

## LAS SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO EN ANDALUCÍA: CONCLUSIONES DE UN ESTUDIO<sup>18</sup>

J. Ignacio Contreras Mora  
Rocío García Villanueva  
José Luis Jiménez Caballero  
M<sup>a</sup> José Palacín Sánchez  
Universidad de Sevilla

Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) se constituyen en una modalidad de inversión temporal que trata de proveer recursos a pequeñas y medianas empresas no financieras y que no coticen en bolsa. En el presente artículo pretendemos identificar los resultados alcanzados por las SCR públicas de Andalucía, así como los costes que asumen para lograr sus fines, en un período que comprende desde la creación de cada una de ellas hasta finales de 1996. Con ello, tratamos de examinar el grado de eficacia y eficiencia que las medidas públicas de fomento han tenido en el desempeño de las actividades de estas sociedades. Finalmente, aportamos una serie de recomendaciones, de orden financiero, que podrían ayudar a mejorar su funcionamiento futuro.

Venture Capital constitutes an investment temporary way which treats to supply financial resources to no financial small business that don't quote on the Stock Exchange. The present article tries to identify the Venture Capital andalusians public results, as well as the costs that stand to get their purposes in a period that includes from the beginning of their activities to the end of 1996. Thus, we attempt to examine the efficacy and efficiency rate of public measures of encouragement hold by these societies. Finally, we make financial suggestions which could help these societies to improve their future development.

**PALABRAS CLAVE:** Capital Riesgo, PYMES, Andalucía.

**KEY WORDS:** Venture Capital, Small and Medium Business, Andalusia

### 1. INTRODUCCIÓN

El sistema de sociedades intermedias o intermediadoras en la financiación de la pequeña y mediana empresa (PYMES) surge sobre una propuesta básica con interesante calificación a priori.

En torno al doble objetivo coordinado y de carácter complementario de fomentar la inversión y la salida del autoempleo, aparece con meridiana y contrastada claridad la limitación de las restricciones en financiación que encuentra el emprendedor o empresario para el desarrollo de su proyecto. No es menos diáfana la conclusión sobre la necesidad de la iniciativa pública de superar tal limitación, ya sea aportando directamente los recursos o facilitando su obtención en los mercados financieros de manera directa o intermediada. Esta última opción, la vía intermediada para facilitar la financiación a la PYME, constituye una alternativa construida sobre la premisa básica en la superación de conflictos: solucionar el origen de los mismos.

En este caso, el conflicto presenta un sencillo esquema, su origen se encuentra en las dificultades para financiar proyectos empresariales que pudieran ser social y económicamente interesantes. El motivo pudiera ser la falta de garantías propias o colaterales, así como los riesgos inherentes a ciertos perfiles de proyectos. La vía intermediada, dentro de la cual el capital riesgo aparece como una alternativa más, se arbitra precisamente como "solución de causas". En este sentido las Sociedades de Capital Riesgo, participando en proyectos (causa de los riesgos inherentes a los proyectos) que, por su particular relación riesgo-rentabilidad, pudieran ser rechazados por las entidades financieras, pero, por su vocación de arrastre de otras inversiones, o por su propio perfil innovador, resultan atractivas para la iniciativa pública por su incidencia en la economía regional o provincial. Si, adicionalmente, estas sociedades tienen un elevado grado de especialización, y un

<sup>18</sup> Extraídos del Proyecto de Investigación titulado "La Evaluación Ex Post de la Eficiencia y Eficacia de las Medidas Públicas de Fomento de Sociedades Intermedias en la Financiación de PYMES", financiado por la Consejería de Economía y Hacienda de la Junta de Andalucía, con cargo a la Orden de 27 de junio de 1996 (BOJA 18/7/96).

acercamiento alto al emprendedor, difíciles de obtener en los organismos públicos, nos encontramos con una a priori solución a medida del conflicto.

Por el interés de su actividad estas Sociedades nacieron por “iniciativa” pública o para-pública, lo que validaba una vía inicial de fomento que llegó a materializarse en las aportaciones al Capital de éstas con la justificación del objeto social de las mismas. Obviamente, las expectativas de resultados para estas sociedades no pueden ser elevadas en el corto plazo, por lo que no habrá eficacia directa de esta medida de fomento más que superada la etapa inicial de inercia en la consecución de objetivos. La necesaria estabilidad en el sector deviene mediante la superación de sucesivas etapas críticas que dan lugar a reformas estructurales y estratégicas; incluso jurídicas.

Durante estas etapas se han ido conformando, y modificando, las distintas alternativas de fomento público, y llega el momento de contestar a los grandes interrogantes; ¿responde el sector a las expectativas creadas? Obviamente la pregunta anterior es tan genérica que necesita de matices que la perfilen en orden a conseguir un análisis y unas conclusiones más operativas. ¿Cuál es la capitalización de la que parten?, ¿se ha completado el ciclo de inercia inicial?, ¿se ha logrado la estabilidad financiera?, ¿cómo deben establecerse las expectativas?, ¿son éstas compartidas por todos los agentes que intervienen en el sistema?, de no ser así, de existir expectativas diferenciadas, ¿cuáles debemos aceptar como válidas?, etc.

En este marco el Grupo de Investigación en Finanzas Empresariales y de Mercado (GIFEM), se propuso responder a un interrogante parcial, de menor nivel que el anterior, *la evaluación de las vías públicas de fomento de estas Sociedades*. Creemos de más utilidad extraer conclusiones sobre la viabilidad futura del sistema, y alrededor de ésta gravitan cuestiones tan importantes como el diseño del perfil de las vías de fomento a futuro, lo que pasa necesariamente por evaluar los resultados obtenidos con las vías establecidas en el pasado. Por tanto, hemos concretado nuestro objeto de análisis. Nos interesa la evaluación de las alternativas de fomento, lo que no es ajeno al desarrollo y resultado de las sociedades, y de los proyectos impulsados bajo su auspicio.

Alcanzar los fines de nuestro proyecto de investigación: *La Evaluación Ex-Post de la Eficiencia y Eficacia de las Medidas Públicas de Fomento de Sociedades Intermedias de Financiación de PYMES*, entre las que las Sociedades de Capital Riesgo ocupan un papel destacado, exigió, además especificar y sistematizar los objetivos de las SCR andaluzas, algunos de los cuales pueden extraerse de su concepto.

En una primera aproximación, y según se desprende de cualquier manual sobre el tema, existe una gran unanimidad a la hora de definir esta fórmula financiera. En general, el capital riesgo, *puede definirse como una inversión, con carácter temporal, en el capital de pequeñas y medianas empresas. Esta inversión está orientada tanto al apoyo en la creación de nuevas empresas como a potenciar el crecimiento de compañías ya establecidas a través de la adquisición de paquetes accionariales, con el fin de garantizar la sucesión empresarial.*<sup>19</sup>

Según Martí Pellón, otro autor especialista en la materia, *puede definirse también como una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a pequeñas y medianas empresas, en proceso de arranque o crecimiento, sin vocación de permanencia ilimitada en el accionariado. Además el inversor suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente a terceros y ofreciendo su experiencia ante situaciones difíciles. La contrapartida por el riesgo asumido y el largo período de maduración necesario suele producirse, en caso de éxito, en forma de plusvalías.*<sup>20</sup>

Las seis Sociedades de Capital Riesgo que finalmente se crearon en Andalucía, gracias al fomento público<sup>21</sup>, han sido:

- Sevilla Seed Capital, en Sevilla, en abril de 1988.
- Progranada, en Granada, constituida en junio de 1989.
- Ficor en Córdoba, creada en mayo de 1990.
- Iniciativas Económicas de Almería, en Almería, en noviembre de 1992.

<sup>19</sup> Manual del ICO, 1995, pág. 7.

<sup>20</sup> Martí Pellón, J (1997): *El Capital Inversión en España 1996*, 1º Edición, Editorial Civitas, Madrid, 1997, pág. 21.

<sup>21</sup> En nuestro estudio no se incluye la SCR, M-Capital, situada en Málaga, que es mayoritariamente privada.

- ❑ Inverjaén, en Jaén, constituida en diciembre de 1992.
- ❑ Sofinsa, en Huelva, creada en junio de 1993.

En Andalucía, a pesar de la corta vida de la gran mayoría de estas sociedades, es factible identificar el papel desempeñado por las mismas como instrumentos de la iniciativa pública que son. En definitiva, va a ser posible definir una serie de indicadores que reflejen el grado de eficacia y de eficiencia de las Sociedades de Capital Riesgo en Andalucía, en estos escasos años de funcionamiento. Concretamente para este estudio tendremos en cuenta las actuaciones desarrolladas por cada una de las empresas de capital riesgo desde su respectiva creación hasta el año 1996, que cierra nuestro horizonte de estudio. Todo ello nos permitirá obtener las principales conclusiones que se han derivado del mismo, con lo que podremos responder a las siguientes cuestiones:

- ¿Qué han hecho las Sociedades de Capital Riesgo?
- ¿Cómo lo han hecho?
- ¿Cuáles son sus expectativas de futuro?

## 2. RESULTADOS DEL ESTUDIO SOBRE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO EN ANDALUCÍA

Exponemos a continuación las conclusiones alcanzadas en nuestro proyecto de investigación sobre el Capital Riesgo en Andalucía:

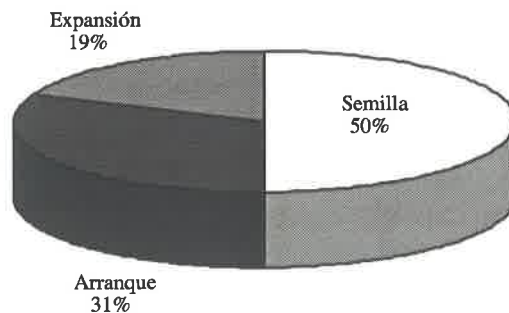
*1. Las SCR andaluzas se encuentran aún en la fase de consolidación y estabilización del ciclo de maduración inversión-desinversión en sus empresas participadas, así como de acomodación a las modificaciones legislativas y fiscales acontecidas en los últimos años.*

El carácter relativamente reciente de la red de SCR andaluzas, de hecho la primera de ellas, la de Sevilla se creó en 1988 y la última, la de Huelva en 1993, unido a que la legislación sobre las mismas continua experimentando cambios (el último en abril de 1998), ha motivado que nuestra red de SCR no se encuentre todavía consolidada, y es más para el futuro es de esperar que experimente algún cambio.

*2. La actividad desarrollada por estas Sociedades se ha orientado hacia su participación en proyectos embrionarios y poco desarrollados. Su apoyo decidido a la creación de empresas, así como a proyectos de perfil fundamentalmente innovador, justifica plenamente su vocación de apoyo a actuaciones empresariales de riesgo, acorde con sus iniciales intenciones.*

Una de las características de las SCR andaluzas ha sido su orientación permanente hacia proyectos de semilla o arranque, poco desarrollados. De los 70 proyectos realizados, 57 corresponden a nueva creación (semilla y arranque) y tan sólo 13 se han dirigido a empresas ya existentes. Por otra parte, de los de nueva creación el 61% corresponde a proyectos semilla y el resto a arranque (gráfico 1).

Otra de las características de los proyectos acometidos por las SCR andaluzas ha sido la orientación de las mismas hacia la realización de inversiones de innovación de muy distinta naturaleza (por sector, producto, o cuestiones de comercialización, etc.), que evidentemente viene a mejorar la capacidad competitiva de la empresa andaluza. Podemos afirmar que de los 70 proyectos realizados, 30 se pueden considerar de innovación.



**GRÁFICO 1: Distribución de los proyectos por fases de inversión en las SCR andaluzas a 31-12-96**

3. *Dada la importancia cualitativa que tiene el perfil de los proyectos, es de resaltar el seguimiento de los mismos por parte de los profesionales de las Sociedades, facilitado por su proximidad geográfica y conocimiento del entorno económico.*

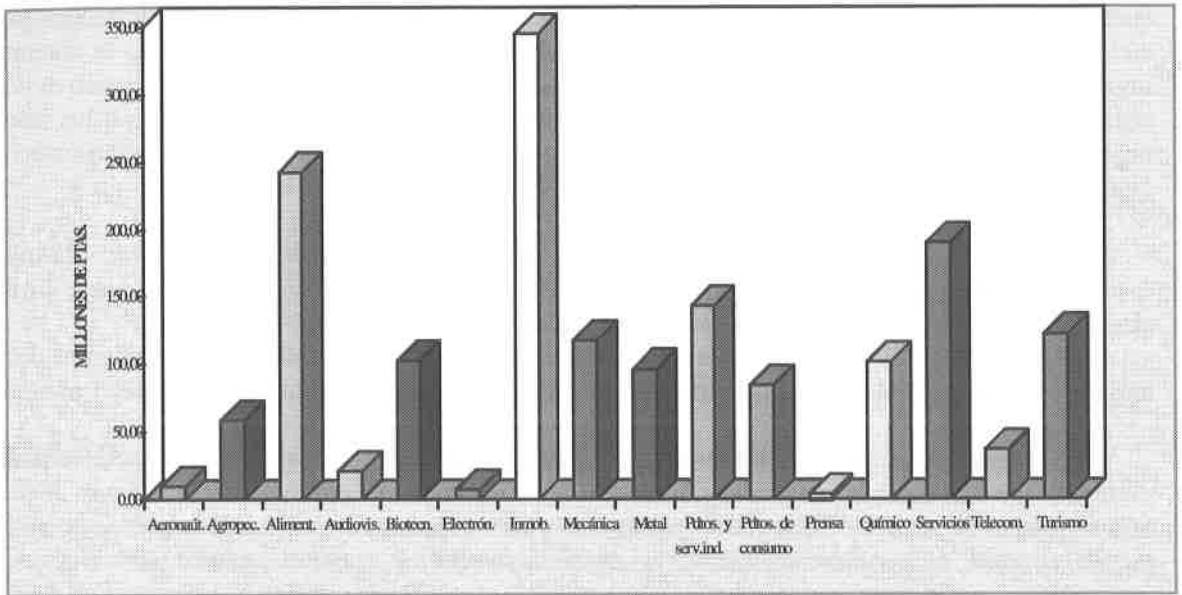
En nuestra Comunidad, las SCR no se han limitado a actuar como un mero intermediario financiero que aporta fondos a proyectos interesantes, sino que además han asesorado a los promotores de los proyectos desde sus fases más iniciales hasta las más avanzadas cuando el proyecto empresarial ya está en marcha. Este proceso se ha visto favorecido por la existencia de una SCR en casi todas las provincias (a excepción de Cádiz y Málaga), lo que ha propiciado la superación de las reticencias iniciales que este tipo de sociedades pudieran originar entre los pequeños y medianos empresarios andaluces, de por sí bastante reacios a la intervención en sus negocios de “extraños”.

4. *Las actuaciones de las SCR, concretadas sobre un ámbito geográfico próximo suponen innegables acotaciones a su mercado natural, pero igualmente el conocimiento de éste por parte de los responsables de las Sociedades permite que sus inversiones tengan una dirección de especial importancia para el desarrollo económico provincial.*

Si bien la localización provincial de las SCR favorece el establecimiento de relaciones con el empresariado de la zona y un mayor compromiso con el desarrollo económico de su provincia, no es menos cierto que en algunas sociedades esta restricción de actuar solamente en dicho ámbito geográfico, empieza a plantearse como un problema, dadas las dificultades de encontrar proyectos interesantes y viables. Esto ha originado que en algunas sociedades, aún disponiendo de recursos no se hayan acometido proyectos en algún periodo.

5. *El perfil sectorial de los proyectos de inversión en los que han participado las SCR andaluzas se acomoda bastante a las pautas que con respecto a esta variable se han establecido en la Subvención Global de Andalucía, dentro de cuyo marco de actuación se sitúan estas Sociedades.*

Los sectores destinatarios de las inversiones de las SCR andaluzas han sido múltiples. Aproximadamente han abarcado 16 sectores de actividad, entre los que se encuentran todos aquellos que son considerados como prioritarios por la política económica autonómica; y que van desde los más clásicos y tradicionales de la economía andaluza como el alimentario, el agropecuario y el turístico, a otros con un peso todavía débil en nuestra región, como telecomunicaciones, productos de consumos e industriales, biotecnología, etc. Entre los principales sectores receptores de los recursos de las SCR destacan el alimentario y el de servicios. Los proyectos participados por las SCR andaluzas que han creado más empleo se corresponden a los realizados en los sectores de alimentación, mecánica, y productos y servicios industriales (gráfico 2).

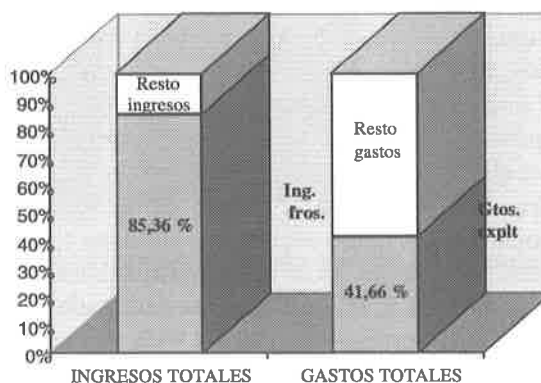


**GRÁFICO 2: Principales sectores por volumen de inversión en las SCR andaluzas a 31-12-96**

6. En general, las pocas desinversiones que se han realizado hasta el momento, lo han sido en un periodo previo al de su normal maduración, fruto de una evolución negativa en sus resultados.

Un detallado análisis de los estados de pérdidas y ganancias nos permite observar que los gastos totales de cada SCR están compuestos principalmente por *gastos de explotación* (personal y otros costes de explotación) y, en ocasiones, por dotaciones a las provisiones para inmovilizaciones financieras. La presencia de los primeros en todas las SCR estudiadas nos ha llevado a realizar un análisis del comportamiento que tienen como media en el conjunto de las SCR y, asimismo, de la distribución en cada una de ellas. Centrándonos en los resultados del conjunto de SCR estudiadas se aprecia que los gastos explotación han supuesto, en 1995, un 41,66% de los gastos totales.

Por la parte de los ingresos, no se ha observado todavía la existencia de ingresos típicos, consecuencia de la amplitud de su ciclo de maduración y reciente creación, aunque sí podemos apreciar que la partida que más aparece corresponde a ingresos financieros procedentes de la colocación de los fondos disponibles. El 85,36% del total de ingresos obedece a este concepto. En ciertos casos podremos encontrar ingresos derivados de la *prestación de servicios de asesoría* a las propias participadas, si bien son cifras no muy significativas (gráfico 3).



**GRÁFICO 3: Estructura de resultados de las SCR andaluzas en 1995**

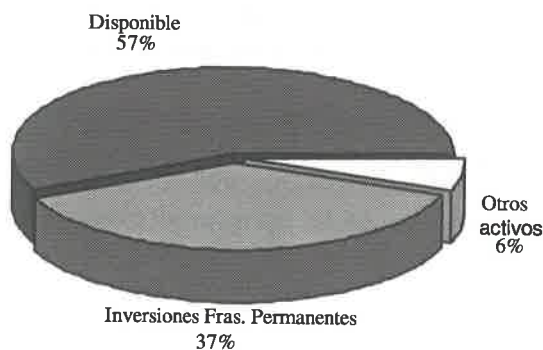
En definitiva, estas empresas tienen dificultades para alcanzar en el corto o medio plazo una cuenta de resultados equilibrada debido a la existencia de una serie de factores. En primer lugar, el ciclo de maduración tan prolongado, entre 5 a 8 años hasta su desinversión, restringe la obtención de ingresos periódicos hasta que se empieza a cerrar el mismo. En segundo lugar, la normativa contable obliga a las SCR a reflejar de manera automática, en su cuenta de pérdidas y ganancias, los resultados negativos de las empresas participadas; todo ello unido a las dificultades que encuentran para realizar la desinversión, sobre todo en aquellos proyectos que no van demasiado bien.

7. *En lo referente a la estructura media de funcionamiento, no existen datos relativos que justifiquen una especial divergencia entre el funcionamiento de las Sociedades andaluzas y la situación media de las sociedades públicas de Capital Riesgo españolas.*

Por lo general no se aprecian diferencias destacables de funcionamiento entre las SCR andaluzas y las españolas, dado que en ambas se deje sentir de manera intensa su carácter público.

8. *Existe un amplio volumen de fondos disponibles en el conjunto de las sociedades. No podemos aportar datos concretos actualizados de la importancia relativa de los mismos, igualmente no conocemos la parte de éstos que se pueden considerar excedentarios para su aplicación en nuevas participaciones, ya que las necesidades de financiación de los gastos corrientes para un periodo de maduración tan amplio son elevadas. En cualquier caso, buena parte de los fondos disponibles pueden considerarse excedentarios provisionalmente.*

En conjunto, las SCR andaluzas habían desembolsado, hasta 1995, en sus empresas participadas un volumen de inversión neto de 993 millones de pesetas<sup>22</sup>, lo que representa un 37,24% del activo total de las mismas. El disponible, representado por inversiones financieras temporales y tesorería, se situaba en unos 1.507 millones, significando un 56,51% del total de activo. Esto indica que los fondos disponibles son apreciables y permiten realizar nuevas inversiones (gráfico 4).



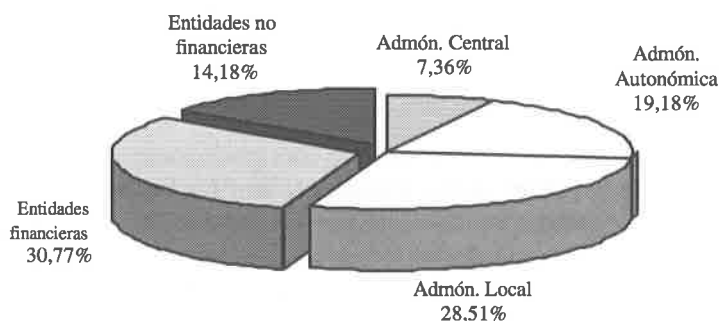
**GRÁFICO 4: Distribución media del Activo empresarial de las SCR andaluzas en 1995**

9. *La estructura de capital de las SCR andaluzas aunque es mayoritariamente pública, no es menos cierto que la participación privada casi iguala a la pública, dado que por cada millón público existen 0,81 millones de capital privado. De entre las aportaciones privadas destacan especialmente las realizadas por las Cajas de Ahorro más comprometidas con la región. La existencia de capital privado de diferente perfil al de estas Cajas puede considerarse casi testimonial. Una característica que presentan todos los socios es su elevado grado de compromiso con el desarrollo económico y social del ámbito geográfico de las Sociedades.*

Los valores agregados de la estructura de capital de las seis SCR que integran nuestro estudio justifican que puedan ser consideradas como sociedades públicas mayoritarias, si bien participadas por diferentes instancias públicas, ya que un 55,05% (aproximadamente 1.532 millones de pesetas) del capital social global, que supone unos 2.782 millones, es detentado por las Administraciones Públicas. El resto (casi 1.251 millones que corresponden al 44,95% del capital total) se refiere a entidades privadas, especialmente entidades financieras, en donde se distingue la participación de las diferentes

<sup>22</sup> En los balances esta cifra aparece en la rúbrica de Inversiones Financieras Permanentes.

Cajas de Ahorro de la región, lo que viene a acentuar la gran conexión de estas Sociedades con su entorno geográfico más próximo (gráfico 5).



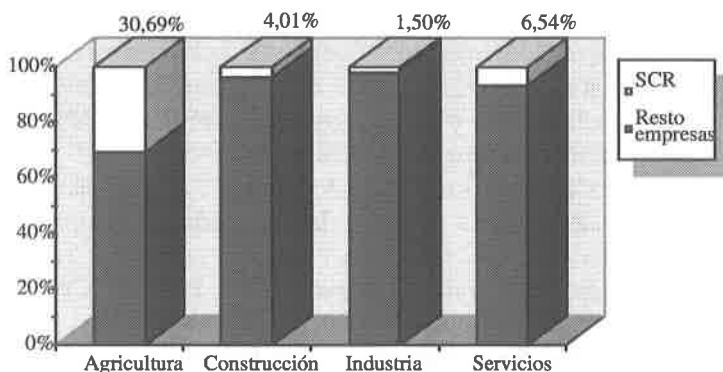
**GRÁFICO 5: Estructura de capital de las SCR andaluzas 1996**

10. En general, y a la luz de las actuaciones desarrolladas por las SCR andaluzas en estos años de funcionamiento podemos destacar el importante papel de estas entidades en el fomento de la inversión y el empleo en la región, aunque más que por la cuantía de los mismos, por el perfil de su importancia cualitativa, con proyectos fundamentalmente orientados hacia la creación de nuevas empresas y la innovación. A nuestro juicio, lo anterior supone el principal resultado público del sistema de sociedades de capital riesgo.

La inversión realizada por los proyectos en los que han participado las SCR, a lo largo del período de análisis, asciende a 16.051,63 millones de pesetas, siendo los recursos comprometidos por las SCR de tan sólo 1.684,83 millones. Esto refleja que el efecto multiplicador o de arrastre de inversión, ha supuesto que por cada peseta invertida por el conjunto de las SCR andaluzas se haya generado inversión en la Comunidad Autónoma por una cuantía de aproximadamente 9,53. Este dato es muy similar al obtenido para los recursos públicos comprometidos a través de la Subvención Global de 1991-1993, según información proporcionada por el Instituto de Fomento de Andalucía.

El empleo generado por las SCR a través de los proyectos industriales en los que han participado tales sociedades asciende a 988 puestos de trabajo, lo que viene a suponer 1,70 millones de pesetas invertidas por las SCR por cada puesto de trabajo creado, asciende, bastante similar a lo que cuesta crear un puesto de trabajo al amparo de la Subvención Global: 1,62 millones de pesetas.

A pesar de estos datos tan positivos, en el total de la Comunidad Autónoma de Andalucía, la participación del capital riesgo andaluz en la inversión y empleo totales creados en nuestra región son poco significativos: 2,44% en inversión (gráfico 6) y un 0,080% en empleo.



**GRÁFICO 6: Porcentaje de inversión inducida por las SCR andaluzas en relación al total invertido en la Comunidad**

En general, hemos constatado que la naturaleza pública de las SCR andaluzas ha tenido un fiel reflejo en los resultados alcanzados en la actuación de estas sociedades. El apoyo decidido que muestran hacia la creación de empresas andaluzas ha sido uno de los elementos que mejor define a nuestro sistema andaluz de SCR. Esto significa que en muchos de estos casos, el papel de la SCR ha

sido fundamental para realizar el proyecto, no sólo por los problemas de financiación que tienen inversiones de esta naturaleza, sino también por el apoyo técnico, de tutela y asesoramiento que aporta la SCR, sin el cual el proyecto, o más bien la idea que a ellos les llega, no hubiera podido llegar a culminar en un proyecto serio y viable.

### 3. CONSIDERACIONES FINALES

Gracias al desarrollo del Proyecto de Investigación: “*La Evaluación Ex Post de la Eficiencia y Eficacia de las Medidas Públicas de Fomento de Sociedades Intermedias en la Financiación de PYMES*”, hemos podido constatar el decidido apoyo del Capital Riesgo en Andalucía al desarrollo económico y social de la región; aunque no se aprecia de manera cuantitativa, es destacable la calidad de sus actuaciones en relación a los proyectos realizados, a la colaboración con las empresas participadas, etc.

Por último, de cara al futuro, y dadas las peculiaridades asociadas a estas sociedades, por la específica naturaleza de su negocio, sería conveniente la obtención de más recursos financieros a través, principalmente, de ampliaciones de capital, lo que facilitaría y ampliaría el desarrollo de su labor de intermediación financiera. Igualmente, sería importante lograr un mayor compromiso del capital privado, lo que debería pasar por una apuesta decidida de las entidades financieras y otras empresas de su ámbito geográfico de actuación, o incluso atraer capitales de fondos de inversión, permitidos por la legislación actual. Por otro lado, el establecimiento de otras alternativas de inversión como los créditos participativos, aparte de la representada por las aportaciones directas en el capital social de las participadas, facilitaría el ritmo de recuperación de las inversiones realizadas por las SCR andaluzas.

### BIBLIOGRAFÍA

- Alcalá Olid, F. (1995): *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. Editorial Civitas. Madrid.
- Alcalá Olid, F. (1995): “Principales normas legislativas de las sociedades y fondos de capital riesgo en España: desde la Ley 1/1986 a la ley 3/1994”. *Actualidad Financiera* nº 31.
- Alcalá Olid, F. (1995): “Intermediarios financieros no bancarios de apoyo a al PYME en Andalucía: entidades de capital riesgo y sociedades de garantía recíproca”. *Boletín Económico de Andalucía* Nº 19.
- Contreras, J.I.; García, R.; Pérez, C (1996): “Origen y consecuencias financieras derivadas de los problemas de financiación de PYMES”. X Congreso Nacional y VI Congreso Hispano Francés de la Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa. Granada, pp 499-508.
- Contreras, J.I.; García, R. (1996): “El capital riesgo: una alternativa de financiación para las PYMES”. X Congreso Nacional y VI Congreso Hispano Francés de la Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa. Granada, pp 509-516.
- Ligero Conejero, M. (1995): “El capital riesgo en Andalucía”. *Boletín Económico de Andalucía* Nº 19.
- Martí Pellón, J. (1995): “El Capital riesgo y las pequeñas y medianas empresas”. *Papeles de Economía* Nº 65.
- Martí Pellón, J. (1997): *El capital inversión en España 1996*. Editorial Civitas. Madrid.
- RDL 1/1986, de 14 de marzo, sobre Sociedades de Capital Riesgo.
- RDL 7/1996, de 7 de junio, sobre Sociedades de Capital Riesgo.
- Villaseca Molina, E. (1995): “El capital riesgo en Andalucía: antecedentes, situación actual y futuro”. *Boletín Económico de Andalucía* Nº 19.