

## ESTRATEGIA INVERSORA DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO: UN ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES

Cazorla Papis, L.  
Céspedes Lorente, J.  
Cano Guillén, C.J.  
Universidad de Almería<sup>1</sup>

### RESUMEN:

En este trabajo se analizan las diferencias en los comportamientos inversores de las entidades de capital riesgo, en función de la naturaleza del operador. Para ello se identifican las variables que lo definen y que pueden tener una incidencia relevante en el tipo de inversión efectuada. Asimismo, se contrasta empíricamente las hipótesis planteadas respecto a la incidencia que factores como el tamaño, la propiedad de los fondos, la forma jurídica adoptada o la orientación territorial, ejercen sobre la naturaleza de la inversión. Los datos empleados han sido obtenidos de una encuesta efectuada a las entidades de capital riesgo españolas.

**PALABRAS CLAVE:** Capital Riesgo. Pequeña y Mediana Empresa. Financiación Empresarial.

### INTRODUCCIÓN

En el ciclo de vida de cualquier empresa es posible distinguir una serie de fases en el tiempo en las que un inversor de capital riesgo puede estar interesado en participar (Ruhnka y Young, 1987, 1991). Aunque no siempre es fácil distinguir con claridad la frontera existente entre unas y otras, básicamente se pueden diferenciar las fases de semilla, puesta en marcha, expansión, y reorientación empresarial. La importancia del capital riesgo es mayor en aquellas fases del ciclo de vida empresarial en el que el nivel de incertidumbre o la asimetría de la información es mayor (Gompers, 1995), es decir en las dos primeras etapas que se han señalado. Estas fases, que comprenden el desarrollo del producto, su fabricación y comercialización inicial, conllevan además importantes costes de transacción, lo que eleva considerablemente el nivel de riesgo. A medida que nos situamos en fases más avanzadas de desarrollo, el riesgo se reduce de forma paulatina (Ruhnka y Young, 1991; Elango, Fried, Hisrich y Polonchek; 1995). Las entidades de capital riesgo se crearon inicialmente con el propósito de facilitar el inicio de nuevos negocios innovadores (Martí, 1986; Ligeró, 1996) y, en este sentido, distintos trabajos destacan la importancia del capital riesgo en la nacimiento y desarrollo de pequeñas y medianas empresas innovadoras, en especial, en sectores de gran contenido tecnológico (Bygrave y Timmons, 1992).

Conseguir una financiación adecuada en los primeros años de vida de un proyecto es fundamental para su desarrollo y consolidación posterior. Normalmente, detrás de un buen proyecto existe un grupo de emprendedores que carecen de las garantías y/o recursos financieros necesarios. A los obstáculos de carácter financiero, habría que añadir un problema adicional, esto es, el desconocimiento de aquellas materias - administración, marketing, finanzas, etc. -, que son necesarias para la puesta en marcha y desarrollo empresarial de la idea. El capital riesgo como instrumento financiero constituye una fuente de financiación ideal, al

inyectar recursos a medio y largo plazo mediante participaciones temporales y minoritarias en el capital social de la empresa participada. Sin embargo, este instrumento financiero no sólo conlleva la entrada de fondos propios, provee además a la empresa de un amplio "paquete adicional" de contribuciones no financieras. De este modo, el capital riesgo se identifica como algo más que una mera fuente de financiación'. Así, la labor de asesoramiento y apoyo a nivel de gerencia, constituye un valor añadido de vital importancia en las fases iniciales de puesta en marcha de un proyecto empresarial (Gorman y Sahlman, 1989).

El capital riesgo *-venture capital-* como actividad financiera especializada nace en Estados Unidos a finales de las Segunda Guerra Mundial. En su origen la denominación *venture capital* responde a un objetivo prioritario, esto es, apoyar financieramente empresas de pequeña y mediana dimensión en sus primeras fases de desarrollo. Con posterioridad, la mayor oferta de fondos de capital riesgo y la aparición de nuevos inversores especializados en el sector, ha permitido una mayor diversificación de las actividades que engloban, en la actualidad, operaciones de menor riesgo en empresas existentes en estadios más avanzados de desarrollo.

En España, como en el resto de países europeos, el instrumento financiero ha seguido un camino distinto al desarrollado en EE.UU. Según datos de la European Venture Capital Association -EVCA- se observa que en los últimos años en Europa se ha producido un cambio de orientación en el sector. Así, más del 90% de los fondos de capital riesgo son invertidos en operaciones de capital expansión y capital *reorientación'*. Por contra, en Norteamérica las cantidades invertidas en dichas fases en el período 1986-95 representó tan sólo un 25% (Venture Economics, 1995). Este comportamiento tan diferente se debe fundamentalmente a la inexistencia en Europa de un entorno favorable para el sector. Situación ésta que se concreta en la inexistencia de un mercado interior de gran dimensión, en un tratamiento fiscal desfavorable de las plusvalías, así como el escaso grado de desarrollo alcanzado por el segundo mercado (Martí, 1995).

Diversos trabajos sugieren la existencia de diferencias significativas en la entidades de capital riesgo en función de cual sea la fase de desarrollo y el tipo de empresa en el que se invierte (véase Robinson, 1987; Florida y Kenney, 1988a, 1988b; Sapienza y Timmons, 1989; Fried y Hisrich, 1991; Bygrave y Timmons, 1992; Elango, Fried, Hisrich y Olonchek, 1995). El objetivo principal de este trabajo es examinar, dentro del contexto español, la existencia de comportamientos inversores diferenciados en función de cual sea la naturaleza del operador. Para ello se identifican, en primer lugar, aquellas variables que definen el carácter de la empresa de capital riesgo, y que pueden tener una incidencia relevante en el tipo de inversión efectuada. En segundo lugar, se contrasta la influencia de dichas variables sobre el tipo de inversión desarrollado por el operador de capital riesgo. Los datos necesarios para desarrollar el trabajo han sido obtenidos a partir de una encuesta efectuada a los operadores pertenecientes a la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo -ASCRI-.

## LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO

En un sentido amplio podemos definir una operación de capital riesgo como la apuesta que efectuaría cualquier ahorrador/inversor -unidad económica de superávit-, en un proyecto empresarial en el que el nivel de riesgo es superior a la media (Martín, 1988). En este tipo de operaciones, el aportante de recursos de capital riesgo adquiere los mismos derechos que el empresario -unidad económica de déficit- sobre la evolución futura del proyecto, esto es, sobre



los resultados; incurriendo en un nivel de riesgo similar al soportado por el emprendedor. El concepto moderno de capital riesgo deriva de la traducción del término anglosajón "*venture capital*". No obstante existen diferencias en cuanto al ámbito de aplicación del concepto. En este sentido, algunos autores califican de capital riesgo, únicamente, aquel conjunto de recursos que son invertidos de forma sistemática y profesional en proyectos de elevado riesgo que impliquen la creación de nuevas empresas, desarrollo de nuevas tecnologías o productos, o conquista de nuevos mercados; y que son efectuadas de acuerdo a determinados patrones de comportamiento -Centelles (1983); Bergareche (1985); etc.-<sup>4</sup>. Frente a éstos, encontramos otros autores que reconocen al concepto un ámbito mayor de aplicación, incluyendo aquellas operaciones que persiguiendo objetivos similares, son efectuadas de forma espontánea por cualquier inversor, incluidos pequeños inversores particulares -Snyder (1970); Glastone (1983); etc.-.

Este trabajo centra su atención en aquellas operaciones de capital riesgo que podemos encuadrar en el primer grupo, esto es, lo que se denomina capital riesgo "organizado", "sistematizado" o "profesionalizado". En este contexto, son muchas las definiciones que se han dado del término. Siguiendo a Martí (1986) podemos entender por capital riesgo, al conjunto de recursos financieros y de servicios de asesoramiento que son canalizados hacia pequeñas y medianas empresas innovadoras, ya existentes o en proceso de creación, bien mediante participaciones temporales con la expectativa de obtener importantes plusvalías, o bien en forma de deuda, convertible o no, con participación en los potenciales éxitos de la gestión. Para la EVCA puede considerarse capital riesgo, la actividad dedicada a aportar capitales permanentes para financiar innovación en la creación y desarrollo de pequeñas y medianas empresas, que tienen un significativo potencial de crecimiento en términos de producto, tecnología, concepto empresarial y servicios. Actividad que implica además el apoyo activo a la gestión de las empresas participadas, y que tienen como objetivo la obtención de beneficios a largo plazo como remuneración de los riesgos incurridos. Por tanto, los principales rasgos que definen a la actividad pueden resumirse en los siguientes puntos:

- ◆ La elevada especialización financiera.
- ◆ Financiación permanente mediante la inyección de fondos propios, generalmente mediante participaciones temporales y minoritaria en el capital social de la empresa participada
- ◆ Función de asesoramiento a nivel de gerencia.
- ◆ Destinado a pequeñas y medianas empresas ya existentes o en proceso de creación.
- ◆ Interés en proyectos innovadores con importantes perspectivas de crecimiento y rentabilidad.

## NATURALEZA DEL OPERADOR Y ESTRATEGIA INVERSORA

### Estrategia inversora

En el sector del capital riesgo se suelen identificar diversos tipos de financiación en función de la fase de desarrollo empresarial en la que se invierte: operaciones de capital semilla -*seed capital*-; capital arranque -*start-up capital*-; capital desarrollo -*expansion capital*-; y las de reorientación -*turnaround capital*-, y cambio de propiedad y sucesión en empresas ya consolidadas. Esta última situación puede ser origen a su vez de una amplia variedad de operaciones entre las que podemos destacar: la compra de la empresa por sus directivos -

*management buy-in*-, la compra de la empresa por terceros *-management buy-out*-, las inversiones en capital reemplazamiento *-replacement capital*-, y la financiación puente *-bridge financing*-.

Según la terminología empleada en el sector, las inversiones en etapas iniciales englobarían las operaciones de semilla y arranque o puesta en marcha. Las primeras tienen por objeto financiar la definición y desarrollo de un nuevo producto o sistema de producción. En esta fase la empresa no existe o está recién constituida. El período de maduración de la inversión suele ser largo, y el volumen de financiación, aunque por regla general es cuantitativamente reducido, tiene por objeto hacer frente a la definición final del producto o sistema de producción, así como a los primeros gastos, incluyendo instalaciones, análisis de mercado o análisis de viabilidad. Todas estas circunstancias, unido a la falta de experiencia pasada, elevan de forma considerable el nivel de riesgo.

En las operaciones de arranque o puesta en marcha *-start-up capital*- las incógnitas relativas al desarrollo del producto y su proceso de fabricación normalmente ya han sido resueltas. El mercado está identificado y existe un análisis del mismo que justifica el lanzamiento del producto. La inversión tiene por objeto proveer aquellos recursos financieros que son necesarios para comenzar la actividad productiva e introducir el nuevo producto o servicio en el mercado. En esta fase, las exigencias de capital son mayores, lo que eleva el nivel de riesgo de la operación. Si bien, al desaparecer la incertidumbre sobre el desarrollo del producto, el nivel de riesgo soportado, aunque alto, es en conjunto inferior al soportado en la fase anterior (Van Rooy, 1983).

En la fase de *crecimiento o expansión*, el producto está desarrollado e introducido en el mercado con lo que se puede afirmar que la empresa ha superado los obstáculos que caracterizan las fases iniciales de su desarrollo. En esta etapa se requiere capital para financiar aquellas estrategias que persiguen un crecimiento rápido de la empresa, como el lanzamiento de nuevos productos o servicios, la introducción en nuevos mercados, o la ampliación o montaje de nuevas instalaciones. El volumen de fondos comprometidos en las inversiones de *capital expansión* suele ser considerable, lo que eleva el nivel de riesgo de la operación. Sin embargo, la experiencia y los conocimientos acumulados por la empresa en esta fase hace que la incertidumbre sobre el desarrollo futuro de la actividad disminuya de forma sensible.

En teoría, las etapas del ciclo de vida de la empresa en las que sería más útil contar con el apoyo de una entidad de capital riesgo, son aquellas que comportan un mayor nivel de riesgo y, por tanto, es más difícil contar con financiación bancaria. Estas etapas son las que están relacionadas con el nacimiento y desarrollo de la empresa, aún más si las empresas están involucradas en actividades de innovación tecnológica. No cabe duda que estas etapas de mayor riesgo deberían ser financiadas con recursos propios casi en su totalidad, sin embargo por regla general, es difícil que los empresarios emprendedores dispongan de recursos financieros por sí mismos (Martí, 1986; Ligeró, 1995).

## **NATURALEZA DEL OPERADOR**

En el ámbito del denominado capital riesgo “organizado” o “sistematizado” nos encontramos con tres tipos de agentes fundamentales. En un extremo los inversores en *capital riesgo*, esto es, los potenciales oferentes de recursos de capital riesgo, entre los que nos encontramos con una amplia variedad de agentes e instituciones: bancos, fondos de pensiones,



compañías de seguros, empresas, inversores particulares, así como entes de naturaleza pública de ámbito local, provincial o estatal. En otro extremo se sitúan los *potenciales demandantes* de este tipo de fondos, constituido por empresas y grupos de empresarios emprendedores. Entre ambos agentes figuran los *inversores especializados*, es decir, las entidades de capital riesgo que tienen como principal función: la captación, canalización y gestión de este tipo de recursos. Por consiguiente, dentro del sistema financiero estos operadores especializados actúan como intermediarios financieros, canalizando la oferta de recursos de capital riesgo hacia los potenciales demandantes de este tipo de fondos (Morris, 1991).

El desarrollo de los mercados de capital riesgo ha provocado una creciente especialización en las distintas fases que sigue un proyecto hasta que la empresa alcanza una dimensión adecuada. Como resultado de este proceso, han ido apareciendo diversas entidades especializadas en cada una de estas fases. Estas entidades se diferencian en función del grado de desarrollo alcanzado por el sector en distintas zonas, los diferentes objetivos perseguidos, las distintas fuentes de recursos, y los diferentes criterios utilizados en la selección y gestión de las empresas participadas (Martí, 1986). Por ello, al margen de aquellos factores del entorno -normativa legal-fiscal, desarrollo del segundo mercado, situación macroeconómica, etc.-, la estrategia inversora estará condicionada fundamentalmente por la naturaleza del operador, sus objetivos y política de inversión. En este apartado examinamos aquellos factores que definen la naturaleza del operador y que pueden tener una incidencia relevante en el tipo de inversión efectuada.

### 1) Propiedad de los fondos administrados: entidades públicas versus entidades privadas

Una de las principales funciones de las entidades de capital riesgo consiste en la captación de fondos en el sistema financiero. La procedencia de éstos puede ser diversa. En general, cualquier agente económico con capacidad de ahorro es un potencial proveedor de este tipo de recursos. Sin embargo en el contexto del capital riesgo "organizado" o sistematizado, los principales aportantes de este tipo de recursos son: bancos; grandes empresas; inversores institucionales -fondos de pensiones y compañías de seguros-; entes públicos; universidades e inversores particulares -pequeñas empresas y público en general-. Ello nos permitirá diferenciar distintos tipos de operadores en función de cual sea el origen de los recursos: nacional o extranjero; público o privado; con origen en entidades financieras o no financieras.

A la hora de transferir parte de sus recursos a este sistema de financiación<sup>5</sup> los agentes pueden perseguir finalidades diferentes. En la mayoría de las ocasiones, las entidades especializadas en la gestión activa de tales recursos, ven condicionada su política de actuación en función de cuáles sean los objetivos perseguidos por los principales aportantes de fondos.

Respecto a la procedencia de los recursos, y teniendo en cuenta la evolución del sector en España, en el presente trabajo de investigación centraremos nuestra atención en las entidades de carácter **público y privado**<sup>6</sup>. En España, la participación de entes de carácter público en el sector está estrechamente relacionado con las políticas de desarrollo industrial. De este modo, las autoridades económicas a través de las distintas administraciones públicas tanto a nivel estatal, de comunidad autónoma como local, han apostado por esta fórmula financiera como instrumento para fortalecer el tejido empresarial. Ello nos lleva a afirmar que las entidades de origen público suelen acometer ciertos proyectos en los que prima el aspecto promotor de desarrollo económico, más que el de la exclusiva rentabilidad, especialmente, en aquellas zonas de escaso desarrollo industrial.

Por su parte, los inversores de naturaleza privada pueden perseguir objetivos muy diversos. Las grandes empresas pueden encontrar interesante participar en una entidad de capital riesgo como vía de acceso a nuevas tecnologías, líneas de producto, mercados y conocimientos (Pellón, 1986). En el caso de la banca o de los inversores institucionales, la participación en el sector puede ser vista como una estrategia óptima de diversificación del riesgo. En general, la inversión directa en una pequeña y mediana empresa conlleva un elevado nivel de incertidumbre, que puede atenuarse si la inversión es efectuada indirectamente a través de una entidad de capital riesgo. De esta manera es posible conseguir una doble diversificación del riesgo. Primero, invirtiendo en distintas entidades de capital riesgo, y segundo, a través de la propia estrategia de diversificación puesta en marcha por el operador a través de una cuidadosa selección de los proyectos (Gasdtonne, 1983). Sea cual sea el motivo de participación, es un hecho que las entidades privadas ven condicionadas su política de inversión en aras de un objetivo fundamental: la rentabilidad frente a sus accionistas. El mayor periodo de maduración de las operaciones de semilla y arranque, las dificultades de desinversión en este tipo de proyectos, unido a la necesidad de mantener y reducir el nivel de riesgo de sus carteras; condicionan la política de inversión, y explican el mayor interés de los operadores privados en proyectos menos arriesgados desarrollados en empresas ya consolidadas de tamaño mediano a grande. Todo ello nos permiten plantear la siguiente hipótesis:

H1: Las entidades de capital riesgo públicas son más propensas a invertir en pequeñas y medianas empresas en sus etapas iniciales de creación y puesta en marcha que las entidades de capital riesgo privadas.

## **2) Forma jurídica adoptada: Sociedad de Capital Riesgo versus Sociedades Gestoras de Fondos**

Las fórmulas jurídicas adoptadas por los operadores que actúan en el sistema pueden ser diversas. No obstante, la literatura especializada distingue entre Sociedades de Capital Riesgo (SCR) -*Venture Capital Companies*- y *Fondos de Capital Riesgo* (FCR) -*Venture Capital Funds o Venture Capital Pools*-. 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 sus 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)<sup>7</sup>. Por tanto, la diferencia entre ambos operadores radica en la propiedad de los fondos y su duración en el tiempo; circunstancias éstas que pueden afectar a la estrategia de inversión desarrollada.

En general, las fuentes de ingresos de las entidades de capital riesgo son los rendimientos obtenidos de los excedentes de liquidez colocados en los mercados de capitales, así como las comisiones e ingresos por las labores de asesoramiento realizadas en empresas participadas. No obstante, la principal fuente de ingresos ha de constituir la plusvalía obtenidas con la venta de sus participaciones. Ahora bien, las posibilidades de desinversión dependerán entre otros factores del período de maduración de la operación y/o de la posibilidad real de encontrar inversores dispuestos a comprar las participaciones a buen precio (Alcalá Olid, 1994). Es un hecho que a medida que nos situamos en estadios inferiores del ciclo de vida empresarial -*seed y start-up*-, el período de maduración requerido es cada vez mayor. Por tanto, el carácter limitado de los FCR pueden aconsejar la participación en operaciones que requieran un período de maduración menor<sup>8</sup>. Por otra parte, debemos tener en cuenta que las



Sociedades Gestoras desempeñan su función a cambio de una cantidad fija más una participación en la plusvalías realizadas en la desinversión (Martí, 1997). Por todo ello, tendrán como objetivo prioritario la obtención de importantes plusvalías en el menor período de tiempo posible. De tal manera, que centrarán su actividad en proyectos menos arriesgados, efectuados en empresas experimentadas ya consolidadas. Aunque las expectativas de beneficio pueden ser menores en este tipo de operaciones respecto a las de semilla o arranque, por contra, las posibilidades reales de desinversión son más elevadas. Por tanto:

H2: Las entidades de capital riesgo que adoptan la forma de sociedad son más propensas a invertir en pequeñas y medianas empresas en sus etapas iniciales de creación y puesta en marcha que las entidades gestoras de fondos.

### **3) Tamaño de la entidad de capital riesgo: ECR pequeñas, medianas y grandes.**

Uno de los principales factores que van a condicionar la estrategia de inversión es el tamaño de la entidad de capital riesgo, medido éste en función del volumen de recursos gestionados y de los fondos disponibles para invertir. En el sector tradicionalmente se distingue entre entidades grandes, medianas o pequeñas, en función de que el volumen de fondos gestionados, respectivamente, sea: más de 5.000 millones de pesetas, de 1.000 a 5.000 millones, y de menos de 1.000 millones de pesetas.

Con la finalidad de diversificar el riesgo, una entidad de capital riesgo con pocos recursos se verá obligada: bien a invertir en pocos proyectos o bien a invertir escasas cantidades en cada una de las operaciones en las que decida participar<sup>9</sup>. Por otra parte, el volumen de fondos disponibles puede condicionar la fase de desarrollo objeto de inversión. Por regla general, la dimensión financiera de un proyecto de inversión, esto es, el montante de capital invertido inicial será directamente proporcional al estadio de desarrollo en el que se encuentre la empresa participada. Por tanto, a medida que nos situamos en fases más avanzadas de desarrollo el volumen de inversión requerido es cada vez mayor (Elango, Fried, Hisrich y Polonchek, 1995). Por ello, los operadores especializados de pequeña y mediana dimensión pueden ver limitadas sus posibilidades de participación en proyectos de crecimiento o expansión desarrollados en empresas ya consolidadas (Bygrave y Timmons, 1992)<sup>10</sup>. Todo ello nos permiten plantear la siguiente hipótesis:

H3: Las entidades de capital riesgo pequeñas y medianas son más propensas a invertir en pequeñas y medianas empresas en sus etapas iniciales de creación y puesta en marcha que las entidades de capital riesgo grandes.

### **4) Localización y orientación territorial: Entidades de capital riesgo de ámbito local versus entidades de capital riesgo de ámbito nacional o transnacional.**

Diversos trabajos empíricos tratan de analizar la influencia que la localización geográfica del operador puede tener en el comportamiento inversor desarrollado (Florida y Kenney, 1988a, 1989b; Fried y Hisrich, 1991; Gupta y Sapienza, 1992 y 1994). Los trabajos de Florida y Kenney no permiten explicar comportamientos diferenciados en función de la localización geográfica del operador. Sin embargo, Gupta y Sapienza (1992) señalan que aquellas entidades especializadas en fases iniciales prefieren invertir sus recursos localmente. Además, indican que aquellos operadores localizados en grandes centros financieros suelen

mostrar una mayor preferencia por invertir sus recursos en empresas ya consolidadas. Fried y Hisrich (1991) argumentan, además, que tales diferencias pueden tener su origen en las distintas características geográficas, culturales, históricas y económicas de la región.

Por otra parte, el capital riesgo se caracteriza de este modo por el seguimiento activo de sus inversiones, lo que en terminología del sector se conoce con el término *hands-on*. Sapienza y Gupta (1994) señalan que la distancia geográfica existente entre el operador y la empresa participada pueden elevar los costes de comunicación, afectando la estrategia de seguimiento y el control del operador. Así, la distancia geográfica y la orientación territorial puede tener una incidencia relevante en la estrategia inversora desarrollada. Aquellos operadores de naturaleza transnacional o nacional ubicados en regiones de alto desarrollo tecnológico pueden mostrar escaso o nulo interés por invertir recursos en proyectos ubicados en regiones menos desarrolladas o con grandes carencias. La distancia geográfica puede hacer poco atractivo y operativo la participación en empresas alejadas de su ubicación social. La última hipótesis que planteamos puede expresarse, pues, de la siguiente forma:

H4: Las entidades de capital riesgo ubicadas en zonas de escaso desarrollo industrial y de orientación local son más propensas a invertir en pequeñas y medianas empresas en sus etapas iniciales de creación y puesta en marcha que las entidades de capital riesgo de carácter nacional o transnacional ubicadas en grandes centros financieros.

## ANÁLISIS EMPÍRICO

Los datos necesarios para contrastar las hipótesis anteriormente formuladas, ha sido obtenidos a partir de una encuesta efectuada a 42 de las 43 entidades de capital riesgo que operan en España, y que a finales de 1996 eran miembros de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo. Han sido eliminada de la muestra una entidad debido a que las operaciones efectuadas no son asimilables en realidad a las realizadas en el sector; nos referimos al Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial - CDTI -. El número de respuestas válidas, analizadas y procesadas, ascienden a un total de 30, cifra de que representa una tasa de respuesta del 71,42%. Para tener una idea del grado de representatividad de la muestra, sirva de dato que las entidades encuestadas representan el 80% del total de capitales en gestión a 31/12/96; además, han sido responsables del 79% y del 87% de las operaciones efectuadas respectivamente en el bienio 1995 y 1996.

La tabla 1 ofrece información desglosada de los distintos tipos de operadores teniendo en cuenta las variables descritas en el apartado anterior; esto es: localización geográfica, propiedad de los fondos; forma jurídica adoptada; y dimensión. En primer término, respecto a la zona geográfica de localización, se advierte como 13 de las 30 entidades se encuentran ubicadas en grandes centros financieros y/o zonas de desarrollo industrial elevado –fundamentalmente Madrid, Barcelona, Bilbao<sup>11</sup>. Por contra, las otras 17 entidades se ubican en zonas caracterizadas por la escasa implantación y desarrollo de la actividad industrial. Por lo que se refiere a la forma jurídica adoptada se observa como la muestra está constituida por 7 sociedades gestoras de fondos y 23 sociedades de capital riesgo<sup>12</sup>. Respecto a la propiedad de los fondos es posible distinguir dos tipos de operadores, –públicos o privados–, en función de cual sea la naturaleza del inversor. Al respecto hemos catalogado como entidad pública aquel operador en el que más del 50% de los recursos son de origen público y viceversa. Así, la muestra está constituida por un total de 14 operadores privados y 16 de carácter público<sup>13</sup>. Por último, siguiendo la terminología empleada en el sector, hemos medido la dimensión de la



entidad en función de que el volumen de fondos gestionados sea, respectivamente, de más de 5.000 millones, de 1.000 a 5.000 millones y menos de 1.000 millones de pesetas. Vemos como la muestra está constituida por 10 entidades pequeñas, 13 medianas y 7 grandes<sup>14</sup>.

**TABLA 1. CARACTERÍSTICAS DE LAS ENTIDADES DE LA MUESTRA**

Capital medio en gestión	Ub. 0	Ub. 1	SGFCR	SCR	Privada	Pública	Total
Pequeñas	475,6	440,8	221,0	476,8	474,9	997,5	451,6
Medianas	3894,2	1888,1	2900,0	2634,6	3128,0	2258,3	2659,7
Grandes	24063,2	16644,5	24063,2	16644,5	35005,3	12147,2	21943,6
Número de entidades	Ub. 0	Ub.1	SGFCR	SCR	Privada	Pública	Total
Pequeñas	3	7	1	9	5	5	10
Medianas	5	8	1	12	6	7	13
Grandes	5	2	5	2	3	4	7
Total	13	17	7	23	14	16	30

En la tabla 2 se ha efectuado una clasificación de los 30 operadores de la muestra en función de las cuatro variables consideradas, lo cual permite identificar hasta 24 posibles tipos de entidades de capital riesgo. Una lectura conjunta de los datos que figuran en las tablas 1 y 2, permite comprobar como en España el sector de capital riesgo se caracteriza por la variedad de operadores existentes, siendo el grupo más numeroso aquellas entidades identificadas con los tipos 16 y 18, esto es, entidades públicas, que adoptan la forma de SCR, ubicadas en zonas de escaso desarrollo industrial -8 entidades-, de tamaño mediano y grande.

**TABLA 2. TIPO DE OPERADOR Y ESTRATEGIA INVERSORA**

Tipología	Origen de los fondos	Forma jurídica	Dimensión	Ubicación	Número ECR	Número Operac.	Fases Iniciales	Expansión	Otras	0 a 19 emplead.	20 a 199 emplead.	200 o más emplead.
Tipo 1	Privado	SCR	Pequeña	Ub.0	2	9	66,67	33,33	0,00	55,56	33,33	11,11
Tipo 2	Privado	SCR	Pequeña	Ub.1	3	27	81,48	18,52	0,00	85,19	11,11	3,70
Tipo 3	Privado	SCR	Mediana	Ub.0	3	73	36,99	53,42	9,59	42,47	56,16	1,37
Tipo 4	Privado	SCR	Mediana	Ub.1	2	69	56,52	43,48	0,00	62,32	37,68	0,00
Tipo 5	Privado	SCR	Grande	Ub.0	0							
Tipo 6	Privado	SCR	Grande	Ub.1	0							
Tipo 7	Privado	FCR	Pequeña	Ub.0	0							
Tipo 8	Privado	FCR	Pequeña	Ub.1	0							
Tipo 9	Privado	FCR	Mediana	Ub.0	1	7	0,00	57,14	42,86	0,00	57,14	42,86
Tipo 10	Privado	FCR	Mediana	Ub.1	0							
Tipo 11	Privado	FCR	Grande	Ub.0	3	55	0,00	69,09	30,91	1,82	67,27	30,91
Tipo 12	Privado	FCR	Grande	Ub.1	0							
Tipo 13	Público	SCR	Pequeña	Ub.0	0							
Tipo 14	Público	SCR	Pequeña	Ub.1	4	33	81,82	18,18	0,00	78,79	21,21	0,00
Tipo 15	Público	SCR	Mediana	Ub.0	0							
Tipo 16	Público	SCR	Mediana	Ub.1	6	137	69,34	29,93	0,73	55,47	40,88	3,65
Tipo 17	Público	SCR	Grande	Ub.0	1	15	60,00	26,67	13,33	46,67	53,33	0,00
Tipo 18	Público	SCR	Grande	Ub.1	2	116	81,03	15,52	3,45	72,41	23,28	4,31
Tipo 19	Público	FCR	Pequeña	Ub.0	1	11	100,00	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00
Tipo 20	Público	FCR	Pequeña	Ub.1	0							
Tipo 21	Público	FCR	Mediana	Ub.0	0							
Tipo 22	Público	FCR	Mediana	Ub.1	0							
Tipo 23	Público	FCR	Grande	Ub.0	2	46	41,30	58,70	0,00	34,78	52,17	17,39
Tipo 24	Público	FCR	Grande	Ub.1	0							
<b>Total</b>					<b>30</b>	<b>598</b>	<b>58,36</b>	<b>35,95</b>	<b>5,69</b>	<b>54,02</b>	<b>39,45</b>	<b>6,86</b>

No obstante, es posible identificar una serie de rasgos generales en cuanto a su identidad. De este modo, se puede comprobar que las entidades públicas constituyen un conjunto más homogéneo que sus homólogas de naturaleza privada. Las primeras suelen estar ubicadas en zonas de escaso desarrollo industrial, donde adoptan la forma SCR -12 de 16 entidades-. Respecto al tamaño, existen 4 entidades pequeñas, 6 medianas y 2 grandes. Tan sólo 4 entidades públicas se ubican en grandes centros financieros y/o zonas de elevado desarrollo industrial. De éstas, existe 1 SCR pequeña, 2 sociedades gestoras grandes y 1 sociedad gestora pequeña. Por contra, las entidades privadas constituyen un bloque mucho más heterogéneo. Dentro de éstas, teniendo en cuenta su localización geográfica, es posible distinguir dos grupos diferentes de entidades, esto es, las ubicadas en zonas de escaso desarrollo industrial y las que lo hacen en grandes centros financieros y/o industriales. El primer grupo está compuesto por un total de 5 SCR, de las cuales 3 son pequeñas y 2 son medianas. En el segundo de los grupos existen 9 entidades, 5 SCR -2 pequeñas y 3 medianas- y 4 sociedades gestoras con un volumen de recursos superior a lo 5.000 millones de pesetas.

Por tanto, parecen existir diferencias significativas según cual sea la localización geográfica del operador. Se puede comprobar que las entidades ubicadas en zonas de escaso desarrollo industrial, adoptan en todos los casos la forma de SCR, estando respaldadas en su mayoría por capitales públicos. Las entidades que tiene su domicilio en centros financieros y/o industriales suelen ser de mayor tamaño, y en la mayoría de los casos están respaldadas por capital privado<sup>15</sup>.

Como ya hemos comentado anteriormente, existe una relación directa entre el 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.

Se advierte como sobre el total de operaciones el 58,36% se concentra en la fases iniciales de semilla y puesta en marcha. Las fases de crecimiento absorben un 35,95%, mientras que las de reorientación y cambio de propiedad son sólo el 5,69%. Por tamaño de la empresa participada las empresas con menos de 20 trabajadores representan el 54,02% de la cartera, las empresas entre 20 y 200 trabajadores el 39,45%, mientras que las empresas de mayor tamaño son sólo el 7%.

No obstante, se observa como la composición de la cartera difiere según la naturaleza del operador. Se puede comprobar como los grandes fondos privados que están localizados en grandes centros financieros e industriales centran su atención en empresas de tamaño mediano o grandes ya consolidadas en fases de crecimiento o expansión. Por contra, las fases iniciales del un proyecto empresarial suelen ser abordadas preferentemente por las entidades pequeñas y medianas, preferentemente de carácter público que adoptan la forma de SCR.

### **Definición de las variables.**

La estrategia inversora de las entidades de capital riesgo (ESTINV) se mide a través de dos variables: FASEI y INVPYME. La primera refleja el porcentaje de la cartera de proyectos de inversión de la entidad que se corresponden con las fases de semilla y arranque. La segunda



se define como el porcentaje de proyectos que implican la inversión en pequeñas empresas, de entre 0 y 19 trabajadores.

La definición de las variables explicativas de la estrategia inversora de las entidades de capital riesgo, así como la relación positiva o negativa que cabe esperar a priori con las variables representativas de la estrategia inversora se resumen en la Tabla 3. Todas las variables están referidas a 31/12/96.

**TABLA 3. VARIABLES EXPLICATIVAS, DEFINICIONES Y RELACIÓN ESPERADA**

Variable	Definición	Relación
TIPOSOC	Es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la empresa es una Sociedad de Capital Riesgo, y 0 cuando se trata de una Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo.	+
PUBLICO	Porcentaje del capital de la entidad de capital riesgo que procede de instituciones públicas.	+
LUGAR	Variable dicotómica que adopta el valor 1 cuando la entidad está domiciliada en una provincia que no constituye un centro financiero e industrial, y 0 en otro caso.	+
TAMAÑO	Viene dada por el capital social (suma de capital dispuesto y disponible) de la entidad de capital riesgo.	-

### Estimaciones y resultados

El modelo general a estimar es el siguiente:

$$\text{ESTINV} = \beta_0 + \beta_1 \text{TIPOSOC} + \beta_2 \text{PUBLICO} + \beta_3 \text{LUGAR} + \beta_4 \text{TAMAÑO} + u$$

Donde  $u$  el término de perturbación aleatoria.

La ecuación anterior se estimó por mínimos cuadrados, mediante un procedimiento en el que las variables son introducidas y eliminadas de una en una, en función de la significación que introducen. Los resultados, considerando como variables dependientes FASE1 y INVPYME se muestran en la Tablas 4 y Tabla 5, respectivamente. En ninguna de las dos regresiones se han detectado problemas de multicolinealidad, heterocedasticidad o autocorrelación.

**TABLA 4. RESULTADOS DE LA REGRESIÓN., VARIABLE DEPENDIENTE: FASE1**

Variable	Coefficiente $\beta$	T	Sig. T
Constante	44,8991	4,976	0,0000
LUGAR	29,1043	2,726	0,0111
TAMAÑO	-0,0008	-1,864	0,0732
$R^2 = 0,37$ . $F = 8,00$ (Signif. $F = 0,0019$ )			

**TABLA 5. RESULTADOS DE LA REGRESIÓN,  
VARIABLE DEPENDIENTE: INPYME**

Variable	Coefficiente B	T	Sig. T
Constante	43,1241	5,313	0,0000
LUGAR	27,7584	2,890	0,0075
TAMAÑO	-0,0009	-2,226	0,0345
$R^2 = 0,42$ . $F = 9,85$ (Signif. $F = 0,0006$ )			

En ambas estimaciones, son significativas (al 10%) las variables representativas de la localización y el tamaño de la entidad de capital riesgo. Sus signos son, adicionalmente, los esperados.

En realidad, dado que SCR está muy correlacionada con la localización (coeficiente de correlación = 0,88) podría considerarse que ambas variables son indicativas de la misma dimensión y, por tanto, que explican el mismo aspecto de la estrategia de inversión. Por ello no se incluye en la ecuación estimada la primera variable, debido a la colinealidad que introduce. La variable PUBLICO no es significativa en ninguna de las especificaciones del modelo. No obstante, el signo del coeficiente de la misma es el esperado (positivo).

Para clarificar la relación entre la titularidad del capital y la estrategia de inversión de las empresas de capital riesgo, la muestra se dividió en dos grupos. El primero de ellos estaba constituido por aquellas entidades que invierten en las fases de semilla y arranque un porcentaje superior al 60% (14 entidades), y el segundo por el resto (16 entidades). Los resultados de las comparaciones entre los dos grupos se recogen en la Tabla 6.

**TABLA 6. COMPARACIONES DE MEDIAS ENTRE GRUPOS**

Variable	Grupo 1		Grupo 2		Estadístico t
Capital público %	53,7	35,4	39,6	39,2	1,03
Local / autonómico %	47,4	27,3	27,9	35,7	1,69
Capital estatal %	20,5	24,6	16,3	34,4	0,39
Entidad no financiera %	20,0	31,7	16,8	28,6	0,29
Entidad financiera no bancaria %	3,3	7,5	21,2	34,9	-2,00*
Entidad bancaria %	15,8	17,4	17,7	26,7	-0,23

Se considera el porcentaje de capital público, el porcentaje de capital procedente de entidades públicas de carácter local y/o autonómico, el porcentaje de capital estatal, el porcentaje de capital procedente de entidades no financieras, el procedente de entidades financieras no bancarias y, finalmente, el que procede de entidades bancarias.

Puede apreciarse como las diferencias para las variables consideradas no son significativas al 5%, excepto la que representa el porcentaje aportado por entidades financieras no bancarias. Por consiguiente, no puede asegurarse que la participación de fondos públicos en general y la participación de fondos procedentes de instituciones públicas locales y/o autonómicas, tenga una incidencia significativa sobre la inversión de las entidades de capital riesgo en empresas en fase de semilla y puesta en marcha. Por contra, el porcentaje de participación de capital privado en su vertiente de fondos procedentes de entidades financieras no bancarias parece guardar cierta relación con la estrategia inversora de la entidad. En



concreto, las entidades que invierten preferentemente en las fases de semilla y puesta en marcha, se caracterizan por un bajo valor en esta variable.

## **ANALISIS Y CONCLUSIONES**

En este trabajo se han analizado varios factores que definen a las entidades de capital riesgo y explican, al menos parcialmente, su comportamiento inversor. Inicialmente, se ha podido constatar el carácter heterogéneo del sector del capital riesgo, puesto que está conformado por entidades de muy distinta naturaleza y con diferencias relevantes en aspectos como la forma jurídica, la ubicación, el tamaño o sus preferencias inversoras. No pueden identificarse, en primera instancia, grupos de empresas de capital riesgo formados por un número significativo de entidades con comportamientos similares en torno a las variables consideradas, según la literatura, como relevantes de cara a explicar su comportamiento inversor. Se entiende que este comportamiento viene definido por la fase de los proyectos en los que se invierte y por el tamaño de los mismos.

De las variables consideradas, sólo la ubicación de la entidad y el tamaño de la misma explican la estrategia inversora de las empresas de capital riesgo y, en particular, el porcentaje invertido en proyectos en fase de semilla y puesta en marcha, así como en empresas de pequeña dimensión. Las entidades de capital riesgo de reducido tamaño y localizadas en las zonas menos desarrolladas desde el punto de vista financiero e industrial, son las que invierten preferentemente en estas fases del desarrollo de un proyecto. Sin embargo, la composición del capital no es una variable relevante en la explicación de la estrategia inversora de las entidades, con lo que la hipótesis formulada al respecto es rechazada. Sólo el porcentaje aportado por entidades financieras no bancarias guarda alguna relación (negativa) con la inversión en las fases de semilla y puesta en marcha. La implicación evidente es que las empresas de titularidad pública no están cumpliendo con el objetivo preferente para el que fueron creadas, esto es, fomentar la creación de empresas. Aunque a priori los operadores de naturaleza pública suelen acometer proyectos en los que prima el aspecto promotor del desarrollo económico más que la exclusiva rentabilidad, especialmente en zonas de escasa implantación industrial, el análisis empírico efectuado no confirma la hipótesis planteada al respecto.

Por tanto a grandes rasgos si el proyecto se encuentra en fases iniciales de desarrollo, parece existir una mayor predisposición para analizarlo por parte de entidades de orientación local o regional ubicadas en zonas menos desarrolladas. Por otra parte, si las necesidades de financiación son reducidas quizá encaje más favorablemente en las entidades de ámbito local o regional, normalmente de dimensión inferior a las de ámbito nacional. Si trata de operaciones de elevada dimensión más apalancadas, esto es, que implican asumir un gran volumen de deuda, con el consiguiente riesgo financiero, es más aconsejable dirigirse en principio, a las sociedades de mayor dimensión.

Finalmente, es necesario señalar que la heterogeneidad del sector posiblemente haga necesario contemplar variables adicionales de cara a explicar el comportamiento inversor de las entidades de capital riesgo. En todo caso, parece clara la significación de aspectos como la localización geográfica o el tamaño de las entidades.

## NOTAS

- (1) *Los autores agradecen a Iniciativas Económicas de Almería SCR, S.A., en concreto a Daniel Labella Orta, el apoyo prestado en la obtención de algunos de los datos*
- (2) Existe abundante bibliografía que destaca este aspecto. Al respecto puede consultarse: Bessis (1988); Sapienza y Timmons, 1989; Gaston (1989); Timons, 1987); Glastone (1983); Fried y Hisrich, 1991; Rosenstein, Bruno y Bygrave, 1993; etc.
- (3) La European Venture Capital Association \_EVCA\_ se crea en 1983 con el objetivo, básicamente, de promover el desarrollo del sector a nivel europeo, facilitando los contactos entre las entidades de capital riesgo de distintos países y difundir información sobre los mercados de capital riesgo
- (4) Existen diversos estudios que analizan las pautas de comportamiento seguidas por las entidades de capital riesgo. A nivel internacional podemos destacar los trabajos de Tyebjee y Bruno (1984) y Zopounidis (1990); en el caso de las entidades de capital riesgo españolas puede consultarse Alcalá Olid (1994).
- (5) En España, a nuestro juicio, es posible identificar dos grandes etapas en el desarrollo de la actividad de capital riesgo. En un primer momento, período 1972-86, el instrumento financiero ha estado marcado por el fuerte predominio de la iniciativa pública. Este hecho singular, sin precedente en otros países industrializados, condicionó la estrategia inversora desplegada en estos años, centrada en empresas en procesos de creación o puesta en marcha con el objetivo de fortalecer el tejido empresarial de zonas más atrasadas. En el año 1986 la coincidencia de una serie de circunstancias, como 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\_, y el interés creciente del los inversores privados, especialmente de origen extranjero, provocó un salto cuantitativo y cualitativo en el sector. Cuantitativamente, se ha producido un incremento considerable en el número de operadores, volumen de fondos gestionados y actividad inversora desplegada. Cualitativamente, las inversiones se han concentrado en pocos operadores que gestionan fondos privados de gran dimensión, con una orientación hacia empresas de tamaño mediano ya consolidadas
- (6) Uno de los principales ejemplos lo podemos encontrar en la Comunidad Autónoma Andaluza. El Instituto de Fomento de Andalucía ha efectuado un gran esfuerzo en ordenar y crear una red de Sociedades de Capital Riesgo, en el ámbito funcional y territorial de todas y cada una de las provincias andaluzas, al objeto de contribuir a su desarrollo económico y social. Sobre la actividad del sector de capital riesgo en Andalucía puede consultarse: Alcalá Olid (1994); Villaseca Molina (1995) y Ligeró Conejero (1995).
- (7) En España, el art. 12 del *Real Decreto Ley 1/1986* contempla dos figuras: las *Sociedades de Capital Riesgo* y los *Fondos de Capital Riesgo*. Tales denominaciones quedan reservadas para aquellas entidades que se acojan al R.D., siendo perceptiva la autorización administrativa y la inscripción en un registro especial creado a tal efecto en el Ministerio de Economía y Hacienda. Diversas sociedades de promoción que venían actuando con anterioridad se adaptaron a la nueva legislación, inscribiéndose en el citado registro. No obstante, debemos tener en cuenta que todavía existen algunos operadores que sin ser legalmente entidades de capital riesgo actúan bajo esta filosofía
- (8) En el caso español, este hecho se ve reforzado por la legislación existente sobre el capital riesgo. Hasta la aprobación del la nueva Ley del Impuesto de Sociedades \_Ley 43/1995\_, se fomentaban las desinversiones efectuadas entre los 3 y 6 años desde que se adquirió la participación, con lo que el mayor riesgo de participar en empresas en etapas iniciales \_seed\_ y *start-up* se veía penalizado frente a la inversión en empresas con cierta historia. Con la aprobación de la nueva Ley, la exención del 99% de las plusvalías obtenidas alcanza hasta el décimo año, con lo que se puede paliar en parte el efecto perjudicial que la norma establecía sobre la estrategia de inversión.
- (9) Sobre la estrategias de diversificación de riesgo y la política de inversión de las entidades de capital riesgo en España se puede consultar: Martín Pellón (1991).
- (10) Una solución puede ser utilizar estrategias de sindicación, esto es, la participación conjunta de varios operadores en un mismo proyecto.
- (11) Únicamente disponemos de datos del 50% de los operadores ubicados en estas zonas, hecho que puede influir en los resultados del estudio.
- (12) La composición de la muestra final incluye a la mayor parte de las SCR \_79%\_, por contra tan sólo ha sido posible disponer de información del 41% de las SGFCR. Hecho este que puede influir igualmente en los resultados del análisis.
- (13) Si comparamos la muestra con el total de entidades en funcionamiento observamos con tan sólo disponemos de información del 56% de estas entidades privadas, hecho que puede influir en los resultados finales.
- (14) La representatividad de la muestra empleada es buena en los tramos pequeño y mediano, si bien sólo dispones de información del 41% de los operadores de mayor tamaño.
- (15) Respecto a la forma jurídica adoptada 7son FCR y 6 SCR. Al respecto, no podemos obtener ninguna conclusión ya que tan sólo disponemos de información del 41% de las sociedades gestoras existentes en nuestro país (nota nº 15).



## BIBLIOGRAFÍA

- Alcalá, F. (1994): "Los intermediarios y la actividad de capital riesgo. Un análisis del procedimiento de actuación del sector en España". Tesis Doctoral. Universidad de Jaén.
- 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.
- Bergareche, S. (1985): "Banca y Capital Riesgo". *Dinero* 13; 129-132.
- Bessis, J. (1988): "Capital-riesque et financement des entreprises. Economica. Paris.
- Bygrave, W.D. y Timmons, J.A. (1992): "Venture Capital at the Crossroads". Boston MA. Harvard Business School Press.
- Centelles, E. (1983): "La actividad de capital riesgo ("venture capital"): características y posibilidades en España". *Economía Industrial* nº 231; 131-143.
- Elango, B.; Fried, V.H.; Hisrich, R.D. y Polonchek, A. (1995): "How venture capital firms differ". *Journal of Business Venturing* 10; 157-179.
- 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". *Reginal 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.
- Fried, V.H., y Hisrich, R.D. y Polonchek, A. (1993): "Venture capitalists' investement criteria: a replication". *Journal of Small Business Finance* 3:37-42.
- Gaston, D. (1989): "Finding private venture capital for your firm: a complete guide". John Wiley & Sons.
- Glastone, D.J. (1983): "Venture Capitayl Handbook". Massachusetts.
- Glastone, D.J. (1988): "Venture capityal investing: the complete handbook for investing in small private business for outstanding profits". Preitice Hall. Englewood Cliffs
- Gompers, P.A. (1995): "Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital". *The Journal of Finance*. 5; 1461-1489.
- Gorman, M. y Sahlman, W.A. (1989): "What do venture capital do?". *Journal of Business Venturing* 4; 231-248.
- 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.
- Ligero, M. (1995): "El capital riesgo en Andalucía". *Boletín de Estudios Económicos de Andalucía* nº 19 pp. 303-313
- 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. (1994): "La financiación de Pymes mediante capital riesgo". IMPIVA. Valencia.
- Martí, J. (1995): "Capital Riesgo: una denominación equívoca". *Boletín de Estudios Económicos* 156; 469-485.
- Martí, J. (1997): "El capital inversión en España: 1996". Editorial Cívitas. Madrid.
- Morris, J. (1991): "An overview of the venture capital industry. En "Pratt's guide to venture capital sources" (15ª Edición) 7-9. Needhan, M.A.: Venture Economic.
- Robinson, R.R. (1987): "Emerging strtegies in venture capital industry" *Journal of Business Venturing* 2; 167-184.
- Rosenstein, J, Buno, A.V., Bygrve, W.D. y Taylor, N.T. (1993): "The CEO, venture capitalists, and the board". *Journal of Business Venturing* 8; 99-113.
- Ruhnka, J.C. y Young, J.E. (1987): "A venture capital model of the development process for a new venture". *Journal of Business Venturing* 8; 99-113.
- Ruhnka, J.C. y Young, J.E. (1991): "Risk in venture capital investing". *Journal of Business Venturing* 8; 99-113.
- Sapienza, H.J. y Gupta, A.K. (1994): "Impact of agency risks an task uncertainly on venture capitalist-CEO interation". *Academy of Management Jorunal* 37/6; 1618-1632.
- Snyder, A.F. (1970): "The venture capital process-sailing uncharted waters" *Banker's Monthly* 15;21-50
- Tyedjee, T.T. y Bruno, A.V. (1984): "A model of venture capitalist investment activity" *Management Science*, 30; 1051-1066.
- Van Roy, Y. (1983): "Acceso al crédito en la fase de creación y desarrollo de las empresas". *Revista del Instituto de estudios Económicos* 2;109-114.
- 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 de Estudios Económicos de Andalucía* nº 19 pp. 315-323.
- Zopounilis, C. (1990): "La gestion du capital-risque". Ed. Económica. Paris.

