

El modelo andaluz de capital riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional

Carlos Jesús Cano Guillén
Leonardo Cazorla Papis
Universidad de Almería

BIBLID [0213-7525 (1998): 51: 121-143]

PALABRAS CLAVE: Capital Riesgo, Pequeña y Mediana Empresa, capital semilla.

KEY WORDS: Venture Capital, Small and Medium Enterprises, Seed Capital.

RESUMEN

Este trabajo estudia las características del sistema de capital riesgo andaluz y realiza una comparación con el sector a escala nacional. En este sentido, en Andalucía el sector de capital riesgo ha apostado por un *"modelo territorial"* que se basa en la colaboración del sector público y privado, para crear una red de pequeñas sociedades de capital riesgo –SCR– de naturaleza mixta y de ámbito provincial, que tienen como principal objetivo servir de motor para el fomento y desarrollo del tejido empresarial, especialmente a través de la puesta en marcha de PYMEs innovadoras.

Basándose en estudios previos y en una encuesta a 30 entidades de capital riesgo –ECR– (las 7 andaluzas y 23 ubicadas en grandes centros financieros o zonas de elevado desarrollo empresarial), se ponen de manifiesto varias diferencias significativas entre el modelo andaluz y el nacional, en aspectos tales como la naturaleza del operador, la fase de desarrollo y tamaño de las empresas en que invierten, los sectores de interés, la inversión media por proyecto y la gestión de las participadas.

Se concluye que el modelo andaluz parece cumplir de forma más satisfactoria que el nacional con el objetivo *original* de las ECR, puesto que se centra en la participación de PYMEs innovadoras. No obstante, presenta una serie de limitaciones relacionados con variables que afectan al sector en general –segundo mercado, incentivos fiscales y fomento de este instrumento– y otras relacionadas con la pequeña dimensión de los operadores ubicados en Andalucía, que el futuro será necesario abordar para satisfacer las necesidades que demanda el mercado.

ABSTRACT

This paper studies the characteristics of the venture capital in Andalucía, and makes a comparison with the whole sector at a national level. In Andalucía, the venture capital has betted for a "territorial model" based in the co-operation among the different public and private administrations, to create a small net of venture capital (VC) at a Provincial level. The main objective is to serve as a development device to foster the industrial network, specially through the seed of innovative SME.

Based on previous studies and in a survey of 30 VC (7 from Andalucía and 23 established in big financial centres and high development areas). We can see significative differences among the national and the andalusian, in aspects such as the nature of the operator, the development phase, and the size of the invested companies, the sectors of interest, the average investment by project and the management of the invested.

We conclude that the andalusian model seems to accomplish in a more satisfactory way that the national model with the original aim. This happens due to the participation in innovative companies. Nevertheless, there are some limitations related with variables that generally affect the sector, that is: inexistence of second market for SME, the fiscal incentives, and the fostering of this instrument, and some other related with the small size of the operators located in Andalucía. In the future it might be necessary to satisfy the other needs of the market.

1. INTRODUCCIÓN

En teoría, aquellas etapas del desarrollo de la actividad empresarial en las que sería más útil contar con el apoyo financiero especializado de una entidad de capital riesgo –ECR–, serían aquellas en las que el nivel de incertidumbre y la asimetría de la información es mayor (Gompers, 1995); esto es, las relacionadas con la creación y puesta en marcha de nuevos proyectos empresariales en empresas de reducida dimensión.

Con ese objetivo, el capital riesgo –*venture capital*– nace como actividad financiera especializada en EE.UU. tras la Segunda Guerra Mundial. (Bygrave y Timmons, 1992). Con el tiempo, el incremento en la oferta de fondos de capital riesgo, unido a la aparición de nuevos inversores especializados, ha permitido una mayor grado de diversificación de las operaciones. En la actualidad, el sector de capital riesgo extiende su actividad a proyectos menos arriesgados que son pilotados por empresas de beneficios contrastados y/o con una cultura gerencial experimentada. Este fenómeno es especialmente significativo en el viejo continente. Según datos de la *European Venture Capital Association* –EVCA–, en el período 1986-94, en Europa las inversiones se concentraban en operaciones de capital expansión (46,26%) y compra apalancada o buy-out (39,05%)¹.

En España se pueden identificar dos grandes períodos en el desarrollo de la actividad (Alcalá, 1994). Inicialmente, el instrumento financiero ha estado marcado por el fuerte predominio de la iniciativa pública, tanto en la naturaleza del operador como en el origen de fondos en gestión -perío-

1. En Estados Unidos el capital invertido en operaciones de capital expansión en el período 1986-95, representan tan sólo un 25% (Venture Economics, 1995).

do 1972-86-. Este singular hecho, sin precedente en otros países industrializados, condicionó la estrategia inversora desplegada en estos primeros años, centrada en empresas de reducida dimensión en procesos de creación o puesta en marcha. En 1986, la incorporación de nuestro país a la CEE, la aprobación de una legislación específica para el sector -R.D. 1/1986 de 14 de marzo-, unido al creciente interés de los inversores privados, especialmente de origen extranjero, llevó a una profunda transformación del sector. Se ha producido así un fuerte incremento tanto el número de operadores y volumen de fondos gestionados, como en la actividad inversora desplegada. Adicionalmente, se ha pasado a una situación en la cual la actividad gira en torno a un número reducido de operadores que gestionan grandes fondos de origen privado. Tales circunstancias revelan un cambio de orientación del sector con un mayor interés en operaciones en capital expansión en empresas de tamaño medio ya consolidadas, en detrimento de aquellas inversiones en etapas iniciales de semilla y puesta en marcha. En la actualidad, uno de los rasgos dominante del sector en España es la heterogeneidad de operadores existentes, identificándose la presencia de entidades especializadas en distintos tipos de operaciones -capital semilla, capital arranque, capital desarrollo, capital de reemplazamiento, financiación puente, compra apalancada, etc.- (Cazorla, Céspedes y Cano, 1997).

A nivel empírico, diversos trabajos analizan la influencia que la localización geográfica del operador ejerce sobre la estrategia de inversión desplegada (Florida y Kenney, 1988a, 1988b; Fried y Hisrich, 1991; Gupta y Sapienza, 1992, 1994). Gupta y Sapienza (1992) señalan que aquellas entidades especializadas en las primeras fases suelen mostrar una mayor preferencia a invertir sus recursos localmente. Por contra, aquellos operadores localizados en grandes centros financieros suelen invertir sus recursos en empresas ya consolidadas. Adicionalmente, el capital riesgo se caracteriza por un seguimiento activo de la cartera -*hands-on*-. Para Gupta y Sapienza (1994) la distancia geográfica existente entre inversor y empresa participada puede elevar los costes de comunicación, afectando a la estrategia de seguimiento y control. Por tanto, la distancia geográfica puede hacer poco atractivo participar en empresas alejadas respecto a la ubicación del operador.

En Andalucía, el sector de capital riesgo presenta rasgos distintivos. Siguiendo las directrices de la OCDE, se ha apostado por un "*modelo territorial*" que hace especial hincapié en la colaboración entre los distintos sectores públicos, privados y financieros. Se ha creado así una red de pequeñas SCR de naturaleza mixta y ámbito provincial que tienen como

principal objetivo servir de motor para el fomento y desarrollo de tejido empresarial e industrial de la zona en que está ubicada.

Nuestro trabajo persigue dos objetivos fundamentales: de un lado, efectuar un diagnóstico de la situación actual de las ECR andaluzas, su evolución y perspectivas de desarrollo; de otro lado, identificar los rasgos distintivos del sector en Andalucía² *versus* las características de los operadores de capital riesgo ubicados en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial. El análisis ha sido efectuado en varias fases. En una primera fase, hemos examinado la naturaleza de las ECR que operan en España. Para ello, han sido considerados los operadores que a finales de 1996 eran miembros de pleno derecho de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo –ASCRI–, y éstos han sido agrupados de acuerdo a dos variables: *ubicación geográfica y tipo de sociedad*. Se han identificado así cuatro tipos de operadores: Sociedades de Desarrollo Regional y Sociedades de Capital Riesgo –SCR– ubicadas en zonas de escaso desarrollo industrial/empresarial; y Sociedades y Fondos ubicados en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial. En una segunda fase, se ha enviado un cuestionario a 30 ECR. En la base se incluyen las 7 SCR que actualmente operan en Andalucía, así como las 8 Sociedades y 15 Fondos ubicados en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial. En esta fase sólo se han tenido en cuenta aquellos operadores que pueden ser considerados ECR en “sentido estricto”. Ello nos ha llevado a eliminar de la base a las Sociedades de Desarrollo Regional.

Los resultados obtenidos confirman una especialización de las ECR andaluzas en proyectos de creación y puesta en marcha de empresas de reducido tamaño. Por contra, aquellos operadores ubicados en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial, centran su atención en empresas de mayor tamaño en fase de crecimiento o expansión. En este sentido, el “modelo territorial” de capital riesgo puesto en marcha en Andalucía cumple con los objetivos propuestos: de un lado, la colaboración en el proyecto de los sectores financieros y empresarial; y de otro lado, servir de fomento y estímulo para la creación de un tejido de pequeñas y medianas empresas. No obstante, la principal deficiencia del modelo deriva de la reducida dimensión de los operadores. La escasez de recursos condiciona la política de inversión y las posibilidades de diversificación del riesgo. Las SCR andaluzas han optado por

2. Sobre la situación del sector en Andalucía puede consultarse: Alcalá (1994), Ligeró (1995) y Villaseca (1995).

invertir pequeñas cantidades en un mayor número de proyectos, si bien existe una concentración excesiva del riesgo en proyectos en fase iniciales de desarrollo empresarial –semilla y puesta en marcha–. La limitación presupuestaria no permite al operador diversificar adecuadamente su política de inversiones, colocando parte del capital en proyectos menos arriesgados efectuados por empresas de tamaño mediano a grande. Por ello, las perspectivas de desarrollo futuro pasa por la necesidad imperiosa de inyectar nuevos recursos al sistema. Con este objetivo, algunos de los operadores se encuentran inmersos en la actualidad en procesos de ampliación de capital, incluso desde la propia Junta de Andalucía se estudia la posibilidad de completar el “modelo territorial” con la creación de un gran fondo de naturaleza regional, con el objetivo de lograr un apalancamiento de las operaciones de mayor envergadura.

2. CONCEPCIÓN ACTUAL DEL CAPITAL RIESGO

La incertidumbre constituye la nota característica de la actividad de capital riesgo en la actualidad. La indefinición sobre el instrumento financiero y el ámbito de aplicación, unido a la contradicción existente entre la significación americana y europea, incrementa el nivel de confusión en el sector. En general, tiende a aceptarse por capital riesgo como el conjunto de recursos financieros y servicios de asesoramiento que son canalizados por entidades especializadas en favor de PYMEs innovadoras, ya existentes o en proceso de creación, bien mediante participaciones temporales y minoritarias en su capital social, o bien en forma de deuda convertible o no (Martí, 1986; Alcalá, 1995).

El concepto moderno de capital riesgo deriva de la traducción del término anglosajón *venture capital*. En sus orígenes, tal denominación respondía a la especialización del sector en las fases iniciales de desarrollo de la actividad empresarial –semilla y puesta en marcha–. En Europa, la falta de adecuación entre la actividad real desarrollada por los operadores y las características originales de este instrumento financiero, ponen en duda a juicio de los expertos la utilización del término capital riesgo o *venture capital*. Por un lado, el uso de tal denominación puede alimentar falsas expectativas entre los potenciales demandantes de este tipo de recursos, debido a la imposibilidad de encontrar inversores especializados dispuestos a participar en nuevos proyectos empresariales, salvo que se trate de grandes empresas ya consolidadas (Martí Pellón, 1995). Por otra parte, en lo que se refiere a la captación de nuevos recursos, las entidades espe-

cializadas se encuentran con el rechazo innato que tal denominación –riesgo o *venture*– provoca entre los potenciales suministradores de este tipo de fondos (Martí, 1997). Como resultado de todo ello, aquellos operadores que invierten en empresas no cotizadas de mediana dimensión (incluso con la idea de permanecer de manera ilimitada en su capital social través de participaciones mayoritarias) prefieren utilizar el término de “capital desarrollo” –*development capital*– para definir su actividad. De este modo, la denominación de “capital riesgo” quedaría reservada a entidades que centran su atención en pequeñas empresas en sus etapas iniciales de desarrollo (Martí, 1995). La evolución del sector en Europa ha llevado a los especialistas a considerar una denominación más amplia que englobe las operaciones reales que se efectúan. En este sentido, el término que parece tener un mayor nivel de aceptación es el de *private equity*, que en nuestro país se ha traducido por el término *capital inversión* (Pellón, 1997)³.

3. MODELO ANDALUZ DE CAPITAL RIESGO

Los antecedentes del capital riesgo en Andalucía se remontan al año 1976 con la creación de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Andalucía –SODIAN–. Como Sociedad de Desarrollo Regional, SODIAN contaba con la participación mayoritaria del Instituto Nacional de Industria –INI–, hoy desaparecido, y pequeñas participaciones de entidades locales y cajas de ahorros. Posteriormente, con el desarrollo del Estado de las Autonomías, la mayor parte de Comunidades Autónomas, en el ejercicio de las competencias que les otorgaba sus respectivos Estatutos de Autonomía, crearon sus propias Sociedades de Desarrollo Regional. En el caso andaluz, de acuerdo a la Ley 3/1983 de 3 de marzo, se crea la Sociedad para la Promoción y Reconversión Económica en Andalucía –SOPREA–. En este año se crea también el Instituto de Promoción Industrial de Andalucía –IPIA– como organismo dinamizador de la actividad empresarial.

Con posterioridad, de acuerdo a la Ley 3/1987 nace el Instituto de Fomento de Andalucía (IFA (como Agencia de Desarrollo Regional. Con la creación del IFA desaparece el IPIA, cuyas funciones asume el Instituto,

3. Para Bygrave y Timmons (1992) las diferencias existentes entre invertir en las fases iniciales y en las últimas son tan grandes, que aquellos operadores especializados en operaciones de buy-out, incluso, no deberían ser considerados como operadores de capital riesgo.

quedando SOPREA como sociedad instrumental, cuya administración asume igualmente el IFA. La creación del IFA supuso un cambio en la consideración de las Sociedades de Desarrollo Regional y su vinculación con el sector de capital riesgo en general y, específicamente, con las ECR. Si en un sentido estricto, las Sociedades de Desarrollo Regional no pueden ser consideradas ECR, la creación del IFA supuso un cambio de estrategia. De este modo, se produce una implicación más específica del Instituto como Agencia de Desarrollo Regional y se pasa a considerar a las ECR como un medio de actuación y promoción económica. Es precisamente desde su carácter de Agencia de Desarrollo Regional, donde se encuadra la labor del IFA en el impulso de la actividad de capital riesgo en Andalucía.

Siguiendo las directrices de la OCDE, la Junta de Andalucía, a través del IFA, apostó por un "modelo territorial" de capital riesgo basado en la creación de una red de ECR mixtas y ámbito local. El modelo se basaba en dos pilares fundamentales: 1) la colaboración y participación en el proyecto de las distintas administraciones públicas –a nivel estatal, autonómico y local–, entidades financieras e inversores privados; y 2) la cercanía geográfica y contacto directo del operador con la realidad económica del territorio de actuación.

De acuerdo con el modelo propuesto, en la actualidad existen 7 ECR operativas en la Comunidad Autónoma andaluza, a las que se añade un fondo de capital semilla vinculado a una de las sociedades. Hasta la fecha, el IFA ha fomentado y apoyado la creación de 5 de ellas: Sevilla⁴; Inversiones Progranada; Fomento de Iniciativas Cordobesas –FICOR–; Iniciativas Económicas de Almería; Inverjaén y la Sociedad para el Fomento de Inversiones de Huelva –SOFINSA–. Con la excepción de Cádiz y Málaga, donde actúa M-Capital, una sociedad de fomento empresarial –por tanto, con una actividad asimilable a las efectuadas por las ECR–⁵, la finalidad del IFA de constituir una ECR en cada provincia es prácticamente un hecho.

4. Actualmente Sevilla Seed Capital, S.A.,

5. En la actualidad el IFA está pendiente de participación en esta entidad. Participación que está aprobada aunque supeditada a la transformación de M-Capital a ECR.

4. ANÁLISIS EMPÍRICO

4.1. Metodología.

El estudio se ha efectuado en dos fases. En la primera, se examina la naturaleza de los operadores que actúan en el sector de capital riesgo en España. Para ello hemos considerado las ECR que a finales de 1996 eran miembros de pleno derecho de la ASCRI⁶. Hemos agrupado estas entidades en función a dos variables: *ubicación geográfica* y *tipo de sociedad*. La variable *ubicación geográfica* ha sido medida en función de que el operador tenga su razón social en un gran centro financiero y/o zona de elevado desarrollo industrial –Ub. 0– o, por contra, este ubicada en una zona de escaso desarrollo empresarial/industrial –Ub. 1–⁷. Respecto al *tipo de sociedad*, las entidades han sido clasificadas en tres grupos: Sociedades de Desarrollo Regional⁸; Sociedades de Capital Riesgo –SCR– y Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo –SGFCR–⁹.

La Tabla 1 recoge una clasificación de las ECR de acuerdo las variables descritas. De los 42 operadores, 11 son Sociedades de Desarrollo Regional, 15 SGFCR y 16 SCR. Todas las Sociedades Gestoras están ubicadas en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial. Por contra, todas las Sociedades de Desarrollo Regional están ubicadas en zonas de escasa implantación industrial/empresarial. Por lo

6. A finales de 1996 eran miembros de pleno derecho de ASCRI 43 entidades. De esta base fue eliminada una entidad debido a que las operaciones efectuadas no son asimilables a las realizadas en el sector, nos referimos al Centro para el Desarrollo Industrial –CDTI–. Por otra parte, según datos del sector para el año 1996, en España actuaban 46 operadores, por lo que entendemos que la población base de nuestro estudio es bastante significativa.
7. Los criterios utilizados para distinguir la variable zona de ubicación han sido, conjuntamente: la existencia de Bolsa de Valores y el criterio de la Unión Europea para clasificar las zonas como objetivo 1 (regiones menos desarrolladas), o sea, aquellas con un PIB per cápita inferior al 75% de la media comunitaria. Por tanto, hemos considerado zonas ubicación 0 a las Comunidades de Madrid, Cataluña y País Vasco, y zonas ubicación 1 a las restantes.
8. En este grupo se incluyen las Sociedades de Desarrollo Industrial que están participadas mayoritariamente por el INI y las Sociedades de Promoción y Reconversión Industrial dependientes de las Comunidades Autónomas –SPRICAs–.
9. Las SCR nacen con un carácter ilimitado en el tiempo y adoptan normalmente la forma de sociedades anónimas. Estas se caracterizan por gestionar e invertir su propios recursos que pueden incrementar mediante ampliaciones sucesivas del capital social. Por contra, los FCR tienen una duración y recursos limitados en el tiempo. Normalmente son promovidos, gestionados y liquidados por una Sociedad Gestora (SGFC).

que respecta a las SCR, su reparto es equilibrado, identificándose 8 operadores de este tipo en cada una de las dos zonas geográficas consideradas.

TABLA 1
MIEMBROS DE ASCRI (31/12/96)

Tipo de operador	Ub. 0	Ub.1	Total
Sociedades de Desarrollo Regional (SODIs y SPRICAs)	0	11	11
Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo	15	0	15
Sociedades de Capital Riesgo	8	8	16
Total	23	19	42

Fuente: *Elaboración propia a partir Martí (1997)*

De las 8 SCR ubicadas en zonas de escaso desarrollo industrial/empresarial, 7 son andaluzas y una gallega. Ello nos lleva a considerar que el “modelo territorial” de capital riesgo puesto en marcha en la Comunidad Autónoma Andaluza, basado en la creación de una red de SCR de carácter provincial, constituye una estrategia singular dentro del panorama nacional. En el resto de regiones de menor desarrollo económico se ha optado, en general, por un modelo centralizado en el que la actividad de capital riesgo es desarrollada mayoritariamente por Sociedades de Desarrollo Regional¹⁰.

En lo que sigue, se efectúa un diagnóstico de la situación actual de las ECR andaluzas, su evolución y perspectivas de desarrollo. Igualmente, compararemos este colectivo con aquellas ECR que actúan en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial. Para ello vamos a tener en cuenta únicamente aquellos operadores que actúan en el sector y que pueden ser consideradas ECR en sentido “estricto”. Al respecto, existen ciertas particularidades que hacen tener reservas en cuanto a la consideración de las Sociedades de Desarrollo Regional como ECR.

En cuanto a su naturaleza, son instituciones de carácter público que actúan más bien como Agencias de Desarrollo Regional que como ECR.

10. Como excepción podemos indicar los casos de Galicia, la cual cuenta con una Sociedad de Desarrollo Industrial –SODIGA– y una SCR (–Vigo Activo, S.A.– ; y Extremadura, la cual cuenta con una Sociedad de Desarrollo Industrial –SODIEX– y una SCR –Corporación Empresarial de Extremadura, S.A.–, si bien esta última no es miembro de ASCRI.

Respecto a la fórmula de desinversión utilizada, ésta consiste en el establecimiento de pactos de recompra de la participación por parte de los accionistas mayoritarios. El precio de recompra se fija normalmente aplicando una tasa de actualización a la inversión efectuada, o bien a valor teórico según balance. Se observa además una escasa participación en proyectos verdaderamente innovadores. Por último, respecto al instrumento financiero empleado, indicar que una elevada proporción de operaciones son formalizadas a través de préstamos simples (Martí, 1986, 1991 y Alcalá, 1994).

De acuerdo a lo expuesto, la base para nuestro estudio está constituida por un total de 30 ECR, en las que se incluyen las 7 sociedades andaluzas, junto con las 8 SCR y 15 SGFCR ubicadas en centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial. El número de respuestas válidas, analizadas y procesadas, asciende a un total de 20, cifra que representa una tasa de respuesta del 66,66%. Se han obtenido respuestas de las 7 ECR andaluzas identificadas, si bien sólo ha sido posible obtener respuestas, respectivamente, del 75% y 46,66% de las SCR y SGFCR ubicadas en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial.

4.2. RESULTADOS

4.2.1. Rasgos característicos del operador.

El desarrollo del capital riesgo en Andalucía es todavía bastante incipiente. Este hecho se pone de manifiesto, no en el número de operadores existentes, muy superior a la media nacional, sino por la dimensión y actividad inversora desarrollada, así como por la juventud y, consecuentemente, menor experiencia acumulada de los operadores (Alcalá, 1994).

La importancia cuantitativa de las SCR andaluzas es muy pequeña a nivel nacional, representando tan sólo el 1,7% de los capitales totales en gestión y el 1,52% de la inversión total acumulada¹¹. Este hecho es consecuencia directa de la relativa juventud de los operadores. La primera ECR en sentido estricto se crea en Andalucía en el es Sevilla '93 en el año 1988, y las dos últimas Iniciativas Económicas de Almería e Inverjaén¹² en

11. Los datos sobre el sector han sido obtenidos a partir de Martí (1997)

12. En 1994 se añade un fondo de capital semilla, vinculado a una de las sociedades. Señalar también que en estas fechas todavía esta pendiente de constitución definitiva de Apuestas por el Sur en la provincia de Cádiz.

el año 1992; en conjunto la edad media de los operadores es de 5 años (véase ANEXO).

Como se observa en la Tabla 2, las ECR andaluzas son sociedades anónimas mixtas de capital público y privado. La participación de los fondos públicos alcanza el 47%, porcentaje muy superior al observado en las Sociedades –28,57%– y Fondos –25,95%– ubicados en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial, donde la iniciativa privada tiene un papel mucho más importante. A un nivel más desagregado, observamos que de los 7 operadores andaluces: 4 son de carácter eminentemente público –Iniciativas Económicas de Almería, SCR, S.A.; SOFINSA; Inverjaén y FICOR–; 2 de naturaleza mayoritariamente privada –Inversiones Progranada; Sevilla Seed Capital–; y 1 totalmente privado (M-Capital (véase ANEXO). Respecto a la naturaleza de los inversores, en Andalucía, los accionistas más importantes son las administraciones locales/autonómicas –32,43%–, seguida de las entidades financieras bancarias –27,85%– y el sector empresarial privado –22,79%–¹³. El modelo propuesto cumple así con uno de sus objetivos iniciales, cual es la implicación y colaboración en el proyecto de los sectores público, financiero –fundamentalmente a través de las cajas de ahorro– y empresarial.

TABLA 2
ORIGEN DE LOS RECURSOS. DISTRIBUCIÓN DEL CAPITAL SOCIAL

Origen de los fondos	Sociedad Capital Riesgo (Andaluzas)	Sociedad Capital Riesgo (Ub. 0)	Sociedad Gestora FCR (Ub. 0)
Admón. central	14,47	19,15	8,10
Admón. local y autonómica	32,43	9,43	17,85
Fondos Públicos	46,96	28,57	25,95
Entidades financiera bancaria	27,85	43,77	5,54
Entid. financieras no bancaria	2,45	9,76	31,24
Sector empresarial	22,79	17,89	37,27
Fondos privados	53,16	71,43	74,05
Capital de origen nacional	100,00	96,21	57,94
Capital de origen extranjero	0,00	3,29	42,06
Total	100,00	100,00	100,00
Volumen total de recursos (*)	3086	17.777	123.437

*Millones de ptas.

Fuente: Elaboración propia.

13. No debemos olvidar que en Andalucía la actividad de capital riesgo ha estado impulsada desde la Junta de Andalucía, a través del Instituto de Fomento de Andalucía. Hecho este que explica el elevado grado de participación de las administración local y autonómica.

El análisis de la procedencia geográfica de los fondos pone de manifiesto que en las SCR andaluzas, como en general, la práctica totalidad de los fondos tiene su origen en el sistema financiero español. Únicamente los grandes Fondos canalizan recursos del exterior –la participación del capital extranjero en los Fondos analizados alcanza el 42%–.

El tamaño del operador ha sido medido en función del volumen total de fondos gestionados (Tabla 3). De acuerdo a la terminología empleada en el sector en España, una ECR puede ser catalogada de grande, mediana o pequeña en función de que gestione, respectivamente, más de 5.000 millones de ptas.; de 1.000 a 5.000; o menos de 1.000 millones de ptas. Uno de los rasgos característicos del sector en Andalucía es la escasa dimensión de los operadores. En conjunto, el volumen de recursos medios en gestión no alcanzan los 450 millones de ptas., volumen muy pequeño si lo comparamos con el resto de Sociedades y Fondos considerados –2.963 y 17.634 mill. de ptas. respectivamente–. Ciñéndonos al caso andaluz, podemos distinguir tres colectivos de operadores en función de que gestionen respectivamente más de 500 mill. de ptas –FICOR; Inverjaén e Inversiones Progranada–; de 300 a 500 –Iniciativas Económicas de Almería y M. Capital–; y menos de 300 millones de ptas.– Sevilla Seed Capital y SOFINSA (véase ANEXO).

TABLA 3
TAMAÑO DE LOS OPERADORES DE CAPITAL RIESGO

Tamaño del operador	Sociedad Capital Riesgo (Andaluzas)	Sociedad Capital Riesgo (Ub. 0)	Sociedad Gestora FCR (Ub. 0)
Pequeñas	7	2	1
Medianas	0	4	1
Grandes	0	0	5
Totales	7	6	7
Capital medio en gestión (*)	441	2.963	17.634

*Millones de ptas.

Fuente: Elaboración propia.

4.2.2. Estrategia inversora.

En este apartado se ofrece un análisis comparativo de la estrategia inversora desplegada por las ECR andaluzas respecto a la actividad de los operadores ubicados en grandes plazas financieras y/o zonas de elevado desarrollo industrial. Los datos utilizados en el análisis se refieren a la car-

tera de inversiones a 31/12/96. De acuerdo a estos datos, las 7 SCR andaluzas analizadas tienen en cartera un total de 59 proyectos de inversión, en los que tienen comprometidos recursos financieros por importe cercano a los 1.700 mill. de ptas. La entidad con más proyectos en cartera es Sevilla Seed Capital con 11, y las que menos FICOR e Inversiones Progranada con 7 proyectos cada una (véase ANEXO).

Uno de los principales factores que condicionan la estrategia inversora del operador es el volumen de fondos disponibles para invertir¹⁴. En este sentido, la escasa dimensión de las SCR andaluzas es origen de diversos problemas entre los que podemos destacar: 1) el escaso grado de participación en los proyectos empresariales; 2) concentración en proyectos de reducida dimensión financiera; 3) participación casi exclusiva en pequeñas empresas y 4) dificultad para autofinanciar sus gastos operativos (Ligero, 1995). Adicionalmente, la escasez de fondos limita las posibilidades de efectuar una óptima diversificación del riesgo (Martí, 1991). Un operador con pocos recursos tiene dos opciones: invertir sus recursos en pocos proyectos o bien a invertir pequeñas cantidades en un número mayor de operaciones. La primera estrategia implica una concentración excesiva del riesgo. La segunda, aunque más óptima desde el punto de vista de la diversificación, en muchos casos es inviable desde un punto de vista financiero¹⁵.

De acuerdo con los datos que figuran de la tabla 4, se advierte que la inversión media por proyecto es muy pequeña en las SCR andaluzas, esto es, unos 28 mill. de ptas. por proyecto. Por contra, las Sociedades y Fondos ubicados en grandes centros financieros, al disponer de un mayor volumen de recursos pueden incrementar notablemente su participación. En estos operadores la inversión media por proyecto se sitúa, respectivamente, en 85 y 317 mill. de ptas. El número de proyectos en cartera por operador toma valor 8,42 en las SCR andaluzas; por contra, este ratio se duplica en los otros dos grupos de contraste –aproximadamente 17 proyectos por operador–. Estos datos ponen de manifiesto que la reducida dimensión de las SCR andaluzas condiciona su estrategia de inversión, caracterizada por invertir pequeñas cantidades en proyectos de reducida

14. Cazorla, Céspedes y Cano (1997) han efectuado recientemente un trabajo de campo en el que analizan la naturaleza de los factores que determinan la estrategia inversora de las entidades de capital riesgo en España. El estudio concluye que el tamaño del operador (medido en función del volumen de fondos disponibles (y la ubicación geográfica, constituyen los factores condicionantes de la inversión.

15. En estos casos el coste de oportunidad del estudio, y los gastos que implican el seguimiento y control activo de la inversión difícilmente será recuperable.

dimensión financiera. No obstante, respecto a la estrategia de diversificación, se advierte que el grado de concentración del riesgo es menor en las SCR andaluzas. Así, dada su limitación financiera, suelen invertir pequeñas cantidades en un mayor número de proyectos¹⁶.

Por otra parte, las SCR andaluzas han mostrado una activa y dinámica estrategia de inversión. La relación por cociente entre el capital invertido y los capitales totales en gestión, indica que a finales de 1996 éstas habían invertido cerca del 55% de sus recursos. Por ello, a nuestro juicio, el desarrollo y consolidación de la actividad en el futuro obliga a una captación urgente de nuevos fondos. De no ser así, la limitación presupuestaria se convertirá en el principal *estrangulamiento* del modelo.

La Tabla 4 ofrece un desglose de la cartera de inversiones en función a tres aspectos: fase de desarrollo empresarial, tamaño de la empresa participada y sector económico de aplicación¹⁷. Las ECR pueden invertir sus recursos en proyectos o empresas que se encuentran en distintas fases de desarrollo. Aunque resulta difícil establecer con claridad los límites existentes entre las distintas etapas, se suelen identificar distintos tipos de financiación en función de cual sea la fase de desarrollo empresarial. Nos referimos a la *financiación de siembra* o *semilla*, *financiación de puesta en marcha* o *arranque*, *financiación de crecimiento* o *expansión*, *financiación puente*, *operaciones de buy-out* o *compra apalancada*, y *operaciones de reorientación empresarial*. A la hora de estudiar la estrategia seguida por el operador, hemos considerado oportuno agregar estas operaciones en cuatro tipos: *capital semilla*, *capital arranque*, *capital expansión e inversión en últimas fases*¹⁸.

16. Este aspecto será completado con posterioridad cuando examinemos la orientación por fases, sectores y tamaños de la empresa participada.
17. Existe una relación directa y positiva entre volumen de inversión y fase de desarrollo. De tal suerte, que en fases más avanzadas el volumen de fondos comprometidos suele ser mayor. Existe también una relación directa entre el volumen de inversión y tamaño de la empresa participada. Así, los proyectos que son efectuados en empresas de tamaño mediano y/o grande suelen absorber un volumen de fondos mayor que aquellos que son efectuados en el seno de pequeñas empresas. Estas circunstancias nos han llevado a efectuar el análisis en función del número de proyectos que componen la cartera.
18. Fase de desarrollo en que se encontraba el proyecto cuando el operador invirtió por primera vez.

TABLA 4
CARTERA DE INVERSIONES A 31/12/1996
(% SOBRE NÚMERO DE PROYECTOS EN CARTERA)

Fase de desarrollo empresarial	Sociedad Capital Riesgo (Andaluzas)	Sociedad Capital Riesgo (Ub. 0)	Sociedad Gestora FCR (Ub. 0)
Capital Semilla	38,98	8,25	1,68
Capital Arranque	40,68	35,05	23,53
Capital Expansión	20,34	47,42	57,98
Inversión en Etapas finales	100,00	9,28	16,81
	100,00	100,00	100,00
Tamaño empresa participada	Sociedad Capital Riesgo (Andaluzas)	Sociedad Capital Riesgo (Ub. 0)	Sociedad Gestora FCR (Ub. 0)
0 a 9 empleados	55,93	29,90	15,13
10 a 19 empleados	25,42	14,43	8,40
20 a 99 empleados	13,56	44,33	35,29
100 a 199 empleados	3,39	9,28	19,33
200 a 499 empleados	1,69	1,03	18,49
500 o más empleados	0,00	1,03	5,04
	100,00	100,00	100,00
Sectores de interés	Sociedad Capital Riesgo (Andaluzas)	Sociedad Capital Riesgo (Ub. 0)	Sociedad Gestora FCR (Ub. 0)
Informática/otros electrónica	1,69	4,12	5,04
Prod./servicios informáticos	1,69	13,40	1,68
Prod. de consumo	11,86	15,46	33,61
Agricultura, ganadería y pesca	13,56	2,06	2,52
Energía y recursos naturales	0,00	3,09	0,84
Química/plásticos	11,86	3,09	7,56
Construcción	5,08	12,37	1,68
Asistencia sanitaria/medicina	0,00	2,06	0,84
Hostelería/ocio	10,17	5,15	1,68
Comunicaciones	10,17	4,12	3,36
Biotecnología/Ind. genética	0,00	1,03	0,84
Automatización ind./robótica	3,39	4,12	11,76
Servicios financieros	1,69	7,22	0,84
Otros servicios	22,03	15,46	10,08
Otros	6,78	7,22	17,65
	100,00	100,00	100,00

TABLA 4
CARTERA DE INVERSIONES A 31/12/1996
(% SOBRE NÚMERO DE PROYECTOS EN CARTERA) (Continuación)

Nº Proyectos en cartera	59	97	119
Inversión total en cartera	1692,51	8302,80	37735,80
Inversión media por proyecto	28,69	85,60	317,11
Nº Proyectos/Operador	8,42	16,16	17
Nº Proy./cada 100 mill. invertido	3,48	1,16	0,31

Fuente: *Elaboración propia.*

Las SCR andaluzas tienden a invertir sus recursos en las etapas iniciales de desarrollo empresarial. A finales de 1996, las operaciones de semilla y puesta en marcha representaban, respectivamente, el 39% y 41% de los proyectos en cartera. Las inversiones en expansión significaban tan sólo el 20,34% , no registrándose operación alguna en estadios más avanzados de desarrollo empresarial –compra apalancada, reorientación o financiación puente–. El comportamiento inversor de los otros grupos de contraste considerados difiere de forma notable. En el caso de las SCR ubicadas en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo empresarial/industrial, se observa que las inversiones en etapas iniciales pierden peso relativo, representando tan sólo el 43% de los proyectos en cartera. Este colectivo concentra sus inversiones en la fase de expansión –47%–, apareciendo algunas operaciones en fases más avanzadas de desarrollo empresarial –9,28%–. Esta tendencia se hace aún más patente en el caso de los Fondos, que concentran su actividad en empresas en fases de crecimiento –57,98%–. Además, un porcentaje importante de las operaciones tiene como destino empresas consolidadas en procesos de reestructuración o cambio de titularidad –17%–.

Respecto al tamaño de la empresa participada, se observan también diferencias muy importantes en los distintos colectivos analizados. Las SCR andaluzas prestan un apoyo decidido a empresas de pequeña dimensión. Más del 81% de las empresas participadas tienen plantillas inferiores a los 20 trabajadores, incluso el 56% de las empresas son micro-empresas, esto es, empresas con plantillas inferiores a los 9 empleados. Por contra, las Sociedades y Fondos ubicados en grandes plazas financieras y/o zonas de elevado desarrollo empresarial centran su interés en empresas de mayor tamaño –sirva de dato que las empresas de más de 200 empleados representan más del 20% de las cartera de los Fondos analizados–.

Por sectores productivos, en Andalucía, las inversiones se concentran, fundamentalmente, en sectores considerados como estratégicos por la Junta de Andalucía. Las actividades que reciben más inversiones son las relacionadas con otros servicios –22%–; y sector *agroalimentario* –13,56%–. Le siguen en orden de importancia, el sector de productos de consumo y el de química/plásticos –el 12% respectivamente–. Las inversiones en sectores catalogados, en principio, de alta tecnología –informática, biotecnología, automatización industrial, robótica etc.–, tienen en el caso de las SCR andaluzas menor importancia. A la vista de los datos, dada la amplitud de sectores en los que los operadores diversifican sus actividades, no podemos obtener conclusiones relevantes en cuanto a un comportamiento diferenciado de los distintos colectivos de ECR consideradas.

Se observa, pues, una especialización de las SCR andaluzas en empresas de tamaño pequeño en procesos de creación o puesta en marcha, en sectores calificados de estratégicos por la Junta de Andalucía. Tal especialización es consecuencia, no sólo del objetivo perseguido, sino del volumen de fondos disponibles. Como ha sido comentado en el apartado 3, estos operadores nacen con un objetivo claro, servir de estímulo a la creación y desarrollo de un tejido de PYMEs en su ámbito de actuación. El análisis de la cartera efectuado apuntan hacia el cumplimiento del objetivo encomendado. Así, de acuerdo con los resultados de Gupta y Sapienza (1991; 1994), la ubicación geográfica del operador, y por ende, la cercanía al potencial demandante de fondos de capital riesgo, constituyen factores claves en el desarrollo del sector en Andalucía.

No obstante, dada la complejidad e incertidumbre que rodea en la actualidad la actividad empresarial, una excesiva especialización del sector puede acarrear en el futuro resultados no deseados. Desde un punto de vista financiero, de acuerdo a la *teoría de diversificación de carteras*, el *riesgo específico*¹⁹ de una cartera se puede eliminar incrementando hasta el infinito el número de activos que forman parte de ella. Es evidente que tal práctica no es aplicable en el contexto del capital riesgo. No obstante, la experiencia demuestra que es posible reducir substancialmente el riesgo específico de una cartera con un número limitado de activos financie-

19. El riesgo de un activo financiero se puede descomponer en dos partes. Lo que se denomina *riesgo único, propio o específico*, que es debido a causas que sólo afectan a ese activo en particular. Existe también un *riesgo de mercado o sistemático* que procede de las variables del conjunto de mercado y que, por tanto, afectan a todos los activos financieros.

ros. Es importante que una ECR efectúe un adecuada planificación de sus inversiones, conformando una cartera que guarde cierto equilibrio, tanto en número de proyectos en cartera e inversión media por proyecto, como en la orientación por fases de desarrollo, tamaño de la empresa participada y sectores de aplicación. Por tanto, una excesiva especialización por sectores, fase de desarrollo o tipo de empresa participada, provoca que el riesgo soportado sea notoriamente superior (Martí, 1991).

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El *modelo territorial* de capital riesgo puesto en práctica en Andalucía, basado en la creación de una red de SCR mixtas con vocación local, constituye un modelo único dentro del sector a nivel nacional. Dos son los pilares básicos en los que se inspira el modelo propuesto: de un lado, la colaboración de los sectores públicos, financieros y empresariales; de otro lado, la cercanía geográfica del operador y los potenciales demandantes de este tipo de recursos.

El análisis empírico efectuado confirma que en Andalucía el modelo de capital riesgo escogido ha conseguido estimular la colaboración tanto del sector financiero –fundamentalmente a través de las Cajas de Ahorro– como del sector empresarial andaluz, que en conjunto aporta más del 50% de los recursos. Por otra parte, la vocación local de los operadores se ha traducido –como era su objetivo– en un apoyo decidido a pequeñas empresas en procesos de creación o puesta en marcha. A finales de 1996, estas operaciones representaban más del 80% de los proyectos en cartera. Si comparamos la estrategia seguida por los operadores andaluces respecto a la actividad desarrollada por otras entidades ubicadas en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial/empresarial, en estos últimos se advierte un mayor interés en operaciones de menor riesgo en empresas existentes ya consolidadas o en proceso de expansión.

Existen pues diferencias significativas en la orientación inversora y estrategia desarrollada por las SCR andaluzas respecto al resto de operadores en España. En Andalucía, las entidades analizadas suelen invertir pequeñas cantidades en proyectos de escasa dimensión financiera, que implican la creación y puesta en marcha de empresas de reducida dimensión. Dicha especialización está en perfecta consonancia con el objetivo perseguido, si bien es consecuencia directa a su vez de su limitación presupuestaria. Adicionalmente, existe a nuestro juicio una excesiva concentración del riesgo en este tipo de operaciones. Si alguno de los proyectos

en cartera no responden a las expectativas de desarrollo con las que fueron concebidos inicialmente, algún operador podría tener en el futuro importantes problemas financieros.

Por tanto, el futuro del capital riesgo en Andalucía depende de dos tipos de factores: de un lado, aquellas variables que afectan al sector en general; y de otro lado, aquellas otras que de manera específica condicionan las posibilidades de desarrollo futuro del sector en Andalucía. Respecto al primero de los conjuntos, son muchas las "voces" que desde distintos ámbitos –profesional, político y académico– reclaman cambios en el sector. Aunque sobrepasa a los objetivos de este trabajo el pronunciarnos al respecto, consideramos que la consolidación definitiva del capital riesgo como instrumento financiero obliga a actuar en tres frentes: 1) desarrollo del segundo mercado; 2) establecimiento de mayores incentivos fiscales²⁰; y 3) acercar el instrumento a los potenciales demandantes de este tipo de fondos.

Ciñéndonos exclusivamente a la situación de sector en Andalucía, el futuro de la actividad en esta Comunidad Autónoma depende fundamentalmente de la disponibilidad de nuevos recursos de capital riesgo. A finales de 1996, los recursos medios gestionados por cada SCR andaluza no llega a los 500 mill. de ptas., frente a los 4.107 mill. de ptas. que eran gestionados como media en todo el sector a nivel nacional. En esta fecha los operadores andaluces tenían ya comprometidos más del 55% de sus recursos. Existe, por tanto, una necesidad urgente de aportar nuevos fondos al sistema. Sin embargo, a nuestro juicio, a corto plazo la inyección de nuevos fondos se presume un tarea nada fácil. La captación de nuevas aportaciones vendrá condicionada a su vez por los resultados que se obtengan de las operaciones ya efectuadas. En la medida en que se realicen importantes plusvalías, se producirá una mayor canalización del ahorro en favor del sistema. Sin embargo, la relativa juventud de los operadores, y por ende, la escasa maduración de los proyectos puestos en marcha son dificultades añadidas.

20. La reciente aprobación del Real Decreto Ley 7/1997 introduce importantes modificaciones. Primero, se amplía el campo de aplicación de la actividad, eliminándose la limitación a "proyectos innovadores". Segundo, se amplía de 6 a 10 años el período de exención parcial –99%– de las plusvalías obtenidas en la transmisión de acciones y participaciones de las empresas participadas, lo que puede fomentar la participación en proyectos de semilla y puesta en marcha, de mayor período de maduración. Tercero, reconoce su labor como consultor externo, estableciéndose la posibilidad de realizar actividades de asesoramiento remunerado a cualquier empresa.

En este sentido, algunos operadores andaluces se encuentran inmersos en procesos de ampliación de capital –por ejemplo, Iniciativas Económicas de Almería–. Por otra parte, desde la propia Junta de Andalucía se defiende la necesidad de continuar la labor de apoyo emprendida. En este sentido, dadas las deficiencias que atraviesa el sector, se estudia la posibilidad de complementar y fortalecer el modelo territorial de SCR provinciales, con la creación de un gran fondo de capital riesgo de carácter interprovincial –su patrimonio estimado es de 3.000 millones de pesetas–, que permita apalancar las operaciones de financiación de proyectos de mayor envergadura (Mármol, 1996). De esta manera, se podrían paliar en parte las debilidades detectadas mediante la inyección de nuevos recursos al sistema y favoreciendo la diversificación del sector. Las características y funcionamiento del Fondo, así como la implementación definitiva de éste con el modelo existente, todavía se encuentra en fase de estudio.

6. ANEXO
ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO ANDALUZAS (DATOS A 31/12/96)

Variables	Iniciativas Económicas de Afiliada	FLOOR	Inversión	Inversiones Programada	Mi capital	Sevilla Seed Capital	SOFINSA
Año de constitución	1982	1980	1982	1980	1980	1988	1988
Forma jurídica	Alfama	Cooperativa	Sociedad de Capital Riesgo	Cooperativa	Matriza	Sociedad de Capital Riesgo	Huasa
Capital Social Inicial (millones de ptas.)	250	411	628	376	180	225	302
Forma jurídica	Sociedad de Capital Riesgo	Sociedad de Capital Riesgo	Sociedad de Capital Riesgo	Sociedad de Capital Riesgo	Soc. Fomento Empresarial	Sociedad de Capital Riesgo	Sociedad de Capital Riesgo
Propiedad del Capital (%)							
Fondos origen privado	22,37	43,50	46,00	73,33	100,00	55,00	25,50
Sector empresarial	11,18	10,00	6,00	31,12	76,95	38,40	3,97
Ent. financiera no bancaria	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	4,20	21,63
Ent. financieras bancaria	11,18	33,50	40,00	42,21	23,05	11,50	0,00
Fondos origen público	77,63	56,50	54,00	26,66	0,00	45,00	74,50
Admon. estatal	9,50	23,50	5,60	0,00	46,10	3,40	9,93
Admon. local y autonómica	68,05	13,00	48,40	26,66	53,90	42,00	64,57
Recursos de origen fiscal	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Recursos de origen extrajero	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capital social gestionado (millones de ptas.)	313	510	628	562,5	336	250	266,06
Carteras de inversiones							
Número de proyectos	8	7	10	7	8	11	8
Capital invertido (mill. ptas)	129,2	669	92,85	307,3	179,8	137,2	177,16
Inversión media	16,15	95,58	9,28	43,90	22,47	12,47	22,14
Fases de desarrollo empresarial							
Capital Semilla	2	2	4	2	5	8	5
Capital Arriquite	6	2	6	3	3	2	3
Capital Expansión		3		2		1	
Inversión Últimas etapas							
Tamaño empresa participada							
0 a 9 empleados	6	4	6	5	4	7	2
10 a 19 empleados	2	1	5	2	1	4	2
20 a 49 empleados		2					
50 a 99 empleados							
100 a 199 empleados							
200 a 499 empleados							
500 o más empleados							
Sectores de aplicación							
Informática/otros electrónica				1			
Prod./servicios informáticos	1		3	1		1	1
Prod. de consumo	2	1		3		1	1
Agricultura, ganadería y pesca				2			2
Energía y recursos naturales	1	1	3		1		
Química/plásticos							
Construcción	2	1	1			2	2
Asistencia sanitaria/medicina	1	1				1	
Hoteles/otro							
Comunicaciones							
Recreación/ocio, genética	1	1	1		2	1	
Ayuda técnica							
Servicios financieros		2	3		3	4	1
Otros		1			2		1

Fuente: Elikración/zipaga

BIBLIOGRAFÍA

- ALCALÁ, F. (1994): "Los intermediarios y la actividad de capital riesgo en Andalucía: 1988-93". *Estudios Regionales* 40; 15-51.
- ALCALÁ, F. (1995): "El Capital Riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación". Ed. Cívitas. Madrid.
- BYGRAVE, W.D. Y TIMMONS, J.A. (1992): "Venture Capital at the Crossroads". Boston MA. Harvard Business School Press.
- CAZORLA, L., CÉSPEDES, F. Y GUILLÉN C. (1997): "Estrategia Inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes". VII Congreso Nacional de la Asociación Científica de Dirección y Economía de la Empresa. Almería.
- EVCA (1995) "EVCA YEARBOOK" ERNST & YOUNG, Londres.
- FLORIDA, R. y Kenney, M. (1988a): " Venture capital an high technology entrepreneurship". *Journal of Business Venturing* 3;301-319.
- FLORIDA, R. Y KENNEY, M. (1988b): "Venture Capital, high technology, and regional development". *Regional Studies* 22; 33-48.
- FRIED, V.H. Y HISRICH, R.D. (1991): "Venture capital firms commonalities and differences". *Management Reseach News* 14 (3); 17-33.
- GOMPERS, P.A. (1995): "Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital". *The Journal of Finance.* 5; 1461-1489.
- GUPTA, A.K. Y SAPIENZA, H.J. (1992): "Determinants of venture capital firms´ preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investment" *Journal of Business Venturing* 7: 347-362.
- SAPIENZA, H.J. Y GUPTA, A.K. (1994): "Impact of agency risks an task uncertainly on venture capitalist-CEO interation". *Academy of Management Journal* 37/6; 1618-1632.
- LIGERO, M. (1995): "El capital riesgo en Andalucía". *Boletín Económico de Andalucía* nº 19,p. 303-313.
- MÁRMOL, U. (1996): "El Fondo de Capital Riesgo Andalucía Siglo XXI". Seminario sobre capital riesgo en Andalucía. Almería.
- MARTÍ, J. (1986): "El capital riesgo ("venture capital") un análisis conceptual y formal, aplicado a España y los principales países industrializados". Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.
- MARTÍ, J. (1991): "Posibilidades de diversificación de las carteras de las sociedades y fondos de capital riesgo que actúan en España". *Actualidad Financiera* 46; F-777-F790.

- MARTÍ, J. (1995): "Capital Riesgo: una denominación equivocada". Boletín de Estudios Económicos 156; 469-485.
- MARTÍ, J. (1997): "El capital inversión en España: 1996". Editorial Cívitas. Madrid.
- VENTURE ECONOMICS INC. (1995): "1994 Annual review". National Venture Capital Association, Arlington. Virginia.
- VILLASECA, E. (1995): "El capital riesgo en Andalucía: antecedentes, situación actual y futuro".. Boletín Económico de Andalucía. nº 10 pp. 315-323.

Recibido, 3 de Noviembre de 1997; Aceptado, 23 de Marzo de 1998.