o total, así como para Sodiga (o comportamento desta determina o reparto do conxunto), apréciase como diminúe o número de empresas a medida que aumenta a % de

participación no capital. Pola contra, as apostas de Vigo Activo, aínda que cativas en número de sociedades son elevadas na súa presenza porcentual nas empresas, estando catro das oito participadas nunha proporción superior ó 35%. A 31/12/97 esta tendencia mantense en Vigo Activo, onde de 11 empresas participadas 6 tiñan unha porcentaxe superior ó 40% do Capital Social, e mesmo posuíndo o 100% das participacións dunha delas.

## GRÁFICO Nº 2

Nº de empresas a 31/12/95 (en mill. de ptas. de capital social)



Se queremos avaliar o reparto en términos absolutos, o gráfico nº 2 recolle a participación no capital social medida polo desembolso realizado en millóns de pesetas. Dos cinco grupos que se presentan, pódese ver como os importes inferiores a vinte e cinco millóns de pesetas son os máis (trinta e catro empresas), na súa meirande parte con Sodiga, sendo tan só tres as correspondentes a Vigo Activo. O segundo grupo, con importes entre vinte e cinco e cincuenta millóns, conta con nove empresas, todas trabalando tamén con Sodiga. Os outros tres grupos acollen a nove empresas, catro con Sodiga e cinco con Vigo Activo.

Confírmase, en resumo, que as participacións máis frecuentes son pequenas, tanto na porcentaxe de participación (gráfico nº 1), como nos valores desembolsados, (gráfico nº 2), sendo o comportamento total determinado polo de Sodiga (48 das 56 empresas participadas); pola contra Vigo Activo aínda está presente en poucas empresas, mais cun peso medio maior no capital social destas. Pero esta conclusión debe ser matizada. En efecto as porcentaxes de capital adquiridas por Sodiga son pequenas, mais é normal que a sociedade realice préstamos ás empresas nas que está presente. Isto implica que é, ó tempo, accionista e acreedora ou, o que é o mesmo, financia ás empresas dende os recursos propios (capital social) e dende os recursos alleos (débeda), polo que o seu apoio é máis determinante do que puidera pensarse nun principio.

Este sistema dobre é especialmente axeitado, xa que non debemos esquecer que Sodiga é unha sociedade de desenvolvemento económico. Por outra banda, as porcentaxes de participación baixas facilitan que os promotores das empresas accedan á recompra do capital

social, facilitando a liquidez das operacións, aínda que o prezo é a menor dispoñibilidade de recursos propios. Sobre esta cuestión voltaremos no capítulo quinto, no que realizamos un muestreo entre empresas.

No caso de Vigo Activo, con datos a 31/12/97 pódense apreciar dous fenómenos: por unha banda, en 1.996 realizou investimentos de moi baixo importe (en total 2'333 millóns de pesetas), representando o 50% doss investimentos efectuados entre 1.996 e 1.997 en novas empresas; e, por outra banda, ten ampliado a súa participación en dúas sociedades nas que xa investira, de xeito que o capital invertido nelas pasa a superar os 25 millóns de pesetas.

#### 4.3. *Investimentos en relación ó total da carteira das sociedades*

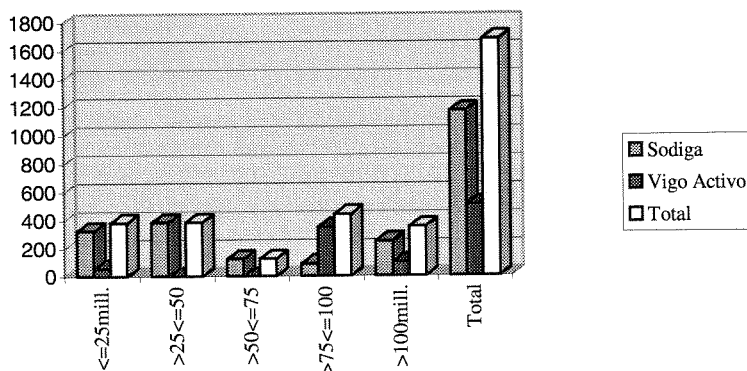
Se no apartado 4.2 quixemos visualizar o impacto nas empresas, neste queremos presentar o investimento dende o punto de vista das SCR.

En Sodiga, os investimentos inferiores ó 25% de participación no capital social, representan as tres cuartas partes da carteira. Pola contra, As tomas de capital superiores ó 35% supoñen a metade do desembolsado por Vigo Activo.

Se visualizamos o efecto sobre a carteira das SCR en valores absolutos, temos o gráfico nº 3. Aquí apréciase unha maior dispersión dos investimentos, xa que, se ben o número de empresas era moi superior nos investimentos inferiores a 50 millóns de pesetas, os realizados en menor número de empresas por un maior importe equilibran a carteira. De todos modos, o peso en carteira dos inferiores a 50 millóns de pesetas supón a maior parte da de Sodiga, namentras que os superiores a 75 millóns de pesetas ocupan a práctica totalidade da carteira de Vigo Activo.

### GRÁFICO Nº 3

Importe do investido no capital social a 31/12/95 (en mill. de ptas.)



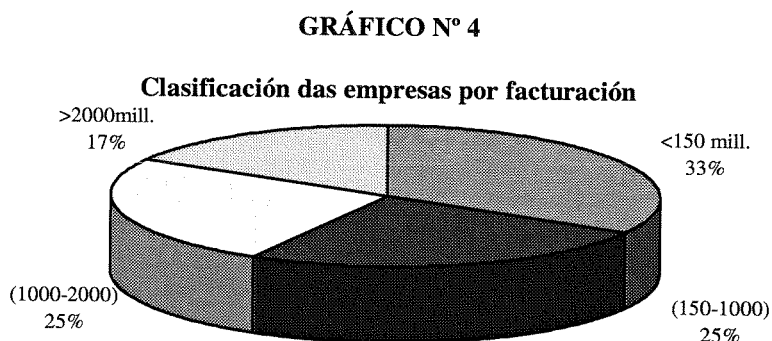
## 5.- A OPINION DOS EMPRESARIOS.

A seguir resumimos as entrevistas a fondo realizadas a empresarios e directivos sobre a súa relación con SCR. O número de entrevistas foi de quince. Téñase en conta que o número total de empresas participadas en Galicia é de cincuenta e seis a 31/12/95, e o número de empresas desinvestidas entre 1/1/93 e o 31/12/95 foi de vintetrés, polo que a mostra definitiva tomada destes dous conxuntos é do 19% do total. Non había relación ou coñecemento previo entre os entrevistadores e os entrevistados.

Nunha primeira parte faise unha análise previa das empresas e do camiño seguido para ser participadas por SCR.; na segunda, algúns aspectos concretos da relación efectiva; na terceira, a saída prevista ou realizada das empresas e o resultado global.

### 5.1. Análise das empresas e relación previa.

A clasificación das empresas segundo a súa facturación é a que se recolle no gráfico 4.



Como se pode apreciar, a facturación das empresas consultadas está moi repartida, tendo un tercio delas un importe inferior ós 150 millóns de pesetas.

Para coñecer os mecanismos de información, demandóuselle ós empresarios como souberan da existencia da SCR, resposta que recolleemos no gráfico nº5.

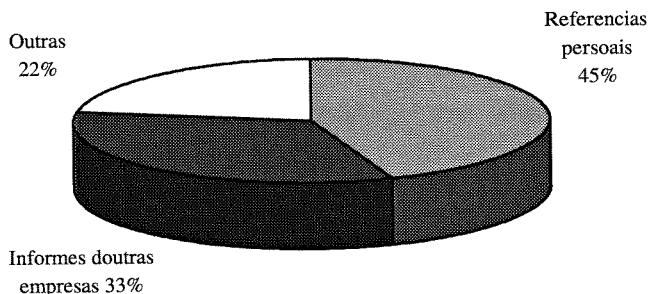
É importante apreciar que a práctica totalidade ( 77%) indican que foi a traveso das referencias personais e dos informes doutras empresas. O valor desta resposta está en que constata ata que punto informarse da SCR e introducila como socio da empresa, depende da confianza que produce o coñecemento directo das persoas, sexa da SCR ou a testemuña doutros empresarios, fenómeno xa comentado por Bergareche (1986). A resposta tamén nos da indicio da existencia de redes Planque (1991), Crevoisier (1993) de Pemes en Galicia ou, dito doutro modo, de economías derivadas de compartir as Pemes sectores e espazos económicos locais, así como de transmitirse información "rica" Julien (1996) .

Outra das cuestións demandadas era a finalidade do financiamento. Fronte á clasificación común do capital risco (seed financing, start up, expansion, buy-out), dividimos ás empresas en dous grupos: As que son participadas dende a súa creación e as que financian o seu crecemento.

Dous tercios dos empresarios responderon que a causa era a creación da propia empresa, sendo a da ampliación a situación do tercio restante.

**GRÁFICO Nº 5**

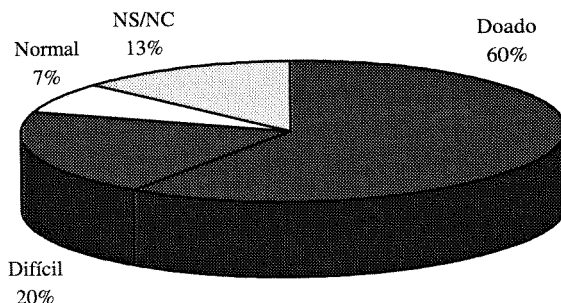
**Modo de información da existencia de SCR**



Un dos inconvenientes que se alegan ás veces para xustificar a baixa participación do capital risco nas empresas é o elevado grao de dificultade para obter o apoio destas. Os contactos, a presentación do plan de empresa, a cantidade de proxectos de empresa rexeitados ou a concreción do protocolo de entrada, supoñen un esforzo para os empresarios ou empresarios potenciais. Por esta causa demandamos ós empresarios se lles resultara doada a participación da SCR. As respostas, recollidas no gráfico nº 6, indican que para o 60% dos empresarios a participación da SCR foi doada, fronte a un 20% que a consideraron difícil. Téñase en conta que o 13% non se pronunciaron. En todo caso, son respostas de empresarios que acadaron o apoio das SCR.

**GRÁFICO Nº 6**

**Nivel de dificultade para acadar a participación da SCR**



Para ter unha idea aproximada dos proxectos de empresa que non se aceptan, podemos acudir á información que nos foi facilitada por Vigo Activo. Dende o nacemento desta sociedade (1993) ata o 31/12/97 foron estudados cento oito proxectos. Tan só doce se

materializaran a esa data. En concreto, en 1997 avaliáronse 27 proxectos e tan só se materializou un investimento. Polo tanto, parece claro que o número de proxectos de empresa que cumpren a priori os requisitos do capital risco (capital humano, rendibilidades esperadas, etc...), é baixo.

### **5.2. A relación efectiva.**

Partindo da presenza das SCR no capital social das empresas (xa estudada para o total das participadas a 31/12/95 no subapartado anterior) interéstanos coñecer agora outros aspectos da relación.

O primeiro que queremos saber é se a participación no capital social é estable ou se producen modificacións. Dada a existencia de posibles aportacións posteriores sobre a inicial, aumentando a participación do capital social, preguntouse se se dera esta posibilidade. Nun 27% das empresas a aportación inicial ampliouse, polo que as empresas recibiron un financiamento adicional durante a relación.

Outro modo posible de colaboración entre a SCR e as empresas participadas é a concesión de créditos ou préstamos, dada a súa capacidade financeira. Isto implica un maior risco para as SCR, que aumentan, entre capital e préstamos, o seu compromiso coas empresas, mais ó mesmo tempo tamén o reducen, posto que facilitando financiamento ás empresas participadas, reducen para estas os custos derivados da procura de crédito, concentrándose os xestores noutras áreas do negocio, e reducen tamén a posibilidade de falla de liquidez para facer fronte ós pagos, circunstancias que no seu conxunto favorecen o éxito das empresas nas que as SCR participan.

A resposta a esta cuestión indica que este apoio ás Pemes se produciu no 67% das empresas entrevistadas, polo que a colaboración coas SCR galegas implica para dous tercios das participadas non só o acceso a financiamento por recursos propios, senón tamén por recursos alleos, actuando como multiplicador da actividade emprendida.

Para completar a visión da presenza das SCR nas participadas, preguntóuselle a estas se recibiran algún outro tipo de apoio na xestión. Entendemos este apoio como non cuantificable en datos de balance. Sería o caso, por exemplo, da presentación de potenciais clientes ou fornecedores, a cesión de información sobre tecnoloxía de produción, etc...

As respostas, que coinciden en porcentaxe (dous tercios), co apoio en forma de créditos ou préstamos.

Cabería preguntarse se as empresas que reciben as aportacións posteriores ó capital, as que reciben préstamos e as que reciben apoio na xestión son as mesmas, sendo polo tanto un grupo de sociedades que colaboran abertamente coas SCR, tendo un segundo de participadas que "vai por libre"; ou ben se os diferentes modos de colaboración se producen con cáseque todas as empresas, sendo distintos os empregados en función das circunstancias de cada unha delas. Cruzamos os datos das tres preguntas e non atopamos ningunha relación estatisticamente significativa, isto é non temos dous grupos de empresas, e tan só o 20% das participadas respondeu negativamente ás tres cuestións.

Finalmente, rematamos este subapartado das relacións SCR - empresas participadas demandando a estas se tiveran algún conflito coa SCR. Tan só o 7% sinala a existencia

dalgún conflito, que non foi precisado. Para a práctica totalidade non houbo problemas na relación.

### 5.3. Saída prevista das empresas e visión global.

Neste último subapartado recolleemos unha valoración global do papel das SCR no financiamento das Pemes, así como da saída prevista para a participación nas empresas.

A primeira cuestión que plantexamos agora é a seguinte: ¿A participación das SCR nas empresas fai viable a estas ou ós seus proxectos, ou simplemente os facilita, reducindo os riscos derivados do investimento? A opinión dos empresarios parece clara. Tan só o 12% deles manifestan que non terían levado adiante os seus proxectos se non fora polo apoio das SCR. Para o 88% restante, os proxectos se terían realizado.

Profundizando máis nas respostas, a metade dos entrevistados que responderon afirmativamente recoñecen que sería máis difícil realizalos sen a participación da SCR, ou que terían un custo moi superior.

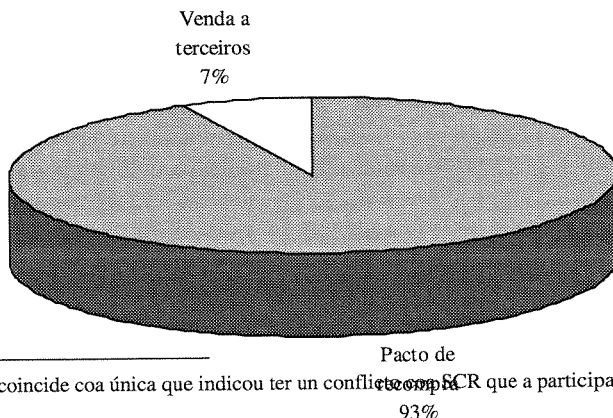
Como medida da satisfacción da relación, preguntouse se volverían a solicitar o apoio dunha SCR, sendo a resposta afirmativa cáseque total. Tan só unha empresa se manifestou contraria a esta opción<sup>14</sup>, sinónimo dun grao de satisfacción moi elevado.

Finalmente, tratouse un dos problemas sobre os que hai maior consenso, como é a dificultade de desprenderse das accións das empresas participadas en Europa. A falla de mercados de accións de Pemes dotados de liquidez, así como a necesidade de coñecemento ou de confianza do empresario nos seus socios potenciais, fan que este problema limite a expansión do capital risco.

Preguntóuselles ós empresarios cal era a forma de saída prevista ou realizada, e as respostas, recollidas no gráfico nº 7, son concluíntes. Para a práctica totalidade, a saída é a recompra das accións polos socios da empresa. No único caso que non foi así, a empresa participada pola SCR ten prevista a venda a unha gran empresa do mesmo sector.

GRÁFICO Nº 7

¿Cal é a forma de saída prevista?



<sup>14</sup> Empresa que non coincide coa única que indicou ter un conflito con SCR que a participa.

## **6.- O CAPITAL RISCO EN PORTUGAL E A SUA RELACION CON GALICIA.**

Na actualidade hai 17 sociedades de capital risco en Portugal, das que 4 teñen a súa sede social no Porto e unha na súa area de influencia. Estas son: NORPEDIP, RISFOMENTO, INTER-RISCO, S.P.R. e Arco Capital. O resto están situadas na zona centro do país veciño: 9 domiciliadas en Lisboa, namentres que en Evora, Santarem e Setubal teñen a súa sede social as outras 3 sociedades. Sen embargo, a actividade das sociedades de capital risco en Portugal non ten unha concentración territorial. Pola contra, o seu campo de actuación exténdese por toda a nación. Así, o 25% das empresas participadas por NORPEDIP son da zona de Lisboa, Santarém ou Setubal.

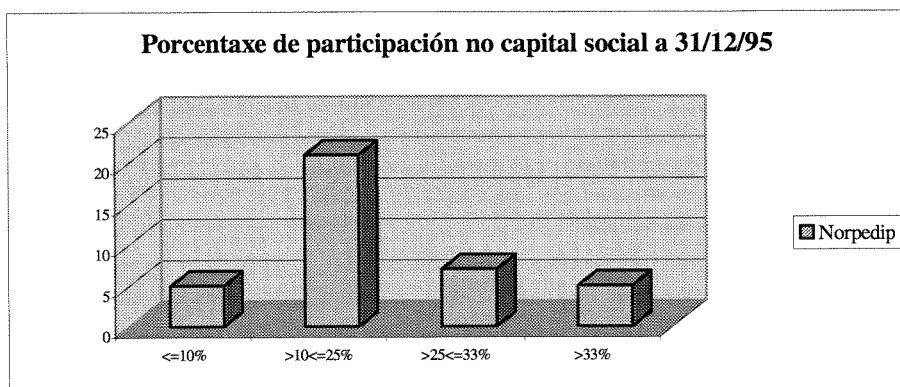
Debido a súa proximidade xeográfica, ó seu volume de investimentos (o maior das sociedades domiciliadas no Norte de Portugal), e especialmente a que é a sociedade que participa no fondo de capital-risco de utilización conxunta Galicia-Norte de Portugal, seleccionamos NORPEDIP para aproximármolos á actividade do capital risco no norte de Portugal.

Norpedip créase no ano 1989 dentro das liñas orientadoras da política industrial portuguesa que aspiraban á modernización, diversificación e internacionalización das súas empresas. Deste xeito centra os seus esforzos no apoio a empresas innovadoras, ben sexa polos seus produtos, procesos ou mercados. Esta axuda céntrase en facilitarlles unha autonomía financeira axeitada, a traveso dos seus investimentos ou facilitando operacións de reestruturación financeira.

Ata o 31 de decembro de 1996 teñen recibido 383 proxectos, dos que foron aprobados 71 e materializados 51, xa que nos outros 20 desistiron os promotores. A esa data tiña participacións en 48 empresas (32 directamente e o resto polos seus Fondos) cun investimento de 10.000 millóns de escudos, 3.939 millóns directamente e o resto a traveso dos seus fondos. A pesares de teren un Capital Social de 5.500 millóns de escudos, a sociedade atópase con escasez de recursos propios para atender a novos investimentos, aínda que a xunta xeral aprobou unha ampliación de capital en xaneiro de 1996 que a 31 de decembro non fora totalmente subscrita.

No gráfico nº 8 observamos como se distribuen os investimentos en función da participación que ten Norpedip no capital das empresas participadas, tal como o visto no punto 4.2. Se comparamos ambos, apréciase un certo paralelismo coa distribución de SODIGA, que se aproxima aínda máis se tan só se considerara un primeiro tramo de investimentos inferiores ó 25% do capital, que para Norpedip supoñería un 68'4% da súa carteira.

## GRÁFICO Nº 8



Norpedip ten ademais un importante vencello con Galicia, como é a creación dun Fondo de capital risco de utilización conxunta, que naceu ó abeiro das axudas aprobadas pola Comisión da Unión Europea o 15 de xuño de 1994. O 8 de xuño de 1995, en sesión plenaria da Comunidade de Traballo Galicia-Norte de Portugal acordouse levar a cabo o Fondo de utilización conxunta. En maio de 1996 aprobouse o Regulamento que o rexe<sup>15</sup>, e circunstancias xurídicas retrasaron a súa posta en marcha ata este momento.

As características fundamentais do Fondo pódense resumir nas seguintes:

Aportacións: 820 millóns de pesetas por parte da Xunta de Galicia e 1.000 millóns de escudos por parte da administración portuguesa.

Xestión: SODIGA por parte galega e NORPEDIP por parte portuguesa.

Para que un proxecto sexa aprobado debe: ter viabilidade económica e financeira, estar promovidos por empresas galegas e/ou portuguesas baixo a fórmula de cooperación transfronteiriza.

## 7.- CONCLUSIONS

A actividade de capital risco en Galicia está determinada ata agora pola práctica inexistencia de iniciativa privada no sector, dominado por dúas entidades (Sodiga e Vigo Activo), con capital maioritariamente público. Aínda así, a limpa traxectoria financeira e a profesionalidade amosada ata agora garanten a solvencia do sector. Concordando con isto, temos recollido unha opinión de satisfacción cáseque unánime nas empresas participadas, que non tiveron conflitos na súa relación coas SCR e que volverían traballar con elas.

Os máis dos empresarios consideran que os proxectos terían saído adiante sen a colaboración das SCR, aínda que a colaboración destas supón un aforro de tempo e un custo máis baixo de financiamento. Isto complementábase co apoio vía ampliacións de participación, préstamos e apoio na xestión, que son moi frecuentes.

<sup>15</sup> Regulamento do Fondo de Capital-Risco de Utilización Conxunta Galicia-Norte de Portugal (10/05/96)

Para os empresarios, o coñecemento directo e a opinión doutros empresarios sobre os responsables da SCR parece ser determinante. A confianza previa revélase un factor fundamental para asociarse con unha SCR. Do mesmo modo, é razoable pensar que o coñecemento que as SCR teñan da traxectoria profesional dos posibles socios é determinante sobre empresas e proxectos nos que o risco é moi elevado e sen garantías de recuperación.

A venda da participación nas empresas realízase sistemáticamente ós outros socios destas, vendo así determinado dende a sinatura do protocolo de entrada. O desinvestimento só se produce doutro modo en circunstancias atípicas. Isto vai ligado á posible inexistencia doutros compradores, mais tamén ós reparos dos outros socios a que a venda das accións que posúe a SCR introduza persoas non gratas. En todo caso, evítase a incerteza que pode producir esta situación.

En resumo: O escaso número de entidades, a falla de iniciativa do sector privado, a importancia da confianza na entrada e na saída das empresas e a escasa demanda das accións das Pemes como investimento financeiro limitan a expansión do capital risco en Galicia que, en todo caso, funciona con un grao de profesionalidade e satisfacción elevados.

A actividade no Norte de Portugal non é separable da do resto do estado portugués, sendo Norpedip a sociedade máis relevante (constituída con capital público), e sendo o resto filiais de institucións financeiras, que invisten sindicadamente.

Ata a creación do fondo conxunto con Sodiga, o capital risco portugués mantiña unha visión territorial estatal. A futura transformación de Norpedip en PME Capital como denominación social vai nesa dirección, quedando no fondo conxunto a responsabilidade futura da colaboración de capital risco entre ambos países.

## **BIBLIOGRAFIA**

- Centelles, E., (1983): "*La actividad de capital riesgo "venture capital": características y posibilidades en España*", Economía Industrial, mayo-junio, p.131 - 143.
- Crevoisier, O. (1993): *Industrie et région: les milieux innovateurs de l'Arc Jurassien*, Université de Neuchâtel, Neuchâtel.
- Holmes, S. e Kent, P. (1990): "*An empirical analysis of the financial structure of small and large australian manufacturing enterprises*" The Journal of Small Business Finance, vol.1, nº 2, p. 141-154.
- Julien (1996 a): "*Information control: a key factor in small business development*", comunicación presentada ó 41 Congreso Mundial da ICSB, Estocolmo, 17-19 de xuño de 1996.
- Julien (1996 b): "*Le contrôle de l'information "riche" par des réseaux: clef du dynamisme des PME*", comunicación presentada ó 3º Congreso Internacional francófono da Peme (CIFPME), Trois-Rivières, Québec, 23-25 outubro 1996.
- Ley 3/1994 de 14 de abril.
- Martí Pellón, J. (1991): "*La capitalización de las PYMES mediante capital riesgo: Problemas existentes y propuestas para su consolidación en España*", Economía Industrial, nº 294, p. 93 - 124.
- Martí Pellón, J., (1994) : *El capital riesgo en España 1993 - 1994*, Madrid, Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial.
- Martí Pellón, J., (1995 a): *El capital riesgo en España 1994 - 1995*, Madrid, Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial.

- Martí Pellón, J., (1995 b): "Capital Riesgo: una denominación equívoca", Boletín de Estudios Económicos, Universidad de Deusto, Vol. L, nº 156.
- Méndez Álvarez, J.: "Los mecanismos para la innovación de los recursos propios y ajenos en las empresas", Economía Industrial, nº 294, p. 59 - 80.
- Norpedip, relatorio de contas, varios exercicios.
- Otero González, L.; López Penabad, C.; Fernández Fernández, L., (1995): "A importancia da dispoñibilidade de capital risco para a dinamización da nosa economía", Revista Galega de Economía, Vol. 4, nº 1-2, p. 25-32.
- Pacci, L., (1972): *Sociedades Financieras Regionales*, Madrid, Ediciones ICE.
- Pencarelli, T. e Dini, L. (1995): "Teoria della struttura finanziaria e piccola impresa", Piccola Impresa / Small Business, nº 3, p. 47-86.
- Planque, B. (1991): "Note sur la notion de réseau d'innovation: reseaux contractuels et reseaux conventionnels", Revue d'économie régionale et urbaine, nº 3-4, p.295-320.
- Real Decreto-Ley 1/1986 de 14 de marzo.
- Real Decreto-Ley 5/1992 de 21 de julio de medidas presupuestarias urgentes.
- Real Decreto-Ley 7/1996 sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.
- Regulamento do Fondo de capital risco de utilización conxunta Galicia - Norte de Portugal.
- Rivas, F., (1993): "As Sociedades de Capital Risco e a súa contribución ó desenvolvemento económico", Análise Empresarial, nº 12.
- Sodiga, informes anuais, varios exercicios.
- St. Pierre, J. e Beaudoin, R. (1995): "L'évolution de la structure de financement après un premier appel public à l'épargne: une étude descriptive" Revue Internationale PME, vol. 8, nº 3-4, p.181-204.
- Vigo Activo, informes anuais, varios exercicios.