

# Los intermediarios y la actividad de capital riesgo en Andalucía: 1988-1993

**Francisco Alcalá Olid**  
Universidad de Jaén

---

## INTRODUCCION

---

La pequeña y mediana empresa<sup>1</sup> (en adelante, PYME) constituye un pilar fundamental del sector empresarial de la economía española. El colectivo que lo compone agrupa a más del 99 por 100 del total de las empresas existentes, proporciona puestos de trabajo a más del 60 por 100 de la población ocupada en la industria, realiza más del 64 por 100 de las ventas y más del 40 por 100 tanto de las exportaciones como de las importaciones nacionales (IMPI, 1994; pg. 9). Magnitudes éstas cuya importancia adquiere mayor relevancia si restringimos el ámbito de estudio a la comunidad autónoma andaluza. Ello justifica que existan instrumentos financieros especialmente diseñados para las mismas.

Uno de los principales problemas que se le plantean a este tipo de empresas es la obtención de los fondos necesarios para llevar a cabo las inversiones que precisa el desarrollo de su actividad. Problema éste que se ve agravado por las características propias de su estructura económico-financiera.

De las cuatro fuentes básicas de financiación a que acude la PYME española (sistema crediticio, mercado monetario, segundo mercado de valores y sector exterior) el sistema crediticio representa el origen de fondos más utilizado por las empresas de esta dimensión, constituyendo el resto fuentes de segundo orden no demasiado implantadas en su financiación (Casilda, 1992; pg. 2.613).

En la PYME española predomina el recurso de los fondos ajenos –básicamente a corto plazo– sobre los propios, a pesar de un creciente incremento de los niveles de autofinanciación. Esta dependencia del crédito a corto plazo provoca

1. Siguiendo la definición adoptada en la Cuarta Directiva de Sociedades de la CE, consideramos como pequeñas y medianas empresas aquellas que tienen como máximo 250 trabajadores.

que su estructura financiera resulte ser muy vulnerable al impacto de la política monetaria y crediticia.

En definitiva, dado que estas empresas, en su mayor parte, se desenvuelven fuera del mercado de valores, sólo le quedan dos fuentes para financiar su modernización y expansión: la autofinanciación y el crédito a medio y largo plazo. Si tenemos en cuenta la escasez de capitales propios, la imposibilidad de emitir obligaciones y la dificultad para acceder al crédito a medio y largo plazo (por su elevado coste) es perfectamente comprensible que dependan, en gran medida, de la financiación bancaria a corto plazo.

Ante esta situación, la obtención de recursos propios se considera un aspecto fundamental que puede realizarse de dos formas. Por un lado, mediante la captación de fondos de inversores a través de la adquisición de acciones de la PYME, lo que traería consigo un trasvase de inversión hacia este conjunto empresarial que sería altamente beneficioso, lo que obligaría a facilitar un mayor desarrollo de los segundos mercados bursátiles para atraer fondos del sistema financiero hacia las mismas. Por otro lado, recurrir con mayor intensidad a la autofinanciación siempre y cuando las circunstancias económico-financieras lo permitan.

Es un lugar común que la banca ha venido desempeñando un papel fundamental en el desarrollo de las empresas de menor dimensión, y por ende de la economía, si bien sería necesario que se implicase más como inversor, asumiendo un mayor riesgo mediante la aportación de capitales de riesgo y no de capitales de deuda. Ello podría hacerlo de forma más sencilla en una PYME, en la que el riesgo es más controlable que en una empresa de gran dimensión.

En este punto, la banca estaría actuando como un verdadero intermediario de *venture capital* o capital riesgo lo que, por una parte, va a evitar el incremento de los costes financieros y, por otra, le va a permitir a ésta aprovecharse de la experiencia que aquélla detenta. Así, consideramos que junto a la financiación tradicional de las instituciones financieras, existe hoy una herramienta de indudable trascendencia para el desarrollo y potenciación de la PYME que permitirá, en cierta medida, incrementar su contribución a la economía tanto nacional como andaluza, para alcanzar los niveles de competitividad que requiere la creciente internacionalización del comercio y de la economía a nivel mundial. Este instrumento es el capital riesgo (*venture capital* en la terminología anglosajona) que es el objeto social de las denominadas sociedades y fondos de capital riesgo, tal y como queda definido en el Real Decreto-Ley 1/86, de 14 de marzo.

---

## LA CONCEPCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO

---

El capital riesgo como actividad efectuada por intermediarios especializados y profesionalizados en la misma (*venture capital firms*) nace en Estados Unidos al finalizar la II Guerra Mundial (Bygrave y Timmons, 1992; pgs. 16-21). Tras el conflicto bélico y ante la existencia, entre otros desastres, de una notable cantidad de capitales inactivos procedentes de las compañías de seguros y fondos de inversión, George Doriot creó la primera sociedad de capital riesgo: *American Research and Development Corporation* (ARD), con el objetivo de adquirir participaciones en el capital de otras empresas que necesitaran recursos para desarrollar su actividad y que tuvieran un elevado potencial de crecimiento a medio plazo para que una vez hubiese madurado la inversión procediera a la venta de dicha participación y obtener, vía plusvalías, la rentabilidad de la misma.

La aparición del fenómeno del capital riesgo en Europa va ligada a la recesión experimentada por los principales agentes económicos tras la crisis de los 70 que les obligó a reaccionar de forma rápida, racionalizando sus actuaciones y buscando una situación dominante en el terreno de las nuevas tecnologías (Medina Fernández, 1988; pg. 113).

Debido a la mayor rigidez de respuesta de las grandes empresas frente a los cambios en la demanda, así como a la necesidad de las instituciones financieras por contar con empresas que sí pudieran afrontar dicho reto, se llegó a la conclusión de que era necesario contar con una serie de empresas de pequeño y medio tamaño para la buena salud del sector empresarial. Ello iba a permitir obtener un mayor grado de respuesta frente a dichas alteraciones de la demanda, aunque ello trajera consigo un mayor riesgo por la vulnerabilidad de las empresas de esta dimensión ante las presiones de los grandes proveedores y clientes, debido a su fragilidad financiera.

Como ha señalado De Gaspari (1984; pg. 33), el retraso en el desarrollo de esta actividad en el viejo continente con relación a Estados Unidos ha sido debido fundamentalmente a una serie de factores como pueden ser:

- \* Escaso desarrollo de los mercados de capitales en comparación con los estadounidenses.
- \* Baja propensión al riesgo por parte de los intermediarios financieros.
- \* Elevada rentabilidad y favorable tratamiento fiscal de las denominadas inversiones sin riesgo, es decir, los títulos públicos de renta fija.

En nuestro país la creación de la primera sociedad de capital riesgo se re-

monta a 1975 cuando el Grupo Banco de Bilbao constituye la sociedad Sefinnova<sup>2</sup>. No obstante, con anterioridad a la aparición del Real Decreto-Ley 1/86 que establece la primera normativa reguladora de la actividad en España, el sector público había puesto en marcha una serie de instrumentos para potenciar el desarrollo de PYMES en determinadas regiones de nuestra geografía. En este sentido, podemos señalar que las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODI) se consideran como el precedente, desde el punto de vista del sector público, de las sociedades y fondos de capital riesgo privadas.

Las características específicas y propias que permiten que las sociedades y fondos de capital riesgo sean consideradas como un subsector especializado dentro del sistema financiero y, por tanto, como intermediarios no bancarios, son las cinco que a continuación se exponen (Alcalá Olid, 1994; pgs. 340-355):

1. La peculiaridad de los fines perseguidos con su actividad, es decir, su claro enfoque hacia la dinamización del desarrollo industrial, en especial de la PYME. Para ello, a través de participaciones minoritarias y temporales, la entidad de capital riesgo y el empresario aparecen unidos por intereses comunes durante el período de tiempo necesario para que el proyecto madure. En dicho instante la inversora enajenará su participación obteniendo la correspondiente plusvalía (o minusvalía) que compensará el riesgo asumido inicialmente y dará entrada a otros inversores que sí tendrán el carácter de permanentes.

2. El elevado riesgo que, normalmente, asumen en cada una de las operaciones que realizan. Riesgo que va a ir ligado a parámetros tales como:

- \* Número de años en funcionamiento de la empresa en que se va a participar. Cuanto más joven sea más complejo será establecer una valoración precisa de la misma, y más aún si es de nueva creación.
- \* Carácter innovador del proyecto que solicita los recursos. La entidad inversora puede encontrarse ante retos como irrumpir en nuevos mercados, lanzar nuevos productos, dirigirse a segmentos de clientela muy específicos, etc., que exigen un elevado grado de información para los inversores en *venture capital* y que no siempre están al alcance de la PYME.
- \* Grado de desarrollo de la empresa que demanda financiación así como calidad y experiencia del equipo directivo encargado de la gestión.

2. Si bien no como sociedad de capital riesgo propiamente dicha, ya que esta denominación no aparece en España hasta el año 1986.

3. Su posicionamiento comercial, es decir, el tipo de actividad financiera, de negocio en definitiva, que realizan y que, en nuestra opinión, les confiere una ventaja competitiva. Si tenemos en cuenta que la PYME tiene mayores dificultades que las empresas de gran dimensión para obtener financiación para sus inversiones y que además las condiciones de la misma suelen ser menos ventajosas, el capital riesgo se presenta para este tipo de empresas como un instrumento complementario para la captación de recursos de sumo interés.

4. Las ramas de actividad a las que se dirigen sus inversiones son aquellas que introduzcan innovaciones de diverso tipo o en las que tras la aplicación de las mismas se puedan alcanzar, a medio plazo, objetivos tales como: expansión de la producción, mejora de los costes y de la productividad, ampliación de la cuota de mercado, penetración en nuevos mercados, etc.

5. Existencia de un buen grado de entendimiento entre el inversor y el empresario que recibe los recursos de la sociedad o fondo de capital riesgo. Aspecto, por otra parte, esencial para que la inversión llegue a buen término. El inversor en capital riesgo no es un inversor pasivo sino que, normalmente, desempeña un activo papel en el desarrollo del proyecto de inversión asesorando al empresario de la participada. En la medida en que esta interrelación sea óptima, es decir, cuanto mayor sea el grado de confianza mutuo, mayores serán las expectativas de futuro que ofrezca la inversión. Como señala Adler (1981; pgs. 109-111), en la mayoría de los casos en que la inversión ha tenido éxito, las relaciones entre inversor y empresario eran muy buenas.

---

#### UNA VISION DE CONJUNTO DEL SECTOR DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

---

Para poder calibrar cuál es la situación actual del sector en España, consideramos que es necesario detenernos –previamente al estudio de las variables más significativas del sector– en la evolución del número de intermediarios especializados, la fórmula jurídica adoptada por los mismos, su pertenencia al sector público o privado, así como los capitales gestionados por las mismas (véase cuadro 1).

Con relación al número de operadores hemos de señalar que se ha producido una favorable evolución de los mismos ya que se ha experimentado un crecimiento positivo en la cifra de intermediarios que realizan esta actividad en todos los ejercicios. En la actualidad, existen 48 entidades de capital riesgo (32 sociedades y 16 gestoras para los 32 fondos) que disponen de unos recursos totales superiores a 170.000 millones de pesetas. Ello implica una tasa de crecimiento del 50 por 100 con respecto al comienzo del período de análisis. Junto a ello debemos poner de manifiesto que, aún siendo muy similar el ritmo de creación, las gestoras de fondos han crecido a una tasa algo mayor que las sociedades (más aún si se considera el



número de fondos), diferencia que se amplía de forma considerable si tenemos en cuenta los capitales gestionados por unas y otras (1.600 millones de pesetas como media para las sociedades y 7.300 para las gestoras, en el último ejercicio).

**CUADRO 1**  
**NUMERO DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA: FORMULA JURIDICA, TITULARIDAD Y CAPITALES TOTALES EN GESTION (1988-1993)**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Sociedades	22	25	26	26	29	32
Fondos	10	11	21	27	30	32
Gestoras	10	11	13	15	16	16
Privadas	15	17	21	23	27	28
Públicas	17	19	18	18	18	20
TOTAL	32	36	39	41	45	48
Capitales en gestión(*)	63.873	76.591	110.132	129.325	152.551	170.319

(\*) En millones de pesetas.

Fuente: ASCRI (varios años). Elaboración propia.

La titularidad de las entidades revela el cambio de orientación que se ha producido en el seno de la actividad, tal y como había sucedido anteriormente en otros sectores europeos. Esto es, tras un dominio del sector público, tanto en el número de operadores como en el volumen de capitales totales en gestión, se ha pasado a una situación en la que la iniciativa privada es la que marca el ritmo de expansión y crecimiento del sector. Esta evolución es lógica puesto que una actividad como el capital riesgo, necesita de un impulso institucional que facilite su difusión y permita el nacimiento de la misma para que, finalmente, a través de incentivos fiscales y/o financieros, aflore con fuerza el sector privado para desarrollar todo el potencial de un instrumento de financiación que pretende generar inversiones productivas en PYMES con expectativas de crecimiento futuro. Así, la iniciativa pública española se reflejó, inicialmente, en la creación de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), en 1972, con el fin de promocionar y desarrollar económicamente dicha región. Actuación que se vería continuada con la constitución de seis SODI más en las comunidades autónomas españolas menos favorecidas. Tras este primer esbozo de la actividad del capital riesgo por parte del sector público a través de las SODI, en 1986 y mediante la promulgación del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, se establece por vez primera en nuestro país una legislación específica para regular la actividad de *venture capital*. Los

incentivos allí contemplados para los intermediarios que se acogieran a la misma, provocaron un rápido crecimiento en la constitución de nuevos operadores auspiciados, sobre todo, desde el sector privado. Esta legislación —que ha experimentado a lo largo de estos años diversas modificaciones— justifica, en parte, que el sector público haya ido perdiendo importancia relativa en favor del privado, que lo ha superado tanto en número de entidades como en volumen de recursos captados y gestionados.

En los momentos actuales, precedidos por los acontecimientos derivados de la situación de la economía internacional desde comienzos de la década, habría que ser prudentes respecto a las posibilidades de crecimiento futuro de esta actividad. Por una parte, debemos de considerar que el ritmo de expansión de los nuevos recursos del sector crecerá de forma moderada a corto plazo por dos factores: a) existencia de un elevado volumen de fondos pendiente de inversión que hace prever que no escaseen los recursos necesarios para acometer nuevos proyectos y, b) hasta que no se abandone el reciente pesimismo de los agentes sobre las expectativas de futuro de la economía, provocadas por la situación de incertidumbre económica, no es de esperar que los mismos destinen sus ahorros a una modalidad financiera de elevado riesgo. En segundo lugar, la finalización de los primeros fondos de capital riesgo está próxima, lo cual provocará una reducción de los capitales totales en gestión y, en tercer lugar, el hecho de que las participaciones se hayan adquirido en presencia de un estado de bonanza económica puede retraer la nueva captación de recursos si las plusvalías obtenidas finalmente son inferiores a las esperadas como consecuencia de la recesión económica de los últimos ejercicios.

En definitiva, pensamos que aunque el volumen de recursos gestionados ha ido evolucionando de forma positiva con el transcurso de los años, se puede estar entrando en estos momentos en una fase de estancamiento motivada por la cautela de los inversores, a la espera de acontecimientos favorables, para tomar sus decisiones de inversión.

Para concluir este breve repaso a la situación del sector estudiaremos dos aspectos que se consideran básicos en esta actividad: procedencia de los recursos (por inversor y procedencia geográfica) y destino de la inversión.

Con relación a los recursos que atraen las entidades de capital riesgo, consideramos que para estudiar el pulso de la actividad sería de utilidad analizar la evolución de los nuevos fondos captados anualmente, ya que ello nos aproximaría al potencial de atracción que este tipo de inversión en capital detenta. De la observación del cuadro 2, en el que se pone de manifiesto la procedencia de los nuevos recursos atraídos en el ejercicio en función del agente que los provee y de su procedencia geográfica, podemos destacar algunas cuestiones.

CUADRO 2  
**PROCEDENCIA DE LOS NUEVOS RECURSOS CAPTADOS POR EL SECTOR DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA  
 (1989-1993) (EN MILLONES DE PESETAS CORRIENTES Y EN PORCENTAJES)**

	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
<b>A- Por tipo de inversor</b>										
Bancos y otras inst. finan. priv.	4.787	28,34	5.497	16,39	5.584	29,09	7.782	32,29	2.683	9,09
Sector público	1.679	9,94	4.967	14,81	869	4,53	3.502	14,53	16.676	56,52
Empresas	1.915	11,34	2.255	6,72	123	0,64	4.209	17,46	4.840	16,40
Fondos de pensiones	4.889	28,94	17.524	52,25	8.153	42,48	500	2,07	792	2,68
Compañías de seguros	264	1,56	1.676	5,00	1.854	9,66	1.620	6,72	194	0,66
Particulares	209	1,24	668	1,99	960	5,00	250	1,04	2.455	8,32
Beneficios no distribuidos	21	0,12	178	0,53	284	1,48	300	1,24	229	0,78
Otros	3.129	18,52	776	2,31	1.366	7,12	5.937	24,63	1.636	5,54
Recursos captados en el año	16.893	100,00	33.541	100,00	19.193	100,00	24.100	100,00	29.505	100,00
<b>B- Procedencia geográfica</b>										
España	9.329	55,22	5.777	17,22	6.291	32,78	11.818	49,04	23.384	79,25
Resto Europa	7.537	44,62	26.669	79,51	9.827	51,20	5.176	21,48	1.571	5,32
Estados Unidos	27	0,16	469	1,40	2.460	12,82	7.106	29,49	4.550	15,42
Otros	0	00,0	626	1,87	615	3,20	0	0,00	0	0,00
Recursos captados en el año	16.893	100,00	33.541	100,00	19.193	100,00	24.100	100,00	29.505	100,00

Fuente: ASCRI (varios años). Elaboración propia.



A lo largo del último quinquenio el volumen de nuevos recursos captados por las entidades de capital riesgo españolas ha sido continuamente creciente, con la excepción de 1991, por lo que podemos señalar que se ha producido una notable regularidad en su evolución.

Si atendemos al tipo de inversor que aporta los recursos podemos indicar que, como media del período, los fondos de pensiones (de nacionalidad extranjera, ya que los nacionales apenas contribuyen con sus recursos a esta actividad) son el más destacado agente del sector español (con una participación del 25 por 100 sobre el total). No obstante, debemos señalar que si bien en los tres primeros años su aportación era la más importante, en el último bienio es prácticamente insignificante. La explicación a este cambio de comportamiento hay que buscarla en el clima de incertidumbre económica que se ha vivido en 1992 y 1993 en la economía mundial que ha afectado de forma decisiva a las decisiones de inversión.

Tras los fondos de pensiones, son los bancos y otras instituciones financieras privadas los aportantes más destacados a lo largo del período, concretamente la media de recursos destinados al sector por parte de los mismos se ha situado en torno al 23 por 100 del total de nuevos fondos captados.

El sector público se sitúa como el tercer inversor que más recursos destina a esta actividad, con una media del 20 por 100 sobre el total. A este porcentaje ha contribuido de forma significativa el notable aumento de la aportación efectuada en 1992 (3.500 millones de pesetas) como consecuencia de la recesiva situación de la economía que le ha obligado a incrementar su participación en este sector para intentar mantener unos niveles mínimos de inversión, proceso éste que ha culminado en 1993 con la creación de un fondo de capital riesgo de 10.000 millones de pesetas y que le ha supuesto desempeñar el papel de protagonista en dicho ejercicio, en lo relativo a la aportación de nuevos recursos, como ya ocurriera en el período 1975-1985. Junto a ello, también hay que destacar las notables ampliaciones que se han llevado a cabo en algunas entidades públicas de capital riesgo de carácter regional.

Finalmente, cabe señalar que aunque pueda parecer ilógico el hecho de que en los años 1992 y 1993 (en presencia de una recesión) se haya incrementado el volumen de recursos captados por el sector, hay varias razones que confirman lo sucedido. Por una parte, algunos operadores se crearon en estos años tras un proceso que había comenzado con anterioridad por lo que la decisión ya estaba tomada hace dos o tres años y había sido pospuesta por distintos motivos y, por otro, el mercado de capital riesgo español tiene capacidad de crecimiento futuro, por lo que invita a nuevos participantes a introducirse en él.

Por otra parte, también es necesario destacar que la importante afluencia de

capitales extranjeros a la economía española en general, en los últimos años, se ha dejado notar de forma pronunciada en el sector del capital riesgo. En la mayoría de los ejercicios económicos analizados más del 50 por 100 de los nuevos fondos aportados al sector español ha tenido su origen fuera de nuestras fronteras. Además se ha venido produciendo una mutación en los mismos que ha originado que los procedentes del resto de Europa pierdan su predominio sobre los estadounidenses.

En conclusión, se puede indicar que en el sector español, tal y como ocurre en Europa, el principal aportante de recursos son las entidades financieras. Un último aspecto a reseñar lo constituye la escasa significación que la partida de beneficios retenidos supone como origen de nuevos fondos, lo que nos lleva a indicar que el sector en España aún no ha finalizado su proceso de consolidación y madurez. Igualmente destacable es el hecho de que el impulso del sector ha venido de la mano de los inversores extranjeros, justo al contrario de lo ocurrido en Europa, cuyo motor más decisivo han sido los agentes económicos nacionales.

Con respecto a la inversión efectuada por el sector, lo primero que hay que señalar es que se pueden distinguir dos períodos en la evolución de la misma. Así, hasta 1990 el volumen de inversión anual suscrita por el sector ha sido creciente, pero a partir de dicha fecha esta magnitud invierte su tendencia (ver cuadro 3).

CUADRO 3  
VOLUMEN DE INVERSION SUSCRITA POR LAS ENTIDADES  
DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA (1988-1993)

Años	Millones de pesetas
1988	12.770
1989	18.620
1990	26.663
1991	20.258
1992	17.008
1993	16.725

Fuente: ASCRI (varios años). Elaboración propia.

Un aspecto también relevante en el análisis de la inversión del sector lo constituye el destino de la misma en función de la etapa de desarrollo en que se encuentra la participada. De la observación del cuadro 4, cabe mencionar que la fase de desarrollo que mayor número de operaciones acapara es la de crecimiento o *expansion* ya que, como media, recibe 93 operaciones al año, seguida de la de

CUADRO 4  
**DISTRIBUCION DEL NUMERO DE NUEVAS OPERACIONES, POR FASE DE DESARROLLO,  
 DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA (1989-1993)**

Fase de desarrollo	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
Semilla ( <i>seed</i> )	10	6,29	3	2,63	29	11,93	12	5,11	12	5,02
Arranque ( <i>start-up</i> )	98	61,64	58	50,88	125	51,44	106	45,11	45	18,83
Crecimiento ( <i>expansion</i> )	49	30,82	47	41,23	84	34,57	109	46,38	177	74,06
Compra apalancada ( <i>buy-out</i> )	1	0,63	1	0,88	3	1,23	5	2,13	1	0,42
Reemplazamiento ( <i>replacement</i> )	0	0,00	0	0,00	1	0,41	0	0,00	0	0,00
Reorientación ( <i>turnaround</i> )	1	0,63	5	4,39	1	0,41	3	1,28	4	1,67
<b>TOTAL</b>	<b>159</b>	<b>100,00</b>	<b>114</b>	<b>100,00</b>	<b>243</b>	<b>100,00</b>	<b>235</b>	<b>100,00</b>	<b>239</b>	<b>100,00</b>

Fuente: ASCRI (varios años). Elaboración propia.

*start-up* con 86. Este dato nos permite poner de manifiesto un elemento importante como es el hecho de que se está produciendo un trasvase de las inversiones desde los estadios iniciales del desarrollo de una empresa hacia aquellos más avanzados. Ello puede venir a reflejar un cambio de mentalidad del inversor en capital riesgo con respecto a la filosofía inicial de esta actividad que se enfocaba hacia la dinamización de empresas de nueva o reciente creación y con elevado potencial de crecimiento a medio y largo plazo. Esto nos podría llevar a pensar incluso, llegando al extremo, en suprimir el atributo de riesgo a este tipo de inversión en capital, ya que cada vez dirige sus inversiones hacia proyectos más seguros, en los que el riesgo no difiere mucho del que se puede suscitar en otros tipos de inversión.

---

### EL CAPITAL RIESGO EN LA COMUNIDAD AUTONOMA ANDALUZA<sup>3</sup>

---

Si tenemos en cuenta que el sector del capital riesgo a nivel nacional aún se encuentra en proceso de consolidación, hemos de matizar que el desarrollo del mismo a nivel andaluz es todavía más incipiente. Este hecho se constata, no por el número de entidades que operan en la actualidad –que es muy elevado en comparación con el conjunto nacional, ya que existe al menos un operador en cada provincia andaluza–, sino por la dimensión y el volumen de operaciones de las mismas, así como por su mayor juventud y, consecuentemente, menor experiencia en una actividad financiera compleja como es la que desempeñan este tipo de intermediarios no bancarios.

Un aspecto que resulta interesante destacar es que de las dos posibilidades (sociedades o fondos de capital riesgo) que ofrece la legislación vigente para desarrollar esta actividad (al amparo del Real Decreto-Ley 1/86), todas las entidades andaluzas que se han acogido a la normativa lo han hecho a través de la figura de sociedad de capital riesgo. Baste recordar que las primeras (sociedades) se caracterizan por invertir sus recursos propios y por no tener, en principio, una duración limitada en el tiempo. Los fondos, por su parte, no suelen contar con recursos para invertir, su papel se orienta hacia la captación de recursos de otros inversores que son integrados en el fondo con una duración temporal. La sociedad gestora de éste se reserva la inversión, administración y desinversión de dicho fondo a cambio de

3. Los datos que aquí se ofrecen han sido facilitados por cada una de las entidades de capital riesgo andaluzas que se mostraron dispuestas a colaborar en este trabajo, a través de un formulario que previamente les remitimos. La no inclusión de algunas sociedades responde a la imposibilidad de conseguir datos sobre las mismas, no obstante, debemos matizar que el estudio contempla los intermediarios andaluces en esta actividad que aportan más del 90 por 100 de los capitales totales en gestión lo que, desde nuestro punto de vista, confiere al análisis que efectuamos a partir de dicha información una representatividad aceptable. Queremos igualmente expresar nuestro más sincero agradecimiento a aquellas entidades que nos han permitido acceder a su documentación para la realización de este estudio.

una comisión y una participación en las ganancias realizadas en la liquidación del mismo.

La actividad de capital riesgo en sentido estricto<sup>4</sup> comenzó su andadura en Andalucía en 1988 cuando se constituyó la sociedad Sevilla '93. Esta entidad, que supone el punto de arranque del *venture capital* desde la iniciativa privada, se creó con el objeto de impulsar el nacimiento de nuevas empresas. De hecho, si en cualquier área geográfica la presencia de una entidad de capital riesgo supone un factor de dinamización, en Andalucía esta trascendencia es aún mayor como consecuencia de la fragilidad y escasa solidez de que goza su tejido industrial. Estos presupuestos (creación de nuevas empresas y dinamización económica) llevaron a que en abril de 1988, con el Mercado Unico de 1993 como horizonte y con la Exposición Universal como punto de apoyo, un grupo de empresas sevillanas, respaldadas por la Sociedad Estatal Expo '92 y otras esferas del sector público, sumaran sus fuerzas para crear Sevilla '93.

A partir de estas fechas y propiciadas, bien por el sector público, bien por el privado, se han ido constituyendo en Andalucía otras sociedades de capital riesgo (véase cuadro 5) con criterios similares a los de Sevilla '93 con el principal objetivo de promover la iniciativa empresarial a través de participaciones temporales y minoritarias en su capital social, si bien en algunas ocasiones han utilizado otros instrumentos financieros como pueden ser los préstamos o los avales.

Así, en 1989, se constituyeron dos nuevas entidades en Andalucía, Inversiones Progranada (ubicada en Granada) y M-Capital (en Málaga), con unas aportaciones iniciales de 200 y 164 millones de pesetas, respectivamente. Los principales accionistas de estos intermediarios eran de carácter privado, en el primer caso este papel lo desempeñaban las entidades financieras y, en el segundo, un grupo de empresas constructoras privadas. Cabría matizar que M-Capital es la única entidad cuyo capital social es 100 por 100 privado, si bien no fue configurada como una sociedad de capital riesgo en sentido estricto<sup>5</sup>, sino que era una sociedad de fomento empresarial. En 1990, se crea Fomento de Iniciativas Cordobesas (FICOR, en Córdoba), con unos recursos iniciales de 411 millones de pesetas. Siendo en este caso, el principal aportante de fondos a la entidad, el sector público (considerando conjuntamente tanto el estatal como el autonómico y local) con una partici-

4. Ya que con anterioridad se había creado la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Andalucía (SODIAN), que efectúa algunas de sus inversiones mediante operaciones típicas de capital riesgo y su objeto social era similar al de las entidades que aquí tratamos, pero su actividad no se aborda en este trabajo por ser, básicamente, un instrumento público para propiciar el desarrollo regional más que una verdadera entidad de capital riesgo.
5. Ya que no se ajustaba a la normativa específica sobre capital riesgo en España, es decir, al Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, y sus posteriores modificaciones legislativas.



CUADRO 5  
ALGUNOS DATOS RELEVANTES DE LAS ENTIDADES  
DE CAPITAL RIESGO ANDALUZAS

ENTIDAD	AÑO CONSTITUCION (1)	CAPITAL SOCIAL (2) (3)	INVERSIONES EFECTUADAS (3)	VOLUMEN DE INVERSION (2) (3)	PRINCIPAL INVERSOR
Sevilla '93	1988	812.000	41	373.335	Empresas privadas
Inversiones Programadas	1989	562.500	14	279.754	Entidades financieras
M-Capital	1989	477.500	s.d.	s.d.	Empresas privadas
Fomento de Iniciativas Cordobesas	1990	826.218	8	567.595	Sector público
Inverjaén	1993	528.000	0	0	Sector público
Iniciativas Económicas de Almería	1993	283.000	0	0	Sector público
Sociedad para el fomento de Inver- siones en Huelva	1993	302.000	0	0	Sector público

(1) Fecha desembolso de los capitales.

(2) En miles de pesetas corrientes.

(3) A 31 de diciembre de 1993.

Fuente: Elaboración propia.

pación de algo más del 56 por 100 del capital social. Posteriormente, en 1992 se constituye Inverjaén (en Jaén) e Iniciativas Económicas de Almería, si bien se considera que su aportación al sector no se produce hasta el ejercicio siguiente puesto que es cuando se produce el desembolso efectivo de los capitales. En ambas el sector público se constituye como el principal aportante de fondos, con un 54 y un 75 por 100, respectivamente. No obstante, hay que matizar que en el caso de Inverjaén, las Corporaciones Locales (Diputación Provincial y 15 Ayuntamientos de la provincia) juegan un destacado protagonismo al aportar casi el 30 por 100 del capital social inicial. De igual modo, el peso relativo de las Cajas de Ahorros es muy superior en la entidad ubicada en Jaén (40 por 100 del capital social) al que dichos inversores inyectan en Iniciativas Económicas de Almería (algo más del 12 por 100). Finalmente, en 1993, se crea la Sociedad para el Fomento de Inversiones en Huelva (SOFINSA), con unos recursos iniciales de 302 millones de pesetas, que son aportados de forma mayoritaria por el sector público (más del 66 por 100 de los capitales iniciales) y por las entidades financieras (22 por 100). La última entidad de capital riesgo que se ha creado es Apuesta por el Sur (con domicilio social en Cádiz), si bien los capitales no se han desembolsado hasta 1994.

En definitiva, la mayoría de las constituidas hasta la fecha han nacido con una vocación fundamentalmente provincial que se hace extensible, en algunos casos, al resto de la comunidad autónoma. Esta motivación se deriva de que sus promotores han sido, en muchos casos, instituciones de carácter público con la intención de poner en marcha mecanismos financieros que permitan promover el desarrollo económico andaluz (Martín Rodríguez y Martín Mesa, 1993; pgs. 492-493).

Si atendemos a la clasificación<sup>6</sup> que efectúa la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) de las sociedades y fondos de capital riesgo en España en función del volumen de capitales en gestión del operador, podemos observar que todas las entidades andaluzas serían de dimensión pequeña, ya que ninguna alcanza los 1.000 millones pesetas. No obstante, podríamos a su vez, para el caso de nuestra comunidad autónoma, distinguir tres grupos en función de dicho tamaño. Así podemos establecer (siempre teniendo en cuenta que son de pequeña dimensión en comparación con las entidades del sector nacional considerado en su conjunto) la distinción entre aquellas que gestionan más de 800 millones (Sevilla '93 y Fomento de Iniciativas Cordobesas), las que sus recursos se encuentran entre 400 y 800 millones (Inversiones Progranada, Inverjaén y M-Capital) y aque-

6. En los informes anuales que publica la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), se distingue entre entidades grandes, medianas y pequeñas, en función de que sus capitales en gestión sean de más de 5.000 millones de pesetas, de 1.000 a 5.000 millones y de menos de 1.000 millones, respectivamente.

llas cuyos fondos son inferiores a 400 millones (Iniciativas Económicas de Almería y Sociedad para el Fomento de Inversiones de Huelva)<sup>7</sup>.

Finalmente, debemos señalar que el total de recursos gestionados por el capital riesgo andaluz, en torno a 3.500 millones de pesetas, es ligeramente superior al 2 por 100 del total de fondos de que dispone esta actividad a nivel nacional, por tanto, hemos de indicar que en relación al sector español en su conjunto, la importancia relativa de las entidades ubicadas en Andalucía es escasa. Ello no es sino consecuencia directa de la juventud de estos intermediarios en la región. Del total de dichos fondos, el sector público es el inversor más destacado –si bien en algunas entidades el peso de la iniciativa privada es más importante– del período ya que ha aportado más del 40 por 100 de los mismos. Lo cual es lógico si tenemos en cuenta que esta actividad en sus comienzos ha necesitado en casi todos los países de un primer impulso proveniente de dicho sector.

En contraposición a este escaso peso relativo en el total de capitales gestionados por el sector nacional, debemos señalar que el número de entidades existentes en Andalucía es superior a esta proporción, concretamente viene a suponer el 17 por 100 del número de entidades en toda España, lo cual es consecuencia de la escasa dimensión de cada uno de los operadores andaluces, ya que el mayor de ellos sólo gestiona algo más de 800 millones de pesetas.

---

## LOS NUEVOS RECURSOS CAPTADOS POR EL CAPITAL RIESGO ANDALUZ

---

La evolución seguida por esta magnitud a lo largo del período de estudio (1988-1993) muestra un comportamiento ciertamente irregular, en el sentido de que alternan, en los distintos años, elevadas tasas de crecimiento con otras de profundo descenso en los capitales atraídos por el sector.

Tras la creación de Sevilla '93, la constitución de Inversiones Progranada y M-Capital provocó que en 1989 se captaran más de 350 millones de pesetas por parte del sector. No obstante, también hay que señalar que las ampliaciones de capital de Sevilla '93 permitieron que su aportación a la actividad en 1989 casi llegara a equiparar los recursos con los que inicialmente contaban las entidades más recientemente creadas. Todo ello permitió atraer una nueva inyección de recursos por un valor superior a los 700 millones de pesetas, lo que implicó un crecimiento de dicha magnitud del 190 por 100 con relación al ejercicio precedente.

7. La entidad de capital riesgo ubicada en la provincia de Cádiz, Apuesta por el Sur, no ha finalizado su proceso de constitución durante 1993, por lo que no se refleja en esta clasificación.

Crecimiento éste muy superior al que en dichas fechas se produjo a nivel nacional en el sector del capital riesgo que sólo alcanzó una tasa del 30 por 100.

A pesar de que en 1990 se crea FICOR, se produce una leve disminución de los nuevos recursos captados por el sector del 0,4 por 100 con relación al ejercicio anterior. La creación de esta entidad supuso (como ya ocurriera en el año precedente con la constitución de Inversiones Progranada y M-Capital) una importante provisión de recursos financieros a la actividad andaluza. Concretamente, los fondos con los que se crea FICOR suponen más del 60 por 100 de los nuevos capitales atraídos por el capital riesgo en nuestra comunidad autónoma.

Es a partir de dicho año, precisamente, cuando se comienza a producir un continuado descenso de la citada variable que culmina en 1992 con una tasa negativa de crecimiento del 76 por 100 con respecto a 1991, pero su gravedad se detecta en el volumen de fondos captados en términos absolutos que sólo supone un 24 por 100 de los recursos con que se constituyó la primera entidad de capital riesgo en Andalucía en 1988. Este decrecimiento se justifica, desde nuestro punto de vista, por los siguientes hechos:

- \* En los ejercicios anteriores ya se habían creado diversos intermediarios del capital riesgo en Andalucía que además, en algunos casos, habían recibido inyecciones de recursos con posterioridad a los captados en su constitución, lo que lleva a que los inversores esperen a observar la evolución del ahorro que habían canalizado a través de estos intermediarios para acometer nuevas aportaciones.
- \* La situación de recesión que vive la economía española en dichas fechas y que afecta a las decisiones de inversión de los distintos agentes económicos que prefieren, ante la situación de incertidumbre existente, dirigir sus fondos hacia otras operaciones más seguras.
- \* Igualmente se produce un retraso en la constitución de nuevas sociedades de capital riesgo, que inicialmente estaban previstas para 1992, con motivo de la situación que atraviesa la economía en estos momentos.

Esta última razón justifica, en parte, la escasez de nuevos recursos captados por el sector en 1992 (que además se ven disminuidos por las pérdidas obtenidas por la actividad en su conjunto) y se encuentra detrás del explosivo crecimiento de esta variable en el último ejercicio analizado. En 1993, con una tasa de crecimiento sobre el año anterior del 2.811 por 100, los nuevos recursos captados superaron los 1.700 millones de pesetas. Esta última inyección de fondos es prácticamente equivalente al total de recursos captados por el sector andaluz en los años precedentes.



Conviene señalar el hecho de que el 64 por 100 de dichos fondos (1.119 millones de pesetas) proceden de las tres nuevas sociedades de capital riesgo constituidas en Andalucía en dicho año (Inverjaén con 528 millones, Iniciativas Económicas de Almería con 283 y SOFINSA con 302). Igualmente hay que destacar que aunque no se hubiera producido la constitución de dichas entidades se habría alcanzado un buen nivel de fondos (600 millones de pesetas), tan sólo algo inferior a los máximos alcanzados en 1989 y 1990.

Dado que en estos años la variable de nuevos recursos captados ha estado condicionada, por una parte, por la creación de nuevos intermediarios y, por otra, por la situación de recesión que ha afectado a toda la economía, quizá habría que esperar el transcurso de algunos ejercicios más para poder analizar la situación de este sector con relación a su estado de consolidación o crecimiento. El hecho de que se haya creado una entidad de capital riesgo en cada provincia andaluza (con la creación de Apuesta por el Sur, ubicada en Cádiz) nos lleva a pensar que en el futuro más inmediato el crecimiento de los nuevos recursos captados va a estar condicionado por las ampliaciones de capital que puedan efectuar los intermediarios ya existentes (ya que consideramos improbable la creación de una segunda entidad de capital riesgo en la mayoría de las provincias andaluzas), lo que a su vez dependerá de los resultados que los inversores vayan obteniendo a través de las operaciones que ya se han llevado a cabo. Si además tenemos en cuenta que el número de desinversiones es aún muy reducido y que la mayoría de las inversiones efectuadas tienen dos o tres años de antigüedad, la situación se torna más compleja porque los aportantes de fondos al capital riesgo andaluz todavía no han recuperado sus ahorros y, consecuentemente, ninguna plusvalía que les permita tener un sólido punto de apoyo para tomar la decisión de incrementar su participación en un sector como es el del capital riesgo.

Para profundizar un poco más en el análisis de los nuevos recursos captados anualmente por el sector, convendría estudiar la estructura de los mismos en función de la naturaleza del inversor que los aporta, de su origen geográfico y de la antigüedad del operador (ver cuadro 6).

Por tipo de inversor podemos indicar que, como media del período, el aportante más destacado es el sector público (considerado de forma conjunta el estatal, autonómico y local), cuya inyección al capital riesgo en Andalucía ha supuesto un 41,54 por 100 del total de nuevos recursos captados. Este mayor peso relativo en la captación anual de nuevos fondos viene justificado por el hecho de que, como hemos señalado anteriormente, este sector adquiere un mayor protagonismo en el comienzo del desarrollo de este tipo de actividad financiera. Junto al IMPI y el IFA también han contribuido de forma notable al capital social de dichas entidades las Corporaciones Locales (Ayuntamientos y Diputaciones) de las provincias en que se ubicaban las mismas. No obstante, se espera que esta situación de primacía se



CUADRO 6  
**PROCEDENCIA DE LOS NUEVOS RECURSOS CAPTADOS POR EL SECTOR DEL CAPITAL RIESGO  
 EN ANDALUCIA (1988-1993) (EN MILES DE PESETAS CORRIENTES Y EN PORCENTAJE)**

	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
<b>A- Antigüedad del operador</b>												
De nueva creación	245.000	100,00	363.604	51,20	421.062	59,54	0	0,00	0	0,00	1.119.443	64,28
Ya existente	0	0,00	346.625	48,80	286.119	40,46	252.368	100,00	59.819	100,00	622.074	35,72
Recursos captados en el año	245.000	100,00	710.229	100,00	707.181	100,00	252.368	103,01	59.819	100,00	1.741.514	100,00
<b>B- Por tipo de inversor</b>												
Entidades no financieras privadas	125.000	51,02	225.000	31,68	165.550	23,41	63.500	25,16	0	0,00	109.850	6,31
Sector Público	40.000	16,33	87.500	12,32	287.500	40,65	164.000	64,98	25.000	41,79	939.653	53,96
Bancos	20.000	8,16	182.500	25,70	195.500	27,64	0	0,00	62.500	104,48	503.715	28,92
Otros	60.000	24,49	209.000	29,43	25.000	3,54	0	0,00	0	0,00	313.500	18,00
Beneficios no distribuidos	0	0,00	6.229	0,88	33.631	4,76	24.868	9,85	(27.681)	(46,27)	(125.204)	(7,19)
Recursos captados en el año	245.000	100,00	710.229	100,00	707.181	100,00	252.368	100,00	59.819	100,00	1.741.514	100,00
<b>C- Por país de procedencia</b>												
Nacional	245.000	100,00	710.229	100,00	607.131	85,85	252.368	100,00	59.819	100,00	1.741.514	100,00
Otros países europeos	0	0,00	0	0,00	100.050	14,15	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Recursos captados en el año	245.000	100,00	710.229	100,00	707.181	100,00	252.368	100,00	59.819	100,00	1.741.514	100,00

Fuente: Elaboración propia.

pierda en favor del sector privado en la medida en que esta actividad alcance un mayor desarrollo y sea cada vez más atractiva para la canalización del ahorro privado hacia inversiones productivas que permitan dinamizar la PYME andaluza.

Las entidades financieras (rúbrica en la que se incluyen tanto bancos como cajas de ahorros) han jugado, igualmente, un destacado papel como inversor en la actividad. De hecho, su aportación media ha supuesto más del 25 por 100 de los fondos captados por el capital riesgo andaluz. Han sido fundamentalmente las cajas de ahorros ubicadas en nuestra comunidad autónoma las que han favorecido este protagonismo del sector financiero.

El tercer inversor más destacado son las entidades no financieras privadas que aportan, como promedio, más del 18 por 100 de los nuevos recursos. Peso relativo éste que es ciertamente elevado si lo comparamos con el que estos inversores tienen en el conjunto nacional (en torno al 10 por 100). La razón que justifica esta importancia relativa de los mismos viene motivada porque las sociedades de capital riesgo andaluzas al ser de carácter, fundamentalmente, provincial han sido capaces de estimular a las empresas ubicadas en dicho ámbito geográfico para que aporten sus recursos a una actividad prometedora que redundará en beneficio del desarrollo económico provincial.

El análisis de la procedencia geográfica de los fondos pone de manifiesto que la práctica totalidad de los mismos tiene su origen en el mercado nacional. Tan solo en 1990 se produjo una aportación procedente de Europa, por un importe de 100 millones de pesetas, cuyo objetivo era participar de forma conjunta en un proyecto de inversión de una de las entidades de capital riesgo andaluzas, para lo que suscribió una parte del capital social de dicho intermediario. Hecho éste que lo diferencia del sector español en su conjunto en el que la aportación de los inversores extranjeros había sido la más destacada hasta 1993, año en el que a consecuencia de la incertidumbre y la notable provisión de fondos efectuada por el sector público español, ha perdido su liderazgo en esta variable.

Por último, cabría señalar que la evolución de estos fondos captados por el sector puede ser calificada como positiva, en el sentido de que si bien en los ejercicios en los que se ha creado algún nuevo operador, han sido éstos los que mayor volumen de recursos han aportado, las entidades ya existentes también han venido contribuyendo a su crecimiento.

---

## LOS CAPITALES TOTALES EN GESTION

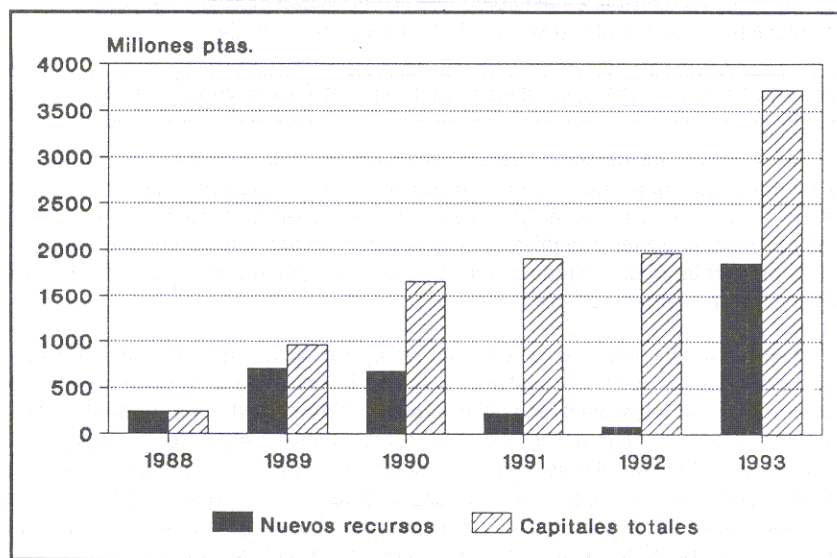
---

La evolución de la variable que nos indica la cuantía de recursos que las entidades de capital riesgo tienen disponible para inversión ha sido favorable a lo

largo de estos años en la comunidad autónoma andaluza. Ello significa que los capitales gestionados han seguido una tendencia creciente (con una tasa media anual de más del 100 por 100) durante este período, consecuencia lógica de la continuada inyección de nuevos recursos al sector (ver figura 1).

El fuerte incremento experimentado por los nuevos recursos captados en el último ejercicio ha supuesto, prácticamente, duplicar el volumen total de capitales en gestión de los operadores andaluces. No obstante, como ya hemos señalado anteriormente, la importancia relativa de la actividad en Andalucía es aún muy baja en comparación con la nacional.

FIGURA 1  
EVOLUCION DE LOS RECURSOS FINANCIEROS DE  
LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO ANDALUZAS (1988-1993)  
(EN MILLONES DE PESETAS CORRIENTES)



Fuente: Elaboración propia.

A diferencia de lo que ocurre en el sector español en su conjunto, en el que los primeros fondos de capital riesgo están próximos a su conclusión, lo que puede ocasionar una reducción de los capitales en gestión, en Andalucía la inexistencia de este tipo de operadores nos hace pensar que no se producirá una disminución

de esta magnitud en los próximos ejercicios<sup>8</sup>, siempre y cuando se supere el período de pérdidas que se ha producido en los dos últimos años.

De igual modo, un factor adicional que puede condicionar, en gran medida, el futuro crecimiento del sector son los resultados que arrojen las próximas desinversiones. En la medida en que éstas supongan un beneficio suficientemente remunerador para los aportantes de recursos se conseguirán atraer nuevos capitales dispuestos a invertir en esta actividad. Para ello es, desde nuestro punto de vista, imprescindible que se lleve a cabo un riguroso procedimiento de selección de inversiones que permita canalizar los recursos hacia PYMES con gran potencial de crecimiento futuro a medio y largo plazo que sean prometedoras de beneficios, producción y empleo. Si esto se consigue, el capital riesgo andaluz cumplirá una tarea, nada fácil por otra parte, como es el impulso de la PYME andaluza y, consecuentemente, la mejora del desarrollo económico andaluz, en su justa medida, ya que el empuje que al mismo se le pueda proporcionar estará correlacionado con la dimensión de los operadores así como con su capacidad para superar las limitaciones impuestas por ostentar una cantidad de recursos limitada.

---

#### ANALISIS DE LA INVERSION SUSCRITA POR LOS OPERADORES ANDALUCES

---

La primera consideración que es necesario efectuar al analizar el destino de los recursos que gestiona el capital riesgo es cómo evolucionan las inversiones efectuadas en relación con los fondos atraídos por el sector. Esto es, en qué medida el crecimiento de los capitales disponibles por los operadores supone un crecimiento del montante destinado a inversión y si existe una brecha significativamente importante o no entre aquéllos y éste.

Con referencia al primer aspecto debemos señalar que mientras que la evolución de los nuevos recursos captados no ha sido creciente a lo largo de todo el período, los montantes destinados a inversión sí han seguido una pauta de crecimiento continuada (con la excepción de 1993) en todos los ejercicios y, en algunos, de forma espectacular. Ello es lógico si tenemos en cuenta que, a pesar de que la tasa de crecimiento de los nuevos fondos captados no es siempre positiva, los capitales totales en gestión sí crecen anualmente y, consecuentemente con ello los fondos disponibles para llevar a cabo las operaciones de inversión. En relación con el segundo aspecto, hemos de indicar que existe un fuerte *gap* entre recursos disponibles y fondos aplicados, es más en la mayoría de ejercicios analizados los nuevos recursos captados han superado ampliamente a las cantidades invertidas,

8. Especialmente en 1994, año en que se contabilizará la aportación efectuada para la constitución de la sociedad de capital riesgo Apuesta por el Sur.



con la excepción de 1991 y 1992, años éstos en los que, precisamente, hubo una menor afluencia de fondos a la actividad como consecuencia de las causas ya apuntadas anteriormente. La contrastación de esta afirmación se encuentra en el hecho de que, como promedio, los operadores destinan a inversión un 33 por 100 de los nuevos fondos atraídos. Cifra ésta que comparada con el sector a nivel nacional (60 por 100) supone que el grado de suscripción de inversiones es aún muy reducido. Claro está que ello puede venir justificado por la reciente incorporación de nuevos intermediarios que actúan con mayor cautela al tener un menor conocimiento del funcionamiento del sector. No obstante, es de esperar que en los próximos ejercicios este índice se eleve sustancialmente, lo que reflejaría un mayor grado de consolidación y operatividad de estas entidades.

La determinación de cuál es el porcentaje óptimo de recursos disponibles que han de aplicarse a inversiones es un problema sumamente complejo. La dificultad del mismo radica en varios aspectos que han de ser sopesados por la entidad de capital riesgo a la hora de decidir su participación en una PYME que demanda financiación para acometer un proyecto de inversión concreto. En primer lugar, hemos de tener en cuenta que los recursos de que dispone una entidad de capital riesgo son, en principio, limitados. Normalmente, una sociedad de capital riesgo no recurrirá al endeudamiento para acometer una inversión específica ya que ello le supondría incrementar el riesgo que de por sí conlleva la actividad de *venture capital* mediante el compromiso de hacer frente a un nominal y unos intereses para financiar un proyecto que, aunque se espera que sea viable y que reporte elevadas plusvalías, puede acabar en fracaso. Un segundo aspecto lo constituye el hecho de que la entidad inversora ha de atender a sus propios gastos de funcionamiento, por lo que habrá de reservar una parte de sus recursos con este fin, sobre todo al comienzo de su actividad y hasta que no se produzcan las primeras desinversiones que supongan la inyección (vía recuperación de lo invertido y de sus correspondientes ganancias de capital) de nuevos fondos. En tercer lugar, estos intermediarios habrán de reservar una parte de sus capitales en gestión para afrontar nuevas oportunidades de inversión que resulten de su interés y que no se vean limitadas, en cierta medida, por la escasez de recursos disponibles al haberse destinado los mismos hacia otras operaciones<sup>9</sup>. En cuarto lugar, habrán de prever que determinadas inversiones pueden requerir más de un desembolso de recursos mientras dure la relación con la participada (esto es, inversiones en segunda o sucesivas rondas que en la terminología anglosajona se denomina *follow-on investments*) y, por tanto, habrán de disponer de un excedente que no les obligue a recurrir a la financiación ajena. Y, en último lugar, puede suceder que algunas sociedades de

9. En este sentido, algunas de las entidades de capital riesgo establecen límites máximos de participación en valores absolutos con el fin de posibilitar la adquisición de nuevas participaciones en diferentes empresas y, consecuentemente, diversificar el riesgo en el que incurren.



capital riesgo decidan repartir dividendos con cargo a los beneficios del ejercicio, lo que supondrá una detracción adicional de los capitales que gestiona.

Intimamente relacionado con lo anterior debemos poner de manifiesto que las entidades de capital riesgo obtienen diversos tipos de ingresos como son: los rendimientos de los excedentes de liquidez no destinados a inversiones en capital riesgo y que se colocan en los mercados de capitales para que no estén ociosos, las comisiones que los fondos de capital riesgo cobran a los partícipes en relación a la aportación efectuada y, en ocasiones, los obtenidos por la realización de estudios de viabilidad a aquellas empresas que solicitan su financiación o los derivados de la realización de informes como consultor externo de otras empresas. Sin embargo, la principal fuente de ingresos de una entidad de capital riesgo han de constituirlos las plusvalías obtenidas tras la venta o desinversión de una participación en una PYME. Ahora bien, ello requiere que la inversión haya madurado –para lo que se necesita, normalmente, un período temporal medio de 4 ó 5 años, aunque éste depende del estadio de desarrollo en que se encontraba la empresa financiada en el momento de la adquisición de la participación por parte de la inversora– y que, además, tenga éxito (cosa que no siempre ocurre), es decir, que se haya obtenido una plusvalía en la realización de la inversión que sea suficientemente remuneradora, esto es, que su tasa interna de rendimiento (TIR) supere el coste de uso del capital ajeno en términos reales.

Tras lo expuesto, convendría pasar a analizar de qué forma y hacia dónde se han dirigido las operaciones de inversión del capital riesgo andaluz. Para ello vamos a centrarnos en varios aspectos –distinguiendo por volumen de fondos aplicados y por número de operaciones efectuadas– como son: empresa destinataria, fase de desarrollo, sindicación, destino geográfico, sectores productivos a los que se dirigen las inversiones y tamaño de la financiada en función del número de trabajadores.

Con relación al primer aspecto –tipo de empresa destinataria de la inversión– hay que distinguir entre si la operación se dirigió hacia una empresa que era financiada por vez primera por la entidad de capital riesgo (nuevas empresas participadas o *new investments*), o si suponía una nueva aportación a una compañía que ya había recibido fondos del operador (empresas ya participadas o en cartera o *follow-on investments*). En este sentido, debemos señalar que, tal y como se observa en el cuadro 7, la tendencia del capital riesgo andaluz es invertir preferentemente en empresas que no formaban parte de la cartera de participadas. En concreto, de los más de 1.200 millones de pesetas invertidos por el sector en el sexenio de análisis, el 65 por 100 de los mismos (800 millones) se ha destinado a nuevas participadas, lo que pone de manifiesto que el sector de nuestra comunidad autónoma se está dirigiendo a diversificar sus operaciones de inversión en empresas nuevas, si bien destina una notable cantidad de recursos a reforzar las operaciones realizadas en

ejercicios anteriores. Esta proporción se mantiene prácticamente igual si analizamos el número de operaciones (véase cuadro 8), de forma que en este caso es un 62 por 100 de las mismas las que se efectúan en este tipo de compañías. Esto nos permite afirmar que el capital riesgo andaluz se está dirigiendo a diversificar su riesgo contribuyendo con la ampliación de su ámbito de actuación a la dinamización de un número cada vez mayor de empresas en Andalucía.

Si analizamos la fase de desarrollo en que se encontraba la empresa cuando se adquirió la participación por parte de la entidad de capital riesgo, podemos indicar que el total de fondos invertidos (ver cuadro 7) se ha dirigido hacia aquellas etapas que se identifican con los tres estadios menos avanzados en el desarrollo de una empresa<sup>10</sup>. En concreto, la que mayor volumen ha acaparado ha sido la etapa de crecimiento o *expansion* (43,54 por 100 del total de inversiones), seguida muy de cerca por la de arranque o *start-up* (41,99 por 100) y, el último lugar lo ocupa la de semilla o *seed* (14,47 por 100), el resto de etapas no han recibido inversión alguna en el período analizado. Al referirnos al número de operaciones (véase cuadro 8) en lugar de a los volúmenes invertidos el orden de las etapas de crecimiento (34,92 por 100 del total de operaciones) y arranque (36,51 por 100) se invierte como consecuencia de que, generalmente, la cuantía que requiere una inversión es directamente proporcional a la fase de desarrollo en que se encuentra una empresa. Cuando observamos la evolución de las operaciones a lo largo de estos años, se detecta un aumento continuado de las inversiones destinadas a la fase de crecimiento en detrimento de las que se dirigen a las etapas de semilla y arranque (si bien en 1993 esta tendencia se rompe por el espectacular incremento de las inversiones semilla, tanto en volumen, fundamentalmente por una participación que supuso un desembolso de 50 millones de pesetas, como en número de operaciones). Ello puede llevarnos a señalar que se está produciendo un cierto giro en la actividad de capital riesgo hacia inversiones menos arriesgadas (etapa de crecimiento o de ulterior desarrollo) tal y como sucede a nivel nacional, si bien en este ámbito este cambio de orientación es aún más patente. Junto al menor riesgo en que se suele incurrir en una empresa que ya tiene una cierta experiencia en el mercado, también influye en esta transformación el hecho de que la legislación sobre capital riesgo actualmente en vigor, prima la desinversión entre los años 3 y 6 desde que se adquirió la participación, lo que lleva a que se abandonen operaciones que requieren un mayor espacio temporal para su madurez como suelen ser las empresas que se encuentran en los primeros estadios de su desarrollo.

10. Nos referimos a las fases de semilla (*seed*), arranque (*start-up*) y crecimiento (*expansion*). En la primera no existe aún un producto definido de tal forma que la financiación de esta etapa permitirá al empresario poner a punto un proyecto (aún no existe riesgo tecnológico). La segunda supone financiar el comienzo de la producción y de la distribución (suelen ser empresas de nueva o muy reciente creación). Finalmente, la tercera implica el apoyo financiero a una compañía que ya existe para posibilitarle el acceso a nuevos productos y/o mercados.

CUADRO 7  
**DESGLOSE DE LA INVERSIÓN ANUAL SUSCRITA EN ANDALUCÍA (1988-1993)**  
**(EN MILES DE PESETAS CORRIENTES Y EN PORCENTAJES)**

	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
<b>A- Por empresa destinataria</b>												
Nuevas empresas	10.500	100,00	67.600	65,06	51.250	45,74	293.149	81,97	232.000	50,09	144.610	83,39
Empresas ya financiadas	0	0,00	36.300	34,94	60.800	54,26	64.500	18,03	231.175	49,91	28.800	16,61
Inversión del año	10.500	100,00	103.900	100,00	112.050	100,00	357.649	100,00	463.175	100,00	173.410	100,00
Total desinversiones											3.134	
<b>B- Por fase de desarrollo</b>												
Semilla (Seed)	10.500	100,00	27.040	26,03	12.000	10,71	34.004	9,51	6.000	1,30	87.110	50,23
Atranco (Start-up)	0	0,00	40.560	39,04	39.250	35,03	219.145	61,27	197.500	42,64	16.000	9,23
Crecimiento (Expansion)	0	0,00	36.300	34,94	60.800	54,26	104.500	29,22	259.675	56,06	70.300	40,54
Inversión del año	10.500	100,00	103.900	100,00	112.050	100,00	357.649	100,00	463.175	100,00	173.410	100,00
<b>C- Sindicada/No sindicada</b>												
No sindicadas	10.500	100,00	53.900	51,88	107.050	95,54	357.649	100,00	430.675	92,98	173.410	100,00
Sindicación nacional	0	0,00	0	0,00	5.000	4,46	0	0,00	32.500	7,02	0	0,00
Sindicación internacional	0	0,00	50.000	48,12	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Inversión del año	10.500	100,00	103.900	100,00	112.050	100,00	357.649	100,00	463.175	100,00	173.410	100,00
<b>D- Destino inversión</b>												
Nacional	10.500	100,00	53.900	51,88	112.050	100,00	357.649	100,00	463.175	100,00	173.410	100,00
Otros países europeos	0	0,00	50.000	48,12	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Países no europeos	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Inversión del año	10.500	100,00	103.900	100,00	112.050	100,00	357.649	100,00	463.175	100,00	173.410	100,00

Fuente: *Elaboración propia.*

CUADRO 8  
**DESGLOSE DE LA INVERSION ANUAL SUSCRITA EN ANDALUCIA (1988-1993)**  
**(EN NUMERO DE OPERACIONES Y EN PORCENTAJE)**

	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
<b>A- Por empresa</b>												
Nuevas empresas	2	100,00	4	57,14	8	72,73	12	75,00	5	31,25	8	72,73
Empresas ya financiadas	0	0,00	3	42,86	3	27,27	4	25,00	11	68,75	3	27,27
Inversión del año	2	100,00	7	100,00	11	100,00	16	100,00	16	100,00	11	100,00
Total desinversiones											2	
<b>B- Por fase de desarrollo</b>												
Semilla (Seed)	2	100,00	2	28,57	3	27,27	3	18,75	1	6,25	7	63,64
Arranque (Start-up)	0	0,00	2	28,57	5	45,45	8	50,00	6	37,50	2	18,18
Crecimiento (Expansion)	0	0,00	3	42,86	3	27,27	5	31,25	9	56,25	2	18,18
Inversión del año	2	100,00	7	100,00	11	100,00	16	100,00	16	100,00	11	100,00
<b>C- Sindicada/No sindicada</b>												
No sindicadas	2	100,00	6	85,71	10	90,91	16	100,00	15	93,75	11	100,00
Sindicación nacional	0	0,00	0	0,00	1	9,09	0	0,00	1	6,25	0	0,00
Sindicación internacional	0	0,00	1	14,29	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Inversión del año	2	100,00	7	100,00	11	100,00	16	100,00	16	100,00	11	100,00
<b>D- Destino inversión</b>												
Nacional	2	100,00	6	85,71	11	100,00	16	100,00	16	100,00	11	100,00
Otros países europeos	0	0,00	1	14,29	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Países no europeos	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Inversión del año	2	100,00	7	100,00	11	100,00	16	100,00	16	100,00	11	100,00

Fuente: *Elaboración propia*



Las inversiones del sector andaluz suelen llevarse a efecto de forma aislada por los distintos operadores. Es decir, el grado de sindicación de las operaciones es muy bajo, en concreto tan sólo 3 operaciones se han sindicado con otras entidades (2 nacionales y 1 extranjera). Ello pone de manifiesto que aún no existe un nivel de comunicación elevado entre las entidades andaluzas y entre éstas y sus homólogas nacionales o, al menos, que todavía no se han dado las circunstancias necesarias que así lo permitan. En relación con el sector a nivel nacional podemos decir que aunque éste syndica un mayor volumen de inversiones (un 10 por 100 aproximadamente), también es un reducido porcentaje si lo comparamos con otros sectores nacionales. La sindicación puede suponer que una determinada operación que no puede afrontar una sola entidad –por la limitación de recursos o porque supera el nivel razonable de concentración de riesgos en una sola empresa–, se lleve a cabo por la constitución de un *pool* de intermediarios dispuestos a emprender la misma.

Tal y como sucede con la procedencia geográfica de los fondos, ocurre con respecto al destino de la inversión, es decir, la práctica totalidad de las mismas se efectúa dentro de Andalucía. Tan sólo una por importe de 50 millones de pesetas se dirigió, en 1989, a otro país.

Por sectores productivos (véase cuadros 9 y 10), la inversión se dirige (en lo relativo al montante de las mismas), fundamentalmente, hacia las actividades de construcción (19,70 por 100), productos y servicios industriales (19,50 por 100), agricultura, ganadería y pesca (18,19 por 100) y otros servicios (16,81 por 100), sectores éstos que acaparan el 74 por 100 de los recursos invertidos. Aún nos parece pronto para poder efectuar alguna afirmación lo suficientemente contrastada sobre las preferencias sectoriales del capital riesgo en Andalucía. A la vista de los datos podemos señalar que dado el escaso número de operaciones llevadas a cabo hasta el momento (una media de 10 al año) y la amplitud de sectores en los que se diversifican las mismas, resulta difícil afirmar taxativamente hacia que sector se dirige la inversión puesto que aunque la rama de otros servicios ha recogido hasta la actualidad el 38 por 100 de las operaciones, las actividades englobadas en la misma son muy distintas. La importancia de los sectores en función del número de operaciones varía sustancialmente a la que ostentaban por el volumen de recursos, simplemente porque existen ramas cuyas inversiones requieren unas cuantías superiores a las de otras.

Un último aspecto que queremos destacar dentro del capítulo de la inversión suscrita, es el relativo a la distribución de la misma en función del tamaño de la empresa participada (ver cuadro 11). En este contexto, hemos de manifestar que no se ha efectuado ninguna inversión en empresas con más de 200 trabajadores. Concretamente, el volumen de recursos destinado a firmas que tienen menos de 10 trabajadores (44,39 por 100 del total) y a aquellas que sitúan dicha cifra entre



CUADRO 9  
**DESGLOSE SECTORIAL DE LA INVERSIÓN ANUAL SUSCRITA EN ANDALUCÍA (1988-1993)**  
 (EN MILES DE PESETAS Y EN PORCENTAJE)

SECTORES	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
Comunicaciones	0	0,00	4.400	4,23	9.400	8,39	10.700	2,99	4.400	0,95	0	0,00
Informática	0	0,00	0	0,00	0	0,00	12.254	3,43	0	0,00	0	0,00
Biotecnología												
Ingeniería genética	0	0,00	50.000	48,12	20.000	17,85	0	0,00	15.000	3,24	4.000	2,31
Energía/Recursos Naturales	0	0,00	0	0,00	0	0,00	12.880	3,60	0	0,00	0	0,00
Productos Consumo	0	0,00	0	0,00	0	0,00	31.150	8,71	60.000	12,95	3.600	2,08
Productos												
Servicios Industriales	0	0,00	0	0,00	0	0,00	16.500	4,61	202.000	43,61	19.500	11,25
Transportes	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	10	0,01
Otros Servicios	10.500	100,00	49.500	47,64	77.650	69,30	24.750	6,92	31.775	6,86	11.000	6,34
Otras Manufacturas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	10.000	2,80	0	0,00	0	0,00
Agricultura												
Ganadería/Pesca	0	0,00	0	0,00	5.000	4,46	119.000	33,27	30.000	6,48	68.000	39,21
Construcción	0	0,00	0	0,00	0	0,00	120.415	33,67	120.000	25,91	0	0,00
Otros	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	67.300	38,81
Inversión del año	10.500	100,00	103.900	100,00	112.050	100,00	357.175	100,00	463.175	100,00	173.410	100,00

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO 10  
**DESGLOSE SECTORIAL DE LA INVERSION ANUAL SUSCRITA EN ANDALUCIA (1988-1993)**  
**(EN NUMERO DE OPERACIONES Y EN PORCENTAJE)**

SECTORES	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
Comunicaciones	0	0,00	1	14,29	2	18,18	3	18,75	1	6,25	0	0,00
Informática	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	6,25	0	0,00	0	0,00
Biología												
Ingeniería genética	0	0,00	1	14,29	1	9,09	0	0,00	2	12,50	1	9,09
Energía/Recursos Naturales	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	6,25	0	0,00	0	0,00
Productos Consumo	0	0,00	0	0,00	0	0,00	2	12,50	3	18,75	1	9,09
Productos												
Servicios Industriales	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	6,25	3	18,75	1	9,09
Transportes	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	9,09
Otros Servicios	2	100,00	5	71,43	7	63,64	4	25,00	4	25,00	2	18,18
Otras Manufacturas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	6,25	0	0,00	0	0,00
Agricultura												
Ganadería/Pesca	0	0,00	0	0,00	1	9,09	2	12,50	2	12,50	2	18,18
Construcción	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	6,25	1	6,25	0	0,00
Otros	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	3	27,27
Inversión del año	2	100,00	7	100,00	11	100,00	16	100,00	16	100,00	11	100,00

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO 11  
DISTRIBUCION DE LA INVERSION ANUAL SUSCRITA POR TAMAÑOS DE LA  
EMPRESA PARTICIPADA EN ANDALUCIA (1988-1993)

	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
A- En miles de pesetas												
De 0 a 9 trabajadores	10.500	100,00	41.900	40,33	95.050	84,83	149.395	41,77	177.375	38,30	67.610	38,99
De 10 a 19	0	0,00	62.000	59,67	12.000	10,71	66.754	18,66	25.000	5,40	31.500	18,17
De 20 a 99	0	0,00	0	0,00	5.000	4,46	141.500	39,56	160.800	34,72	9.300	5,36
De 100 a 199	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	100.000	21,59	65.000	37,48
Inversión del año	10.500	100,00	103.900	100,00	112.050	100,00	357.649	100,00	463.175	100,00	173.410	100,00
B- En número de operaciones												
De 0 a 9 trabajadores	2	100,00	5	71,43	9	81,82	7	43,75	8	50,00	6	54,55
De 10 a 19	0	0,00	2	28,75	1	9,09	5	31,25	3	18,75	2	18,18
De 20 a 99	0	0,00	0	0,00	1	9,09	4	25,00	4	25,00	2	18,18
De 100 a 199	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	6,25	1	9,09
Inversión del año	2	100,00	7	100,00	11	100,00	16	100,00	16	100,00	11	100,00

Fuente: Elaboración propia.

10 y 19 (16,16 por 100) supone más del 60 por 100 de la inversión suscrita por el capital riesgo andaluz. Si nos referimos al número de operaciones, este valor se eleva hasta casi el 80 por 100 de las inversiones efectuadas. Estos datos nos permiten señalar que el capital riesgo andaluz se está dirigiendo, fundamentalmente, a las empresas que por la normativa vigente constituyen su objeto social, es decir, empresas no financieras de pequeña y mediana dimensión.

Para finalizar debemos indicar que en el período analizado las tres últimas entidades creadas formalmente (Inverjaén, Iniciativas Económicas de Almería y SOFINSA) no habían efectuado desembolso alguno sobre ningún proyecto de inversión. Sin embargo, hay que reseñar que tenían comprometidas operaciones, que se harían efectivas a lo largo de 1994, por un valor superior a los 50 millones de pesetas<sup>11</sup>.

---

#### CARACTERISTICAS DE LAS EMPRESAS FINANCIADAS POR EL CAPITAL RIESGO ANDALUZ

---

Un aspecto sumamente interesante en el estudio de esta actividad financiera lo constituye el análisis de los requisitos que ha de cumplir una determinada compañía para ser financiada vía capital riesgo. Esto nos llevaría a intentar determinar cuáles son las variables que una entidad de *venture capital* tiene en consideración para decidir si invierte o no sus recursos en un proyecto de empresa concreto que le sea presentado.

Dado que este tipo de operaciones goza de una cierta peculiaridad (por el tipo de proyectos en los que invierte, por su forma de aportar los recursos, por el objetivo perseguido, etc.), existen variables tanto de carácter cuantitativo como de índole cualitativa que influyen en la toma de decisión por parte de la entidad inversora.

Apoyándonos en otros estudios realizados a nivel internacional, fundamentalmente en los de Tyebjee y Bruno (1984) y Zopounidis (1990), diseñamos un cuestionario para analizar el procedimiento de actuación seguido por las entidades de capital riesgo españolas con el fin de determinar, en la medida de lo posible, cuáles eran los principales criterios que incidían en la aceptación de una determinada operación para ser financiada a través de este instrumento. A pesar de que dicha investigación (Alcalá Olid; 1994, pgs. 512-623), se refería al conjunto de la actividad a nivel nacional, podemos destacar los aspectos más significativos del sector

11. Inverjaén, por su parte, se ha comprometido durante 1994 en 4 proyectos de inversión por un importe de 63 millones de pesetas.



andaluz en comparación con el español, teniendo en cuenta que los proyectos aprobados por aquél (que fueron los que se estudiaron a través del citado cuestionario) suponían un 20 por 100 del total de la muestra, pertenecientes a sólo dos entidades andaluzas.

El objetivo general del análisis consistía en estudiar las características básicas de las empresas que han sido financiadas por el capital riesgo andaluz (en el estudio original el ámbito abarcaba el sector español en su conjunto). Pretendíamos conocer si existe alguna filosofía subyacente en el procedimiento de actuación de estos intermediarios que les lleva a seleccionar un tipo u otro de empresas y si, con arreglo a unas variables concretas, se contemplan unos valores mínimos que han de alcanzar las PYMES para obtener la financiación requerida. Es decir, nuestra intención consistía en determinar cuál es el nivel exigido en cada una de las variables analizadas para que un proyecto sea aceptado, estudiar si existen diferencias significativas entre los valores exigidos por los diferentes intermediarios y el grado de exigencia de las distintas entidades inversoras.

Los objetivos específicos, esto es, la información requerida se centró en las siguientes cuestiones relativas a la compañía que solicita la inyección de fondos: nivel de rentabilidad esperado de la inversión, fórmula prevista para la desinversión, sector de actuación, aportación del empresario emprendedor del proyecto, beneficios (históricos y/o esperados), cuota de mercado, tamaño de la inversión, gasto en I + D, ámbito geográfico, fase de desarrollo, tasa esperada de crecimiento de las ventas, modalidad de la gestión, penetración en mercados exteriores, antigüedad de la empresa, diversificación de la producción, política de dividendos, estacionalidad de las ventas, barreras de entrada, poder negociador de clientes y proveedores, existencia de productos sustitutivos y nivel de competencia interna del sector.

Sobre los datos recogidos se llevó a cabo un análisis univariante y un análisis de varianza por entidades, –este último, a través del análisis de Kruskal-Wallis (1952)– que nos permitiera alcanzar los objetivos planteados en el trabajo. Los resultados obtenidos nos permiten indicar que las empresas en las que invierte el sector andaluz (tal y como ocurre en el sector a nivel nacional), se caracterizan por: tener una experiencia superior a dos años en el mercado, encontrarse en fase de arranque (*start-up*) o crecimiento (*expansion*), cuya producción está diversificada, su mercado es interior (en el caso andaluz se circunscribe a la comunidad autónoma) y que permiten la participación de la entidad de capital riesgo en la gestión del proyecto mediante su entrada en el Consejo de Administración con voz y voto.

En segundo lugar, existe igualmente un importante grado de acuerdo entre todas las entidades (tanto a nivel nacional como andaluz) sobre el nivel que han de exigir en las siguientes variables al proyecto que demanda su financiación:

- \* Margen de operaciones: superior al 15 por 100 de las ventas.
- \* Cuota de mercado: inferior al 15 por 100 de las ventas del sector.
- \* Barreras de entrada: medianas.
- \* Poder negociador de proveedores: medio.
- \* Posibilidad de aparición de productos sustitutivos: nivel medio.
- \* Nivel de competencia interna del sector: medio.

En tercer lugar, existe un grupo de variables en las que los requisitos exigidos para cada una de las mismas varían en función de la entidad que financia el proyecto, lo que determina el nivel de exigencia de cada intermediario, como son:

- \* Rentabilidad esperada. Los operadores andaluces exigen una TIR que oscila entre el 15 y el 25 por 100, mientras que hay entidades cuyo mínimo se sitúa en el 30 por 100. Ello es lógico si tenemos en cuenta la vocación con la que nacieron la sociedades andaluzas, esto es, promoción y desarrollo económico.
- \* Aportación del empresario. Las entidades andaluzas exigen que el emprendedor aporte más del 50 por 100 del importe del proyecto de inversión, mientras que los grandes operadores nacionales son más flexibles en este aspecto. Este hecho, desde nuestro punto de vista se deriva de que al ser menor su dimensión (sus capitales en gestión) los recursos que pueden inyectar por proyecto son, consecuentemente, menores y hacen hincapié en una notable aportación por parte del empresario.
- \* Tamaño de la inversión en relación al volumen de recursos que gestiona la entidad de capital riesgo. Si bien los operadores nacionales no suele invertir en un solo proyecto más del 10 por 100 de sus recursos, las entidades andaluzas llegan a comprometer hasta un 20 por 100 de los mismos. La explicación de ello hay que buscarla de nuevo en su carácter de dinamizadoras del tejido industrial andaluz, lo que les obliga a efectuar importantes desembolsos en operaciones que *a priori* gozan de un elevado potencial de crecimiento futuro.
- \* Tasa de crecimiento de las ventas del proyecto. En esta variable la tasa del 25 por 100 hace de frontera entre las entidades que exigen que se supere y entre aquella que aceptan otras inferiores. Los resultados no nos permiten afirmar que la dimensión de la entidad o su ámbito geográfico de actuación expliquen que el operador se sitúe por encima o por debajo de dicha cifra.

- \* Distribución de dividendos. Las entidades andaluzas no son muy exigentes ya que los proyectos aprobados preveían distribuir en torno al 5 por 100 de los beneficios, mientras hay operadores que exigen más del 15 por 100.
- \* Poder negociador de clientes. En el caso andaluz, a diferencia de lo que ocurre a nivel nacional (con nivel medio-alto), este poder en los proyectos aceptados era de nivel medio.

Por tanto, podemos señalar que las entidades de mayor envergadura son más exigentes en variables como la rentabilidad del proyecto y el volumen de recursos destinados a una sola inversión, mientras que las andaluzas (con un ámbito geográfico de actuación y un volumen de recursos más reducido) hacen mayor hincapié en aspectos tales como la aportación del empresario.

Finalmente, hay que indicar que existe otro grupo de variables que, tras el análisis llevado a cabo, nos permite afirmar que son poco significativas para tomar una decisión de inversión en capital riesgo, si bien en algunos casos pueden ser utilizadas para complementar el resto de criterios. Nos referimos a la cuota de exportación, el nivel de inversión en I + D y la estacionalidad de la producción. Con respecto a las alternativas de salida existe una importante concentración de las mismas en las relativas a la venta de la participación a otros inversores.

---

## CONCLUSIONES

---

Tras el análisis previamente realizado convendría exponer las principales conclusiones que el mismo nos ha permitido alcanzar:

- \* En primer lugar, debemos indicar que una actividad financiera como el capital riesgo puede contribuir, en su justa medida derivada de las limitaciones impuestas por la dimensión del sector andaluz, a la potenciación y desarrollo de aquellas PYMES andaluzas que contando con expectativas de crecimiento futuro, encuentran dificultades para financiar las inversiones que requiere el desarrollo de su negocio a través de los intermediarios tradicionales del sistema financiero.
- \* Desde nuestro punto de vista, el posible futuro crecimiento del sector andaluz puede encontrarse limitado por la escasa probabilidad de creación de nuevos operadores, lo que obligaría a reforzar los recursos disponibles por parte de los ya existentes mediante la captación de nuevas aportaciones. Hecho éste que vendrá condicionado a su vez por los resultados que arrojen las operaciones ya efectuadas puesto que, en la medida en que las mismas sean un éxito, harán atractiva la canalización del ahorro a través de

esta actividad, y en caso de fracaso se obtendrá un obstáculo adicional a la expansión de los recursos gestionados por el capital riesgo y, consecuentemente, se frenará el proceso de inversión.

- \* En tercer lugar, la iniciativa privada debería relevar al sector público en lo que se refiere a su protagonismo como aportante de fondos a la actividad andaluza. Tal y como ha ocurrido en los distintos sectores nacionales del capital riesgo, tras un comienzo de los mismos propiciado por la Administración se ha pasado a un crecimiento notable de los recursos procedentes del sector privado que les ha permitido superar el ahorro dirigido a esta actividad por el sector público.
- \* Aunque en los últimos años se vienen intensificando los esfuerzos por dar una mayor difusión de las ventajas que este tipo de financiación puede reportar a la PYME, consideramos que sería de interés llevar una campaña de información más intensa con el objetivo de acercar la oferta a la demanda potencial de recursos.
- \* En quinto lugar, un aspecto que consideramos relevante es el relativo a la necesidad de una revisión de la normativa vigente sobre capital riesgo en España, de forma que se fomente la inversión en empresas de nueva o reciente creación, que constituyen la filosofía inicial de actuación del *venture capital*, con el fin de que la denominación que ostenta esta actividad no pierda su connotación más específica, como es el riesgo, al dirigir sus inversiones hacia proyectos en el que éste no difiere mucho del que pueda tener otra operación de financiación con coste.
- \* Finalmente, señalar que las características de las empresas financiadas por el sector del capital riesgo son muy similares a las nacionales, con pequeños matices derivados de la escasa dimensión y del ámbito de actuación de los operadores de nuestra comunidad autónoma.

En definitiva, bajo nuestra opinión, a corto plazo parece ser que los recursos gestionados por el sector andaluz crecerán de forma moderada a la espera de los resultados que se obtengan de las inversiones ya efectuadas. Junto a ello, uno de los retos que se le presentan a la actividad, en nuestra comunidad autónoma, consiste en aumentar la relación entre fondos invertidos y recursos gestionados, para lo que estimamos que es imprescindible que afloren con fuerza proyectos empresariales innovadores que ofrezcan posibilidades de colocación rentable de los capitales de que dispone el *venture capital* en Andalucía. Si esto no ocurriera así, habría que pensar que no existen, o al menos no en la cantidad suficiente, ideas susceptibles de ser financiadas a través de este instrumento.



## BIBLIOGRAFIA

- ADLER, F.R. (1981): «The art of venturing», en PRATT, S.E. (Ed.) (1981): *Guide to Venture Capital Sources*, Capital Publishing Corp., Wellesley, Massachusetts, pgs. 109-111.
- ALCALA OLID, F. (1994): *Los intermediarios y la actividad del capital riesgo. Un análisis del procedimiento de actuación del sector en España*, Tesis Doctoral, Universidad de Jaén, en prensa.
- ASCRI (varios años): *El capital riesgo en España*, ASCRI, varios años.
- BYGRAVE, W.D. y TIMMONS, J.A. (1992): *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- CASILDA BEJAR, R. (1992): «El financiamiento de la PYME», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2.336, pgs. 2.608-2.619.
- DE GASPARI, G.A. (1984): «La experiencia de la bolsa de Milán en el mercado del capital-riesgo», en *La Financiación del Capital-Riesgo (Venture Capital) y el Desarrollo de Nuevas Empresas*, conferencias organizadas por la Bolsa de Comercio de Madrid, el Banco de Vizcaya y el Instituto de Empresa, Madrid, 3 y 4 de abril, pgs. 23-35.
- DEVLIN, K. (1991): «The Changing Face Of Venture Capital», *Venture Capital Journal*, september, pgs. 30-35.
- FARIÑAS, J.C y OTROS (1992): *La pyme industrial en España*, Civitas, Madrid.
- GARCIA ECHEVARRIA, S. (1991): «Capital riesgo para la empresa española», *Alta Dirección*, vol. 27, nº 158, pgs. 111-121.
- IMPI (1993): *Informe anual. La pequeña y mediana empresa en España. 1993*, IMPI, Madrid.
- INVERJAEN (1994): *Memoria de Ejercicio 1993*.
- INVERSIONES PROGRANADA (varios años): *Memorias de Ejercicio*.
- KRUSKAL, W.H. y WALLIS, W.A. (1952): «Use of ranks in one-criterion variance analysis», *J. Amer. Statist. Ass.*, nº 47, pgs. 614-617. Consultado en SACHS, L. (1978): *Estadística Aplicada*, Labor, Barcelona.
- MARTIN RODRIGUEZ, M. y MARTIN MESA, A. (1993): «Sistema Financiero», en MARTIN RODRIGUEZ, M. (director) (1993): *Estructura económica de Andalucía*, Espasa Calpe, Madrid, pgs. 459-498.
- MATO, G. (1990): «Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales», *Economía Industrial*, Marzo-Abril.
- MEDINA FERNANDEZ, E. (1988): «Consideraciones y aspectos legales del capital-riesgo en España», *Economía Industrial*, marzo-abril, pgs. 113-121.
- OCAÑA, C., SALAS, V. y VALLES, J. (1994): *Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989*, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo nº 9401.
- SEVILLA '93 (varios años): *Memorias de Ejercicio*.
- TYEBJEE, T.T y BRUNO, A.V. (1984): «A model of venture capitalist investment activity», *Management Science*, vol. 30, nº 9, pgs. 1.051-1.066.
- ZOPOUNIDIS, C. (1990): *La gestion du capital-risque*, Ed. Economica, Paris.

