

UNIVERSIDAD DE BARCELONA

Departamento de Economía y Organización de Empresas

TESIS DOCTORAL

**LA SOCIEDAD CAPITAL RIESGO COMO MEDIO DE
FINANCIACIÓN DE LA NUEVA EMPRESA**

Presentada por: **Ana M. LAUROBA PÉREZ**

Director: **Dr. Jaime GIL ALUJA**

BARCELONA, julio de 1998

B.U.B. Secció d'Econòmiques
Diagonal, 690, 08034 Barcelona
Tel. 402 19 66

La ventaja competitiva no se vincula, pues, necesariamente con menores costes, sino que, en la mayoría de los casos, la diferenciación es la responsable del éxito empresarial.

Por lo que respecta a las variables internas a la propia empresa la inversión en capital no es la variable explicativa de la competitividad, sino que las diferencias de beneficios se vinculan con diferencias de los activos no observables y específicos, la mayoría intangibles, como pueden ser los recursos, habilidades de los miembros de la empresa, rutinas organizativas y cultura creada.

En los últimos años asistimos a un proceso de competitividad creciente, cuya explicación debe buscarse en la concatenación de tres fenómenos que, actuando de manera conjunta, han producido su activación, situándola como un término de referencia vital para evaluar situaciones económicas de países, sectores productivos y empresas.

- En primer lugar, el desarrollo de las innovaciones técnicas radicales registradas en las áreas de la información, de las comunicaciones y de los nuevos materiales, que han encontrado aplicaciones en numerosas actividades económicas, conmocionando el cuadro de ventajas comparativas de costes y precios sobre el que se asentaban el comercio y los intercambios internacionales.
- En segundo lugar, la globalización de la vida económica ha permitido una presencia internacional de las empresas, que han

ubicado sus actividades territorialmente atendiendo bien a las posibles ventajas derivadas de las condiciones más favorables de costes o la explotación de mercados nuevos en expansión.

- En tercer lugar, los movimientos de integración, al reducir , y, en ocasiones, eliminar totalmente la protección arancelaria y crear nuevos espacios económicos y financieros comunes y abiertos a la concurrencia de los países integrados.

Frente a este proceso de creciente competitividad del entorno, las pequeñas y medianas empresas españolas se enfrentan a unas dificultades adicionales que podemos sintetizar en:

- Ausencia de una cultura que estimule la productividad y la calidad por medio de la formación, motivación, participación e integración de los trabajadores en el interior de las propias empresas.
- Falta de capacidades directivas capaces de dar respuesta adecuada al proceso de decisión en la empresa, que viene caracterizado por la incertidumbre con respecto al entorno; la complejidad de las relaciones de las empresas; y la existencia de conflictos interorganizativos.
- Escaso desarrollo tecnológico derivado de la dificultad para adaptar las innovaciones en los procesos de producción como consecuencia de la existencia de una cultura empresarial que no alienta la innovación.

La innovación y la mejora tecnológica son variables básicas de la competitividad y la eficiencia en la empresa puesto que su resolución supone dar una respuesta, igualmente, a las otras dos limitaciones importantes de que adolecen las pequeñas y medianas empresas.

No obstante su valor estratégico, existen otros obstáculos y limitaciones específicos que dificultan el desarrollo de la innovación, entre los que destacan los siguientes:

- La falta de información sobre los mercados, sobre los sectores de producción, precios y concurrencia.
- Necesidad de adaptación de investigaciones producidas fuera del ámbito de la propia empresa debido al alto coste necesario para completar la investigación en términos financieros y de capacidad de gestión.
- Limitaciones en el acceso a fuentes de financiación con predominio de capitales ajenos a corto plazo y financiación sin coste, lo que condiciona la capacidad de maniobra de estas empresas.

8.2. CONCLUSIONES RELATIVAS AL PAPEL DEL RIESGO EN LA SELECCIÓN DE PROYECTOS POR PARTE DE LAS ECR

- La actividad del capital riesgo ha sufrido profundas alteraciones durante el transcurso de la última década que se han puesto de manifiesto tanto en el tamaño de las operaciones como en la mentalidad con que éstas se llevan a cabo.

La creciente profesionalización de la actividad ha sido una de las causas que más ha influido en este cambio: el gestor de la entidad de capital riesgo se encuentra con que debe rendir cuentas a unos aportantes de fondos cada vez más interesados en la obtención de rendimientos de los capitales aportados, entre los que se encuentran bancos, fondos de pensiones, grupos industriales y administraciones públicas, que exigen unos niveles mínimos de rentabilidad y liquidez de las inversiones, condicionando, por consiguiente, el nivel de riesgo que puede ser asumido por los proyectos que forman parte de la cartera.

- Este cambio es fundamental, puesto que comporta modificaciones importantes en cuanto al criterio de selección de las empresas y proyectos en función del nivel de riesgo óptimo para cada una de las entidades de capital riesgo, que si bien pueden mostrar unas preferencias de inversión y niveles de tolerancia de riesgo diferentes, mantienen, con relación al mismo, ciertas percepciones y reacciones comunes.

De esta manera, el proceso de inclusión de un determinado proyecto o inversión en la cartera de las entidades de capital riesgo consta de dos etapas: la identificación de cada uno de los proyectos con una probabilidad de pérdida aceptable para el gestor de la cartera; y la posterior selección, de entre ellos, aquellos proyectos con mayores posibilidades de beneficio en caso de éxito o que maximicen el valor esperado.

- Del análisis de la evolución del nivel de riesgo agregado por etapa de desarrollo de los proyectos se desprende que la componente de riesgo determinado por factores internos a la empresa decrece a medida que avanza el desarrollo del proyecto, mientras que aumenta la componente de riesgo motivado por factores externos a la empresa.

Por otra parte las primeras fases de desarrollo de los proyectos incorporan la totalidad de riesgos posibles a los que se deberá enfrentar en el transcurso de su vida, descontando, a medida que el proyecto avanza, aquellos riesgos de tipo interno que son específicos de la etapa ya superada.

Finalmente, la amplia dispersión de las expectativas de riesgo en las primeras etapas, junto con su alta proporción de riesgos específicos de tipo interno, conceden un valor de estimación muy pequeño con respecto a la experiencia obtenida en el pasado, de manera que no puede ser utilizado para la asignación de probabilidades a los resultados potenciales de los nuevos

proyectos, lo que lleva a una estimación subjetiva por parte de los gestores de capital riesgo en el caso de estas inversiones.

- La prestación de servicios a las empresas que se encuentran incluidas en las carteras de las ECR únicamente tiene sentido bajo el punto de vista de la reducción del riesgo de tipo interno, por la vía del control de los proyectos, de tal manera que se maximice la relación de recompensa al riesgo esperada para cada uno de los proyectos. Los proyectos de las primeras fases, al concentrar una componente superior de riesgo de tipo interno en el riesgo agregado, precisarían de una mayor prestación de este tipo de servicios suministrados por las entidades de capital riesgo que los pertenecientes a las últimas fases.

Adicionalmente, las entidades de capital riesgo soportan un coste de oportunidad, derivado de la disponibilidad limitada de los recursos de capital y tiempo que deben distribuir entre los proyectos, que no les resulta posible repercutir como coste de los servicios suministrados. Los costes de oportunidad aparecen desde el momento que un gestor de inversiones de las entidades de capital riesgo debe decidir si incorporar una nueva inversión a la cartera, con un beneficio esperado determinado, o, de manera alternativa, asesorar un proyecto ya existente para reducir su riesgo de pérdida o de disminución del valor esperado de la inversión.

La atención prestada a cada uno de los proyectos individuales incluidos en las carteras de las entidades de capital riesgo, es decreciente respecto a la cantidad de proyectos que las componen y creciente con respecto al tamaño de los mismos; de la misma forma que, para una estructura dada de la cartera, aquellos proyectos que acumulen mayores beneficios por período recibirán una atención menor, mientras que, en el caso de crisis por una pérdida repentina de rentabilidad, la inversión en cuestión acumulará una mayor cantidad de servicios suministrados por la entidad de capital riesgo.

Adicionalmente, el tamaño de la cartera se encuentra directamente relacionada con respecto a las oportunidades de inversión en nuevos proyectos e inversamente con relación a la participación en los beneficios, de manera que un aumento en la participación en los beneficios de los proyectos de la cartera significará un freno para la inclusión de nuevos activos en la misma.

- Los proyectos de las últimas fases de desarrollo llevan asociados, por regla general, una variabilidad de la tasa de beneficio mucho menor que la de aquellos de las primeras fases de desarrollo, ya que han eliminado prácticamente la totalidad de la componente de riesgo interno. Esto significa que, a igual tasa de compensación para la entidad de capital riesgo con referencia a las plusvalías generadas por ambos tipos de proyectos, siempre se escogerán aquellos de las últimas fases sobre los de las

primeras, puesto que, en este caso, los requerimientos de atención y la necesidad de prestación de servicios siempre resultarán menores, con lo que el coste de oportunidad será, igualmente, más reducido.

- En el caso de aparición de crisis y problemas graves de tal naturaleza que pongan en peligro la rentabilidad de la inversión, la distinta composición del riesgo hará que los esfuerzos de los gestores de las entidades de capital riesgo resulten menos eficientes en los proyectos de las últimas fases, ya que, por una parte, la naturaleza de los problemas tendrá, con mayor probabilidad, una componente externa a la propia empresa, y, por otra, el equipo de gestión de la empresa de la cartera resulta menos proclive a la aceptación de personal externo a la compañía para el manejo de este tipo de situaciones. Este elemento contribuye, de igual manera, a que el nivel de implicación en los proyectos, por parte de las entidades de capital riesgo, resulte inferior en los de las últimas fases con respecto a los de las primeras.
- Por lo que respecta al control del riesgo macro o a nivel de las carteras, cabe destacar que, en principio, las inversiones en proyectos de las primeras fases suponen una variabilidad de los resultados mayor, pero también una magnitud de pérdida potencial muy inferior con relación a los proyectos de las últimas fases, ya que los volúmenes de capital finalmente requeridos por las inversiones resultan muy superiores en este último caso.

Por consiguiente, aquellos inversores con una aversión al riesgo menor, pueden maximizar los beneficios esperados invirtiendo exclusivamente en proyectos de las primeras fases, mientras que aquellos que tengan mayor aversión al riesgo pueden elegir no maximizar los beneficios esperados sino escoger un nivel más bajo de riesgo ideal, con lo que las inversiones se materializarían en proyectos de últimas fases, que incorporan una probabilidad más alta de beneficios positivos, aunque con una tasa de rentabilidad inferior.

A este respecto, cabe señalar que las entidades aportantes de fondos poseen una notable influencia en la composición de la cartera, puesto que un nivel de riesgo de la cartera excesivamente elevado con relación al nivel ideal de riesgo de los titulares de los fondos puede poner en peligro la captación futura de recursos para la entidad de capital riesgo. Igualmente, las necesidades de liquidez para la cartera puede alterar su composición en el sentido de aconsejar la inclusión de una mayor cantidad de proyectos de las últimas etapas, y, por consiguiente, más cercanos al momento de realización de la inversión, que de las primeras, para un nivel dado de riesgo.

- Dentro del control del riesgo macro debemos considerar que la rentabilidad de una cartera se obtiene en el momento que se liquida la inversión, y que el riesgo de salida está considerado por parte de las entidades de capital riesgo como el de mayor significación para los proyectos de las últimas etapas. Factores

tan heterogéneos e impredecibles como pueden ser el dinamismo de los mercados, la marcha general de la economía o la posible aparición de nuevos competidores pueden afectar seriamente el proceso de desinversión, comprometiendo, de esta manera, la rentabilidad global de la cartera.

- Las entidades de capital riesgo, por otra parte, disfrutan de ventajas comparativas resultantes de su experiencia tecnológica, de mercado y de producto, así como del conocimiento de las infraestructuras de las áreas de negocio en que se han visto involucradas. El coste fijo que representa la adquisición de este tipo de conocimiento actúa, de esta manera, a modo de barrera de entrada para otros competidores, al tiempo que la especialización en ciertas áreas de negocio se convierte en un factor capaz de añadir valor al proyecto de inversión.

Bajo este punto de vista, la especialización de las carteras constituiría el mecanismo adecuado para el control del riesgo; la especialización en cuanto a sectores productivos, en cuanto a etapas de desarrollo de los proyectos, o en cuestiones tecnológicas específicas, con la ayuda de profesionales superespecializados en áreas específicas, fortalece su posición en los flujos de estructuras de información, lo que le permite obtener unos ratios de recompensa al riesgo superiores, al tiempo que reduce los riesgos de los proyectos, de manera especial aquellos que tienen su origen en la desinversión.

8.3. CONCLUSIONES RELATIVAS AL ESTUDIO EMPÍRICO

Como objetivos del estudio empírico planteábamos el examen de la validez de algunas de las teorías formuladas en los capítulos precedentes para la explicación del comportamiento seguido por las ECR en cuanto se refiere al proceso de selección de los proyectos que conforman la cartera. Concretamente, se trataba de establecer la validez de las cuatro hipótesis.

Del estudio empírico de tipo descriptivo realizado para las entidades de capital riesgo ubicadas en el territorio español y miembros de la Asociación Española de Capital Inversión (ASCRI) obtenemos las siguientes conclusiones:

- La primera de las hipótesis se refiere a la existencia de unos riesgos específicos que varían en función de la etapa de desarrollo en que se encuentran los proyectos.

La evolución del riesgo por etapa de desarrollo de los proyectos pone de manifiesto la existencia de riesgos decrecientes a medida que nos aproximamos a las últimas etapas de desarrollo, tal es el caso de los riesgos de tipo económico y de los que tienen un origen productivo; por su parte los riesgos de mercado siguen una tendencia inversa, es decir, que su participación en el riesgo total percibido por etapa de desarrollo es

creciente a medida que nos aproximamos a las fases previas a la salida.

A este respecto es preciso resaltar que el principal riesgo de mercado indicado para los proyectos de las primeras etapas de desarrollo, corresponde, precisamente, a las dificultades de salida o de desinversión, lo que pone en evidencia, a nuestro juicio, la constatación del hecho que la percepción del riesgo se lleva a cabo de manera acumulada para las distintas fases por las que deberá pasar el proyecto. De esta manera en las etapas iniciales se estarían anticipando riesgos que, estrictamente se darán en unas etapas posteriores de desarrollo de la inversión.

Destaquemos que el riesgo de tipo productivo, que incluye aquellos aspectos del riesgo de los proyectos relacionados con el lanzamiento de nuevos productos y procesos productivos, tiene un peso específico muy reducido con respecto al riesgo total, incluso en las primeras fases de desarrollo. A nuestro juicio constituye un primer indicativo claro de que los proyectos, en general, mantienen una componente de innovación muy escasa, puesto que, en estas etapas, los riesgos de tipo económico, e, incluso, los derivados de la gestión de los proyectos tienden a prevalecer sobre aquéllos.

- La segunda de las hipótesis plantea que las primeras etapas de desarrollo contienen unas expectativas de riesgo más altas y con

un nivel de dispersión más elevado en comparación con las inversiones realizadas en las últimas etapas de los proyectos, prevaleciendo, además, el factor de riesgo de tipo interno sobre el externo en las primeras.

Por lo que respecta a la composición de los riesgos por fase de desarrollo, observamos que el porcentaje de riesgo interno con respecto al riesgo total, percibido por los gestores de las entidades de capital riesgo, es decreciente a medida que el proyecto alcanza fases de desarrollo más maduras encontrándose, por lo tanto, más cerca del momento de la desinversión.

Es de destacar la gran concentración de las carteras de las entidades de capital riesgo en proyectos de la fase de expansión, especialmente en cuanto al volumen de los recursos invertidos se refiere. Igualmente significativo es el hecho de que estas entidades, y de manera especial las de tipo privado, prácticamente han abandonado las inversiones de la etapa de semilla, que se reducen a una cantidad poco relevante con respecto a los recursos totales.

Esta característica, en nuestra opinión, constituye un exponente de que las entidades de capital riesgo españolas están adoptando posiciones claras de reducción del riesgo de las carteras, y, por lo tanto, renunciando a la posibilidad de obtener las tasas de rentabilidad superiores que se asocian a las inversiones

de las primeras fases. Sin embargo, debemos relacionar este factor con dos cuestiones adicionales importantes como son, en primer lugar, el hecho de el objetivo principal para las entidades de capital riesgo consiste en la obtención de rentabilidad de las inversiones; y, en segundo término que el criterio de tipo financiero más relevante en la decisión de incorporar un nuevo proyecto a la cartera lo constituya la facilidad potencial para liquidar la inversión y obtener las plusvalías generadas.

En este sentido cabría encuadrar el crecimiento que se está dando en las operaciones sindicadas por varios inversores, y cuyo objetivo último consiste en la adquisición de paquetes de control, en empresas con un cierto tamaño, de tal manera que se facilite la desinversión de los proyectos que se encuentran en la cartera, por medio del control de los posibles compradores o la reorientación de los proyectos de tal manera que resulten atractivos para estas empresas.

Con la conjunción de todos estos factores obtenemos la conclusión de que, por medio de la selección de los proyectos, estas entidades no persiguen la maximización de los beneficios esperados de la cartera, sino la optimización del resultado obtenido de las inversiones en función de un nivel de riesgo considerado como idóneo y que vendrá determinado por variables tales como la política de la entidad, el grado de aversión al riesgo del

gestor de la cartera, la composición de la propia cartera, o el grado de aversión al riesgo de los aportantes de fondos.

Con respecto al importe medio de las inversiones se pone en evidencia la enorme desigualdad que existe entre las entidades de capital riesgo de tipo público y las de tipo privado, ya que éstas últimas mantienen unas inversiones por proyecto, con excepción de la fase de semilla, mucho mayores que las entidades de tipo público. Si bien, en principio, la existencia de inversiones unitarias menores se traduciría, para una misma fase de desarrollo de los proyectos, en una atomización del riesgo de pérdida potencial, debe tomarse en consideración el hecho de que, la obtención de rentabilidad de las inversiones, y, por lo tanto, el nivel de riesgo asumido, no debe tener el mismo significado para una entidad de tipo público que para una privada, dejando al margen el hecho de que ambas deben rendir cuentas de los recursos utilizados.

- La tercera hipótesis mantiene que los servicios suministrados por las entidades de capital riesgo a sus empresas de cartera son de tal naturaleza que no requieren la gestión directa, sino la mera supervisión de la marcha de la sociedad.

Los servicios ofrecidos por las entidades de capital riesgo españolas a sus empresas en cartera se llevan a cabo, en cualquier caso, con una participación que, en general,

es muy inferior a la de la empresa, alcanzando, en el mejor de los casos, un nivel de implicación igual al desarrollado por los directivos de la participada.

Los servicios de tipo financiero son los más habituales y en los que el grado de relación puede resultar más elevado, seguidos de los servicios operativos y los que tienen que ver con el asesoramiento y apoyo al equipo directivo de la empresa. Inversamente, los servicios de gestión constituyen el grupo de los que la empresa de capital riesgo mantiene una predisposición menor para su prestación.

El análisis en profundidad de los resultados obtenidos en este apartado muestra que en el interior de cada uno de los grupos que se indican en el párrafo anterior, existe una gran desigualdad entre los distintos servicios ofrecidos. De esta manera, obtenemos que, en todos los casos, el grado de implicación de las entidades de capital riesgo resulta mucho mayor cuando se trata de actividades relacionadas con la supervisión; con la elaboración de planes estratégicos; o con la resolución de problemas y crisis graves que, en principio, podrían ser capaces de poner en peligro el proyecto en sí.

La estratificación por tipo de entidad muestra que, para las de tipo público, las características y los rasgos propios de los servicios prestados, ya mencionados en los párrafos anteriores, se presentan mucho más

acusados, ya que para este grupo únicamente las actividades de supervisión financiera tienen algún tipo de relevancia.

Por último, debemos destacar, igualmente, la circunstancia de que los principales factores a tener en cuenta, por parte de las entidades de capital riesgo, en el momento de decidir sobre la materialización de una inversión, corresponden con las características del empresario en cuanto a su experiencia y personalidad.

Esta peculiaridad, puesta de manifiesto durante el proceso de selección de las carteras, pone al descubierto, a nuestro juicio, la búsqueda de los suficientes elementos de control sobre la gestión directa del proyecto por parte de la propia dirección de la empresa, de tal manera que minimice o haga innecesario el suministro y control de los mismos por parte de las entidades de capital riesgo.

Por otra parte, se observa un aumento en los ratios de proyectos gestionados por profesional al servicio de las entidades de capital riesgo, lo que da idea de una disminución de la cantidad de riesgo interno, propio de las primeras fases de los proyectos, en favor de los riesgos con un origen externo, dominantes en los de las últimas fases de desarrollo.

- Por último, la cuarta de las hipótesis sostiene que el número de sectores industriales presentes en las carteras de las entidades de capital riesgo se encuentra inversamente relacionado con la cantidad de inversiones semilla y de primeras fases existentes en la cartera.

Por cuanto respecta a la diversificación de las carteras de las entidades de capital riesgo se pone de manifiesto una gran concentración de las inversiones, en cuanto a las actividades a las que pertenecen, ya que únicamente tres sectores acumulan más de la mitad del importe total invertido en los proyectos.

El análisis de la cartera por fase de desarrollo de los proyectos muestra, asimismo, una gran concentración en los de Expansión como culminación de un proceso iniciado años atrás en los que se fué abandonando paulatinamente la inversión en otras fases, principalmente en Semilla y Puesta en Marcha.

Bajo este punto de vista, resulta patente que las carteras de las entidades de capital riesgo no se encuentran diversificadas, en el sentido que sostiene la teoría financiera, al objeto de minimizar los efectos de los riesgos no sistemáticos o específicos de los activos incluidos en ellas. De hecho, la diversificación de los activos incluidos en la cartera no constituía un objetivo prioritario de estas entidades a la hora de elegir los proyectos y se encuentra por detrás de otros más

importantes para ellas como podrían ser la rentabilidad de las inversiones; las mejoras en los procesos productivos; el acceso a nuevas tecnologías y mercados; o la adquisición de nuevos productos.

8.4. CONCLUSIONES FINALES

Al inicio de la presente Tesis Doctoral partíamos de la premisa de que, a pesar de la evolución sufrida por el sector del capital riesgo a lo largo de las últimas décadas, se mantenían una serie de características propias de la actividad que se sintetizaban en cuatro puntos fundamentales como eran: que se encuentran enfocadas hacia la financiación de proyectos que incorporan un alto nivel de riesgo; que las participaciones adolecen de una falta de mercados en los que puedan ser liquidadas con facilidad; que los beneficios, en el caso de que existan, se obtienen bajo la forma de ganancias de capital en el momento de la desinversión; y, por último, que aportan a la empresa el valor añadido de su experiencia y asesoramiento. A continuación examinaremos el grado de cumplimiento de estas características a la luz del análisis realizado:

- Por lo que respecta a la primera de las características indicadas, observamos que el acceso por parte de una pyme, con una serie de retos, carencias y limitaciones, tal y como ya hemos comentado, a la financiación a través de una entidad de capital riesgo le va a reportar una serie de beneficios en la medida que

exista una coincidencia en los objetivos que deben ser alcanzados ambas partes.

El apoyo financiero suministrado por estas entidades se encontrará condicionado, como no podía ser de otra manera, a la asunción de un nivel de riesgo dentro de unos límites tolerables para la cartera. Sin embargo, la participación en los recursos propios de la participada concede a esta forma de financiación un gran atractivo, al menos a priori, para las empresas puesto que les permite la superación de una de las limitaciones importantes para su desarrollo como es su estructura financiera.

- Con respecto a la segunda de las características indicadas, cabría señalar que, ésta es una de las razones del diferencial de desarrollo del capital riesgo europeo con respecto al americano, a pesar de los esfuerzos realizados por desarrollar un segundo mercado en las Bolsas europeas. El impulso de un segundo mercado europeo resulta fundamental, igualmente, para disminuir el riesgo de salida de las inversiones incluidas en la cartera de las ECR.

Los principales obstáculos que a este respecto se están encontrando tienen que ver, por una parte, con la reticencia de las propias empresas a la cotización de sus acciones en un mercado bursátil; y, por otra, con el comercio transfronterizo de valores mobiliarios debido a la diferente legislación en materia fiscal y contable.

- Con relación a la obtención de ganancias de capital de las inversiones realizadas por las ECR hay que comentar, como un aspecto positivo, el proceso de descenso de los tipos de interés que se está produciendo en la economía española en los últimos años, el cual, debería suponer un aporte de fondos extra para el capital riesgo bajo la posibilidad de obtener una rentabilidad mayor.
- Por último, y en referencia a la experiencia y asesoramiento aportado por las ECR, debemos señalar que el valor añadido representado por el apoyo a la gestión de la empresa participada debe ser matizado en el sentido de que, en general, su ayuda y apoyo al empresario se realizará de forma muy puntual y en cuestiones muy concretas, puesto que en la selección de proyectos ya se valora que estas actividades ya se encuentren realizadas por el equipo de la propia empresa.

La existencia de una mínima capacidad directiva del empresario queda garantizada, igualmente, con la selección de proyectos de las últimas fases de desarrollo, que, debido a su mayor entidad, precisan de un equipo gestor más desarrollado.

ANEXO. TABULACIÓN DATOS ENCUESTA

- I. Información general.**
- II. Composición de las carteras.**
- III. Criterios de inversión.**
- IV. Análisis de un proyecto.**
- V. Riesgos de las inversiones.**

I. Información General

Características	Código de la entidad																		Total general		
	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
1 Tipo de entidad																					
1.1 Pública	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	1	0	1	0	1	7
1.2 Privada	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	1	0	1	0	1	0	11
2 Experiencia en años	11	16	7	5	12	20	9	13	10	20	25	8	12	8	12	14	5	5	5	5	12
3 Capital gestionado (Millones)	15.000	3.296	826	528	60.000	1.800	400	27.199	5.380	5.600	25.000	5.700	300	6.000	2.800	6.300	1.120	167.249			
4 Profesionales																					
4.1 Directores	3	1	1	1	12	3	1	2	4	2	6	4	1	1	3	1	5	1	5	1	52
4.2 Analistas	3	2	1	1	0	5	1	3	1	3	8	0	4	3	1	3	0	3	0	3	42
5 Inversiones por profesional																					
5.1 Directores	10	25	7	11	3	4	5	12	5	10	10	6	5	1	10	4	5	4	5	4	8
5.2 Analistas	0	12	7	11	0	2	5	10	0	0	10	0	5	0	0	4	0	0	2	4	4
6 Período medio de Inversión	6	5	8	6	5	7	7	5	6	6	8	5	6	7	4	6	3	6	3	6	6

II. Composición de las carteras

Carteras de proyectos		01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	Total
Por sector económico		22	26	7	11	8	19	9	61	23	20	61	11	32	13	14	25	18	14	12	392			
1	Informática	0	3	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	9
2	Otros de electrónica	2	5	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	2	1	0	0	0	2	0	0	0	0	14
3	Productos o servicios industriales	2	3	2	0	2	7	0	30	5	1	11	2	11	2	16	2	7	6	109				
4	Productos de consumo	7	4	0	0	0	1	1	0	1	0	0	2	3	2	0	2	3	0	26				
5	Agricultura, ganadería y pesca	1	4	1	4	0	0	1	13	0	4	1	1	0	1	0	0	0	1	32				
6	Energía y recursos naturales	0	1	0	1	0	0	0	5	0	3	26	0	4	1	1	3	0	0	45				
7	Química y plásticos	0	0	0	2	0	0	0	0	1	0	6	2	0	1	0	2	0	1	15				
8	Inmobiliario / Construcción	0	0	2	0	1	4	1	0	3	5	0	1	0	0	4	1	0	0	22				
9	Asistencia sanitaria y medicina	2	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	1	0	0	1	0	0	7				
10	Hostelería y ocio	0	0	0	0	2	0	1	0	4	1	13	0	0	1	0	1	0	0	24				
11	Comunicaciones	3	1	1	1	0	2	1	0	1	0	0	1	0	0	2	1	0	0	14				
12	Biotecnología e ingeniería genética	1	1	0	0	0	0	0	10	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	13				
13	Automatismos industriales y robótica	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	2	1	0	0	0	0	6				
14	Servicios financieros	0	2	1	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	7				
15	Otros servicios	0	0	0	1	1	4	2	0	4	4	1	1	2	1	1	5	0	2	29				
16	Otros	4	1	0	1	0	0	0	0	0	2	0	7	1	0	0	0	2	1	19				
17	Transporte	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1				
2	Por fase de desarrollo	22	26	7	11	8	19	9	61	23	20	61	11	32	13	25	18	14	12	392				
1	Semilla	5	0	4	5	0	0	0	0	8	3	11	0	0	12	0	0	0	1	49				
2	Arranque	0	0	0	6	0	2	9	30	15	0	36	2	7	1	6	13	0	4	131				
3	Expansión	17	26	3	0	7	15	0	31	0	17	14	2	25	0	19	5	3	7	191				
4	Reemplazamiento	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2				
5	LBO/MBO/MBI	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	7	0	0	0	0	11	0	19				
6	Reorientación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				

II. Composición de las carteras (continuación)

		01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	Total
		Volumen de inversión (Millones pta.)																		
1 Por sector económico		5.757	2.619	670	136	22.250	2.600	215	27.199	2.465	970	2.031	5.915	3.926	300	3.100	1.850	5.378	595	87.975
1	Informática	0	204	0	3	3.000	200	26	0	18	0	0	0	0	23	0	0	0	0	3.474
2	Otros de electrónica	500	460	0	0	0	0	17	0	160	0	0	0	220	23	0	0	1.180	0	2.560
3	Productos o servicios industriales	480	260	196	0	6.500	1.100	0	12.649	657	2	406	629	1.681	46	1.590	39	2.140	213	28.598
4	Productos de consumo	2.280	197	0	0	0	50	74	0	37	0	0	1.350	191	46	0	453	888	0	5.566
5	Agricultura, ganadería y pesca	145	358	75	26	0	0	6	8.500	0	311	2	1.156	0	23	0	0	0	70	10.672
6	Energía y recursos naturales	0	90	0	30	0	0	0	2.100	0	295	660	0	436	23	100	903	0	0	4.637
7	Química y plásticos	0	0	0	26	0	0	0	0	200	0	334	761	0	23	0	112	0	80	1.536
8	Construcción	0	0	345	0	4.400	760	20	0	420	219	0	825	0	0	300	85	0	0	7.374
9	Asistencia sanitaria y medicina	405	0	0	0	0	0	0	0	0	51	3	0	86	0	0	149	0	0	694
10	Hostelería y ocio	0	0	0	0	4.600	0	13	0	438	62	533	0	0	22	0	15	0	101	5.784
11	Comunicaciones	838	70	3	2	0	170	5	0	150	0	0	85	0	0	420	44	0	0	1.787
12	Biotecnología e ingeniería genética	400	15	0	0	0	0	0	3.500	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3.936
13	Automatismos industriales y robótica	0	45	0	0	0	0	0	0	206	0	0	200	562	25	0	0	0	0	1.038
14	Servicios financieros	0	680	50	0	0	0	0	450	0	0	0	0	0	0	150	0	0	0	1.330
15	Otros servicios	0	0	0	9	1.800	320	54	0	158	30	30	909	140	23	540	50	0	131	4.194
16	Otros (especificar)	709	240	0	41	0	0	0	0	0	0	63	0	610	23	0	0	1.170	0	2.856
17	Transporte	0	0	0	0	1.950	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.950
2 Por fase de desarrollo		5.757	2.619	670	136	22.250	2.600	215	27.199	2.465	970	2.031	5.915	3.926	300	3.100	1.850	5.378	595	87.975
1	Semilla	1.383	0	399	29	0	80	0	0	0	113	283	0	0	277	0	0	0	2	2.565
2	Arranque	0	0	0	108	0	0	215	13.500	458	0	1.249	285	675	23	720	1.209	0	303	18.744
3	Expansión	4.374	2.619	271	0	17.850	2.070	0	13.699	2.007	857	499	1.400	3.251	0	2.380	641	888	291	53.096
4	Reemplazamiento	0	0	0	0	0	450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	450
5	LBO/MBO/MBI	0	0	0	0	4.400	0	0	0	0	0	0	4.230	0	0	0	0	4.490	0	13.120
6	Reorientación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

III. Criterios de Inversión

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	18
1 Objetivos de su Entidad de Capital Riesgo: (Valor de la media)	3,29	2,71	3,29	3,29	3,86	2,57	2,36	3,57	3,71	4,00	3,00	3,43	3,43	2,71	3,00	2,86	3,71
2 Nuevas Tecnologías y Mercados	2	4	4	4	3	3	3	4	2	4	3	2	3	4	3	4	4
3 Nuevos productos	4	4	4	4	3	3	3	4	3	4	3	3	3	4	3	3	4
4 Mejorar el proceso productivo	4	4	3	4	4	2	3	4	3	4	4	4	4	4	3	3	3
5 Adquisición de nuevas compañías	3	1	2	2	5	1	1	3	4	4	2	4	4	3	1	3	3
6 Rentabilidad de la Inversión	5	4	5	4	5	5	3	5	5	5	2	5	5	1	5	4	5
7 Adquisición de activos infravalorados	2	1	2	1	3	3	1	2	4	3	2	3	3	1	1	2	2
8 Diversificación de los activos en	3	1	3	4	4	1	2	3	5	4	3	3	3	4	3	3	5
8 Consolidación financiera											5						

III. Criterios de Inversión (continuación)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	18
2 Criterios de Inversión (Valor de la media)	3,97	3,73	3,71	3,43	4,17	3,36	4,06	3,97	3,90	4,25	2,80	3,92	3,67	2,96	4,28	3,43	4,09
1 Sobre la personalidad del Empresario (Valor de la media)	4,00	3,50	3,67	3,67	4,67	3,50	4,33	3,83	3,50	3,83	3,00	5,00	3,67	3,33	4,17	3,83	4,33
1 Esfuerzo sostenido	3	4	3	4	5	3	5	4	3	4	3	5	4	4	5	4	5
2 Evaluar y reaccionar ante el riesgo	5	4	5	5	5	4	4	5	4	4	3	5	5	4	5	4	5
3 Ideas claras del proyecto	5	5	4	4	5	5	5	4	4	5	4	5	4	4	5	4	5
4 Atender a los detalles	4	3	3	3	4	2	4	3	3	4	2	5	3	3	4	3	4
5 Aceptar críticas	3	3	3	4	5	2	4	3	3	4	2	5	3	3	3	4	4
6 Personalidad compatible con la ECR	4	2	4	2	4	5	4	4	4	2	2	5	3	2	3	4	3
7 Historial empresarial											5						
2 Sobre la Experiencia del empresario (Valor de la media)	4,80	4,60	3,60	3,80	4,80	4,40	3,80	3,80	4,40	5,00	2,80	5,00	5,00	3,00	4,80	3,80	5,00
1 Con los productos	5	5	3	4	5	3	4	4	5	5	3	5	5	3	5	4	5
2 Con los mercados	5	5	4	4	5	5	4	4	5	5	3	5	5	3	5	4	5
3 Capacidad de liderazgo	5	4	5	3	5	4	3	4	4	5	4	5	5	3	5	4	5
4 En proyectos con riesgo	5	4	3	4	4	5	4	3	4	5	2	5	5	3	5	3	5
5 En la formación de equipos de dirección	4	5	3	4	5	5	4	4	4	5	2	5	5	3	4	4	5
6 Otros...(especificar)																	

III. Criterios de Inversión (continuación)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	18	
3 Características del Producto (Valor de la media)	3,50	3,50	3,75	3,50	3,75	2,75	4,50	4,25	3,80	4,25	3,00	4,00	3,50	1,75	4,25	3,50	4,00
1 Ser de propiedad o protegible	3	3	3	4	4	2	4	4	5	4	3	4	3	1	5	3	4
2 Desarrollado hasta un prototipo operativo	1	2	4	3	3	2	5	3	1	4	2	4	3	4	3	3	3
3 Aceptación demostrable por el mercado	5	5	5	3	4	4	5	5	4	4	2	4	4	1	5	4	5
4 Adecuado con la estrategia a largo plazo	5	4	3	4	4	3	4	5	4	5	2	4	4	1	4	4	4
5 Competencia en exportación																	
6 Aprovechamiento de recursos naturales									5	5							
4 Características del Mercado (Valor de la media)	3,40	3,40	4,20	3,00	3,80	2,80	3,80	3,80	3,67	4,00	2,20	3,60	3,20	3,20	4,20	3,00	3,60
1 Tasa de crecimiento significativa	5	5	5	3	5	5	4	4	4	4	3	4	4	4	5	4	4
2 Estimulará un mercado ya existente	3	4	4	3	4	2	3	5	5	4	3	4	3	1	5	3	4
3 Creará un nuevo mercado	2	3	4	3	3	2	4	3	3	4	2	3	3	4	4	3	4
4 La competencia mínima	2	2	5	3	3	3	4	3	3	4	2	3	3	4	4	3	4
5 Mercado o industria atractivos	5	3	3	3	4	2	4	4	3	4	1	4	3	3	3	2	3
6 Existencia de barreras de entrada									4	4							

La sociedad capital riesgo como medio de financiación de la nueva empresa

III. Criterios de Inversión (continuación)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	18
5 Consideraciones de tipo Financiero (Valor de la media)	4,17	3,67	3,33	3,17	3,83	3,33	3,86	4,17	4,14	4,17	3,00	2,00	3,00	3,50	4,00	3,00	3,50
1 Generará unos ingresos mínimos	3	5	3	4	4	3	4	5	5	5	3	1	3	1	4	2	4
2 Fácilmente liquidable	5	5	4	4	5	3	4	4	5	5	2	4	3	4	4	2	4
3 Control al inversor	4	1	3	3	5	3	3	4	4	2	1	4	3	4	4	3	3
4 Posición minoritaria	5	5	3	3	2	4	4	3	3	4	3	1	3	4	3	3	4
5 Ventas potenciales a largo plazo	5	5	3	4	5	3	4	4	4	5	3	1	3	4	4	4	3
6 Tamaño la inversión máximo	3	1	4	1	2	4	4	5	3	4	4	1	3	4	5	4	3
7 Participación del empresario																	
8 Plan de crecimiento									5								
9 Cash-flow satisfactorio																	5

IV. Análisis de un proyecto

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	18
1 Relación con la empresa																	
1 Sector Económico	16	2	8	5	17	3	4	13	11	5	3	7	13	13	6	3	3
2 Inversión Inicial (año)	1.993	1.997	1.991	1.993	1.995	1.996	1.991	1.991	1.997	1.996	1.996	1.997	1.996	1.992	1.993	1.994	1.993
3 Importe Inv. Inicial	150	100	120	10	2.000	300	20	4.200	150	20	50	500	100	15	100	15	100
4 Inversión 2	85		120				5	2.800		140				10			14
5 Inversión 3			105				15	1.800		11							
6 Inversión 4							34										
7 Inversión 5							2										
8 Distancia (Km)	20		0	50	600	100	0	115	250	180	100		15	10	5	5	20
9 Tipo de proyecto																	
1 Producto	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	0	1	0
2 Servicio	1	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1
10 Desarrollo del Mercado																	
1 Introducción	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2 Crecimiento	1	1	0	1	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	1
3 Madurez o declive	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0

IV. Análisis de un proyecto (continuación)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17
2 Desarrollo del proyecto																	
1 Volumen de ventas	3	3	3	3	4	4	3	3	3	3	3	3	4	2	5	4	4
2 Participación en el mercado	4	3	3	3	4	3	4	4	3	4	3	3	4	3	5	4	4
3 Beneficios Netos	3	3	3	2	3	3	2	3	2	3	3	3	4	2	2	3	4
4 Ingresos S/Inversión	3	3	3	3	3	3	3	3	2	3	3	3	4	3	5	3	4
3 Relación con el mercado																	
1 Beneficios de patentes	4	3	3	2	3	3	4	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
2 Aislarse de la competencia	2	2	2	2	4	2	3	4	1	3	3	3	2	3	3	3	3
3 Grado de innovación	3	2	4	3	3	3	3	3	3	4	3	3	4	3	3	4	3
4 Grado de aceptación	4	3	4	4	3	4	4	4	3	5	3	3	4	3	4	3	4
5 Anticipación a la competencia	3	3	1	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	4	3
6 Competitividad al fin 2º año	3	3	3	2	4	4	4	3	3	4	3	3	4	2	4	4	3
7 Conocimiento del producto	4	4	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	4	4	5	3	4
8 Conocimiento del mercado	4	4	3	3	3	3	3	4	4	4	3	3	4	4	3	4	4
9 Experiencia en mercado	4	3	3	3	3	3	3	3	2	3	3	3	4	4	3	3	4
10 Experiencia en tareas directivas	3	3	4	3	2	3	3	3	3	4	3	3	3	2	3	3	4
11 Mantener esfuerzo sostenido	4	3	4	4	3	3	4	4	3	4	3	3	3	3	4	4	3

IV. Análisis de un proyecto (continuación)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	18
4 Participación de la ECR																	
1 Búsqueda Equipo directivo	4	1	7	3	3	4	3	2	5	1	1	5	1	3	4	1	1
2 Selección del equipo directivo	4	1	7	4	3	4	3	3	4	1	1	5	1	3	4	1	1
3 Negociación de condiciones	4	1	7	4	2	4	1	2	4	1	1	5	1	4	1	1	1
4 Articulación con el grupo inversor	4	1	1	5	6	4	4	4	4	4	3	5	1	1	6	1	4
5 Grupo profesional de apoyo	3	1	6	4	4	6	3	2	3	1	1	5	1	1	4	1	4
6 Obtención de financiación ajena	3	5	6	5	5	6	3	3	6	4	2	6	1	5	6	1	3
7 Obtención de financiación propia	4	1	5	4	5	6	4	3	1	4	1	6	1	4	5	1	1
8 Plan estratégico empresarial	4	1	7	6	5	5	4	3	4	4	4	3	2	3	7	5	2
9 Desarrollo de productos o servicios	3	1	4	3	2	2	3	4	3	1	1	3	2	2	2	1	1
10 Técnicas de producción o servicio	2	1	1	2	2	2	1	3	3	1	1	3	2	2	1	1	1
11 Selección de vendedores o equipo	2	1	4	3	1	1	1	2	1	1	1	3	2	3	1	1	1
12 Elaboración de planes de Marketing	3	1	4	4	2	1	1	3	3	1	1	3	2	3	2	1	1
13 Evaluar planes de marketing	2	1	5	4	2	1	4	3	1	1	1	3	2	3	1	1	1
14 Solicitud de clientes o distribuidores	2	1	1	1	1	4	1	2	2	1	1	3	2	3	1	1	1
15 Supervisión evolución financiera	3	4	6	5	6	5	4	3	4	4	3	4	4	5	3	5	5
16 Supervisión evolución operativa	3	1	6	3	3	4	3	2	4	1	2	4	4	3	3	5	3
17 Expertos de confianza	4	1	6	4	4	3	1	3	1	1	1	4	2	3	2	1	2
18 Motivación del personal	3	1	1	3	4	3	1	3	1	1	1	3	2	4	1	1	1
19 Cambios en el equipo directivo	4	1	1	4	5	3	1	2	1	1	1	5	2	1	2	5	1
20 Gestión de crisis y problemas	4	1	7	3	4	2	3	3	4	1	3	4	2	4	3	5	1

IV. Análisis de un proyecto (continuación)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	18
5 Etapa de la participación																	
1 Búsqueda Equipo directivo	2	3	1	3	3	3	1	2	3	3	4	3	1	2	2	2	2
2 Selección del equipo directivo	2	3	1	3	3	3	1	2	3	3	4	3	1	2	2	2	2
3 Negociación de condiciones	2	3	1	3	3	3	3	2	3	3	4	3	1	2	2	2	2
4 Articulación con el grupo inversor	2	1	3	3	3	1,5	5,1	2	3	3	4	3	1	2	2	2	2
5 Grupo profesional de apoyo	3	1	2	3	2	3	3	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
6 Obtención de financiación ajena	3	2	2	2	2	3	4,5	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
7 Obtención de financiación propia	4	2	2	3	2	2,5	4,5	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
8 Plan estratégico empresarial	3	2,1	2	3	2	4,5	3	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
9 Desarrollo de productos o servicios	3	1	1	3	2	3	2,5	2	2	3	4	3	1	2	2	2	2
10 Técnicas de producción o servicio	3	1	1	3	2	2	2,5	2	2	3	4	3	1	2	2	2	2
11 Selección de vendedores o equipo	3	2	2	3	3	3	4,5	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
12 Elaboración de planes de Marketing	3	2	2	3	3	3	4,5	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
13 Evaluar planes de marketing	3	2	2	3	3	3	3	2	3	3	4	3	1	2	2	2	2
14 Solicitud de clientes o distribuidores	3			3	3	3	4,5	2	2	3	4	3	1	2	2	2	2
15 Supervisión evolución financiera	3	2,1	1,5	3	3,5	3	2,5	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
16 Supervisión evolución operativa	3	2,1	1	3	4	3	4,5	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2
17 Expertos de confianza	3	2	2	3	4	4	4,5				3	4	3	1	2	2	2
18 Motivación del personal	3		1,5	3	4	4	4,5				3	4	3	1	2	2	2
19 Cambios en el equipo directivo	3,5	1	3	4	4	4	3,5				3	4	3	1	2	2	2
20 Gestión de crisis y problemas	3,5	2,1	1	3	4	4	3	3	3	3	4	3	1	2	2	2	2

V. Riesgos de las inversiones

	01	04	18	14	14	14	01	02	04	05	07	08	08	08	09	09	10	11	13	13	15	16
	013	041	181	141	142	143	011	021	042	061	071	081	082	083	091	093	101	111	131	132	151	161
Fase de desarrollo	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Factores responsables																						
1 De tipo económico																						
1 Costes financieros	4	5	4	3	4	3	3	1	4	3	5	3	1	1	2	4	1	2	2	2	5	2
2 Margen de beneficios	4	5	4	2	1	1	3	2	1	5	3	4	4	3	4	4	1	4	2	2	5	3
3 Coste de producción	4	5	3	3	1	2	3	5	1	5	5	5	1	2	3	1	2	2	2	2	5	1
4 Falta de fondos	4	5	4	2	5	2	2	1	5	5	3	3	3	3	4	4	5	3	2	2	2	4
6 Previsiones irrealistas																						5
2 Relativos a la gestión																						
1 Equipo directivo	4	4	3	3	3	1	4	4	3	2	5	1	4	1	5	5	1	5	2	2	5	4
2 Falta de gestión	4	4	3	5	3	1	4	2	4	3	4	1	1	4	4	4	1	3	2	2	5	1
3 Pérdida de directivos	3	4	1	1	1	1	3	2	3	2	1	1	1	2	2	4	1	1	2	2	2	5
4 Gestión del crecimiento	4	5	1	3	4	1	1	1	3	3	2	3	2	3	4	5	1	3	2	2	2	1
5 Conjuntar un equipo directivo	4	3	1	1	2	4	2	0	3	2	2	1	2	3	4	4	1	1	2	2	5	1

V. Riesgos de las inversiones (continuación)

	01	04	18	14	14	14	01	02	04	05	07	08	08	08	09	09	10	11	13	13	15	16	
	013	041	181	141	142	143	011	021	042	061	071	081	082	083	091	093	101	111	131	132	151	161	
Fase de desarrollo	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Factores responsables																							
3 De mercado																							
0 Ventas debajo mínimo	3	5	4	3	3	3	5	5	1	5	3	5	5	5	4	2	1	4	5	5	5	5	4
1 Anticipación de competencia	3	1	3	1	3	1	1	0	2	2	1	1	3	1	2	2	1	1	2	2	2	1	1
2 Marketing inadecuado	3	1	3	3	3	5	5	3	3	2	4	3	1	2	4	4	1	1	5	2	2	3	3
3 Competidores imprevistos	3	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	4	4	1	2	3	1	1	2	2	2	4	1
4 Obsolescencia	2	2	2	1	3	1	1	1	1	2	1	1	1	1	2	2	1	1	2	2	2	1	4
5 Recesión del mercado	3	1	2	1	4	2	1	1	1	5	4	2	1	1	1	5	1	4	2	2	2	5	1
6 Mercado potencial pequeño	4	1	3	1	3	3	4	5	1	5	3	1	1	2	2	3	1	4	5	5	3	4	4
7 Participación pequeña	4	1	1	3	4	3	4	1	1	5	2	1	1	3	2	4	1	1	2	2	2	4	4
8 Participación no viable	4	1	1	3	2	3	3	1	1	5	2	1	2	1	2	2	1	1	5	5	5	1	1
9 Dificultades de salida	5	5	1	5	5	5	5	3	3	3	5	1	2	3	2	4	1	1	2	2	2	5	1
10 Incapacidad para penetrar																							5
4 De tipo productivo																							
1 Proyecto obsoleto	1	1	1	1	3	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	2	4	1	2	2	2	1	2
2 Prototipo operativo	1	4	1	3	1	4	3	1	3	2	4	1	1	1	1	4	1	1	2	2	2	1	2
3 Retrasos en desarrollo	2	4	5	1	1	4	4	1	1	2	5	1	2	1	4	2	1	4	2	2	2	5	4
4 Fracagos de los prototipos	1	4	1	2	1	4	3	1	1	2	4	1	2	1	1	1	1	1	2	2	2	2	4
5 Deficiencias de calidad																							5

V. Riesgos de las inversiones (continuación)

	01	03	06	06	07	07	09	10	11	11	13	16	16	18	05	05	10
	012	031	062	063	072	073	092	102	112	113	133	162	163	182	061	052	103
Fase de desarrollo	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4
Factores responsables																	
1 De tipo económico																	
1 Costes financieros	3	3	4	2	3	4	5	1	1	5	5	3	4	5	1	1	5
2 Margen de beneficios	5	1	3	5	4	3	4	5	3	3	5	4	3	5	4	4	1
3 Coste de producción	4	1	3	5	3	4	3	5	1	4	2	3	3	5	1	2	1
4 Falta de fondos	3	5	5	2	4	2	2	1	3	5	5	2	4	4	1	1	5
6 Provisiones irrealistas									5	5							
2 Relativos a la gestión																	
1 Equipo directivo	5	4	5	1	5	3	4	1	5	5	2	2	4	5	5	5	5
2 Falta de gestión	4	5	5	1	5	3	3	1	3	3	2	2	4	5	5	5	5
3 Pérdida de directivos	5	1	3	4	1	1	1	5	1	3	2	1	1	1	3	3	1
4 Gestión del crecimiento	5	5	5	1	3	4	5	1	3	1	2	1	4	5	5	5	5
5 Conjuntar un equipo directivo	3	1	5	5	2	4	1	5	1	1	2	2	2	5	5	5	1

V. Riesgos de las inversiones (continuación)

	01	03	06	06	07	07	09	10	11	11	13	16	16	18	05	05	10
	012	031	062	063	072	073	092	102	112	113	133	162	163	182	051	052	103
Fase de desarrollo	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4
Factores responsables																	
3 De mercado																	
0 Ventas debajo mínimo	3	4	3	5	5	4	4	3	1	3	5	2	4	4	4	3	1
1 Anticipación de competencia	2	1	3	5	4	4	2	1	1	1	1	2	3	2	3	4	5
2 Marketing inadecuado	4	5	5	5	4	4	2	5	3	1	2	4	4	3	4	3	1
3 Competidores imprevistos	3	1	2	5	2	4	2	5	3	1	2	1	2	2	1	1	1
4 Obsolescencia	3	3	2	2	2	3	2	1	1	4	2	2	1	2	1	1	5
5 Recesión del mercado	4	5	5	5	4	4	5	5	4	4	5	3	4	2	4	5	1
6 Mercado potencial pequeño	3	4	5	5	5	4	2	1	1	1	5	4	4	4	2	2	5
7 Participación pequeña	4	3	5	5	5	4	4	5	4	4	5	2	3	3	1	1	1
8 Participación no viable	3	5	4	5	5	3	1	5	1	5	2	4	2	3	1	1	1
9 Dificultades de salida	5	1	5	3	5	4	1	1	1	1	1	2	1	1	1	5	5
10 Incapacidad para penetrar									3	5							
4 De tipo productivo																	
1 Proyecto obsoleto	2	1	2	2	1	2	1	1	1	2	4	2	2	2	2	1	5
2 Prototipo operativo	1	1	2	2	3	4	1	5	1	1	1	2	2	2	1	1	1
3 Retrasos en desarrollo	1	1	2	2	4	4	1	5	1	1	2	2	3	5	1	1	1
4 Fracagos de los prototipos	1	1	2	2	4	5	1	5	1	1	2	2	2	2	1	1	1
5 Deficiencias de calidad									3	3							

BIBLIOGRAFÍA

ADMATI, A.R.; PFLEIDERER, P.. "Robust financial contracting and the role of venture capitalists". *Journal of Finance*, 1994, núm. 49, pág. 371-402.

AECA. *La innovación en la empresa: factor de supervivencia*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, 1994. (Principios de Organización y Sistemas, documento 7).

AGUILAR, Jaime. "La entrada en escena del "Capital-Riesgo": el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo: un primer paso a rectificar y superar". *Boletín del Círculo de Empresarios*. Segundo trimestre de 1986, núm. 34, pág. 11-37.

ALCALÁ OLID, Francisco. "Los intermediarios y la actividad de capital riesgo en Andalucía: 1988-1993". *Estudios Regionales*. Septiembre/diciembre de 1994, núm. 40, pág. 15-51.

ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. Madrid: Editorial Civitas, S.A., 1995.

ALCAZAR Y SILVELA, Diego del. "Un proyecto español para la creación de empresas". *La financiación capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 65-75.

ARANDA, F.; MARTÍNEZ, R.; CORONA, J.F.. *El segundo mercado: una fuente de financiación para la pyme*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000, S.A., 1989.

ARIÑO BARRERA, Marta. *Creación y expansión de empresas: fuentes de información y financiación*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000, S.A., 1990.

ARNÉS CORELLANO, Humberto. "El papel del CDTI en la financiación de la I+D empresarial". *Economía Industrial*. Noviembre/diciembre de 1993, núm. 294, pág. 125-131.

ARNÉS CORELLANO, Humberto. "CDTI: La financiación de proyectos empresariales de I + D". *Dirección y Progreso*, 1994, núm. 136, pág. 26-30.

ARROW, Kenneth J.. "Alternative approaches to the theory of choice in risk-taking situations". *Econometrica*. Octubre de 1951, vol. 19, núm. 4, pág. 404-437.

ARROW, Kenneth J.. *Essays in the theory of risk-bearing*. Amsterdam: North-Holland Publishing Company, 1971.

AUBAREDA, José. "Apoyo financiero a la pequeña y mediana empresa". *Dirección y Progreso*, 1987, núm. 93, pág. 33-34.

BANQUE BRUXELLES-LAMBERT. "Le Venture Capital: formule à la mode ou réelle nécessité?. 1ère partie: les Etats-Unis et le Japon". *Bulletin Financier*. Octubre de 1984, núm.16, pág.1-6.

BANQUE BRUXELLES-LAMBERT. "Le Venture Capital: formule à la mode ou réelle nécessité?. 2^{ème} partie: l'Europe et la Belgique". *Bulletin Financier*. Noviembre de 1984, núm.17, pág.1-8.

BARNEY, Jay B.; BUSENITZ, Lowell W.; FIET, James O.; MOESEL, Douglas D.. "New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms". *Journal of Business Venturing*, 1996, núm.11, pág. 257-272.

BARRASÚS GUIJARRO, Pilar. "Los segundos mercados de valores. Posibilidades para la empresa española". *Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar*. Enero/febrero de 1998, núm. 8, pág. 9-14.

BATTERSON, Leonard A.. *Raising venture capital and the entrepreneur*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

BATTINI, Pierre. *Capital-risque: les règles du jeu*. París: Les Éditions d'Organisation, 1987.

BAYLEY, P.T.. "Investment philosophies of two US-STYLE venture capital management companies in the UK". *Seminario sobre capital riesgo y segundo mercado bursátil*. Bolsa de Barcelona. Noviembre de 1984.

BELLOSO GARRIDO, Juan. "La banca oficial y la financiación por capital-riesgo". *La financiación capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 131-153.

BERGARECHE BUSQUET, Santiago. "La banca privada y la financiación por capital-riesgo". *La financiación capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 117-130.

BERGARECHE BUSQUET, Santiago. "Financiación de la innovación tecnológica". *Boletín de Estudios Económicos. Separata del Boletín*. Abril de 1984, vol. XXXIX, núm. 121, pág. 97-115.

BERGARECHE BUSQUET, Santiago. "El capital de riesgo: nueva modalidad financiera para las empresas con futuro". *Boletín Circulo de Empresarios*. Segundo trimestre de 1986, núm. 34, pág. 39-47.

BERGARECHE BUSQUET, Santiago. "Valoración de la nueva normativa sobre capital riesgo". *Suplemento sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española*, 1987, núm. 20, pág. 101-105.

BERGARECHE BUSQUET, Santiago. "Debate sobre capital-riesgo". *Conferencia Universidad Menéndez Pelayo*. Santander, 1988.

BERNOULLI, Daniel. "Exposition of a new theory on the measurement of risk". (Traducido de la versión de 1738 por el Dr. Sommer Louise). *Econometrica*. Enero de 1954, vol. 22, núm. 1, pág. 23-36.

BOLSA DE MADRID. "El segundo mercado bursátil, imprescindible para la promoción empresarial". *Bolsa de Madrid*. Diciembre de 1985, núm. 12, pág. 1-31.

BOLSAS DE BARCELONA Y VALENCIA. "Un marco para la formación de capital de riesgo". Ponencia presentada en la XII Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores bajo el título de *Análisis de las medidas tendentes a aumentar la inversión de riesgo y sus resultados*. Barcelona: Imprenta Juvenil, S.A., 1985.

BREALEY, Richard A.; STEWART, C. Myers. *Fundamentos de financiación empresarial*. Madrid: McGraw-Hill / Interamericana de España, S.A., 1995.

BUENO CAMPOS, Eduardo. "La pyme y la mejora de la competitividad". *Cinco Días*. 18-3-1993.

BYGRAVE, William D.. "Syndicated investments by venture capital firms: a networking perspective". *Journal of Business Venturing*, 1987, núm. 2, pág. 139-154.

BYGRAVE, William D.. "The structure of the investment networks of venture capital firms". *Journal of Business Venturing*, 1988, núm. 3, pág. 137-157.

BYGRAVE, William D.. *The portable MBA in entrepreneurship*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994.

BYGRAVE, William D.. "Tasas de rentabilidad del capital riesgo". En: BYGRAVE William D.; HAY, Michael; PEETERS Jos B.. *Realización del valor de las inversiones. Guía práctica de operaciones con los nuevos productos financieros*. Barcelona: Ediciones Folio, S.A., 1994, pág. 37-69.

BYGRAVE, William D.; TIMMONS, Jeffrey A.. *Venture capital at the crossroads*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 1992.

- CAMPBELL, T.; KRACAW, M.. "Information production, market signalling, and the theory of financial intermediation". *Journal of Finance*, 1980, núm. 35, pág. 863-882.
- CARBONELL, Joan. "El capital riesgo como sistema financiero de la nueva empresa". *Empresa y Sociedad*, 1989, núm. 7, pág. 47-48.
- CARBONELL, Joan. "La sociedad de capital riesgo. Sinergías y valor añadido de un nuevo socio en la empresa". *Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar*. Enero/febrero de 1998, núm. 8, pág. 36-42.
- CARMONA SANCIPRIANO, Antonio Miguel. *Economía e Innovación*. Madrid: Prensa y Ediciones Iberoamericanas, 1992.
- CARRASCOSA MORALES, Antonio. "Aspectos económicos y regulación de las entidades de capital riesgo en España". *Información Comercial Española*. Abril de 1993, núm. 716, pág. 77-87.
- CENTELLES ECHEVARRÍA, Enrique. "La actividad de capital riesgo («Venture Capital»): características y posibilidades en España". *Economía Industrial*. Mayo/junio de 1983, núm. 231, pág. 131-143.
- CENTELLES ECHEVARRÍA, Enrique. "La intervención de las sociedades de capital-riesgo en la empresa.". *Esic-Market*. Enero/marzo de 1985, núm.47, pág. 169-182.
- CENTELLES ECHEVARRÍA, Enrique. "Misión ayuda". *El País*. 31 de mayo de 1992, pág. 30/negocios.

CEOE. "Inversión en capital-riesgo: una necesidad urgente". *Informes y Estudios*. Diciembre/enero de 1986, núm. 38, pág. 17-26.

CEOE. "Capital riesgo: obstáculos legales y fiscales a su expansión". *Informes y Estudios*. Febrero/marzo de 1986, núm. 39, pág. 157-166.

CLAVER CORTES, Enrique; GOMEZ GRAS, José M^a. "Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil". *Actualidad Financiera*. Semana del 12 al 18 de enero de 1987, núm. 3, pág. 113-127.

CLEIFTIE, Christian. "Le venture capital : ses tendances en France". *La Revue Banque*. Julio/agosto de 1989, núm. 496, pág. 698-699.

CONSOR. *La gestión financiera de la empresa*. Barcelona: Editorial Hispano Europea, 1977.

COOMBS, C.H. "Portfolio theory and measurement of risk". En KAPLAN, M.J.; SCHWARTZ, S.. *Human Judgment and Decision Processes*. New York: Academic Press, 1975, pág. 63-85.

COOMBS, C. H.; HUANG, L.. "Tests of a portfolio theory of risk preference". *Journal of Experimental Psychology*, 1970, núm. 85, pág. 23-29.

CORTÉS, Leopoldo. "El negocio financiero de los 90". *Actualidad Económica*. 23 de diciembre de 1991, núm. 48, pág. 48-51.

CROISSIER BATISTA, Luís Carlos. "La promoción de nuevas empresas en el marco de la reconversión industrial". *La financiación capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 7-14.

CURTO DE LA MANO, José María. "Instrumentos fiscales y financieros al servicio de la reindustrialización. ¿Los préstamos participativos como modalidad de capital-riesgo?". *Esic-Market*. Enero/marzo de 1985, núm. 47, pág. 143-159.

CHAN, Y.. "On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information". *Journal of Finance*. Diciembre de 1983, núm. 38, pág. 1543-1568.

CHIAMPOU, Gregory F.; KALLET, Joel J.. "Risk / return profile of venture capital". *Journal of Business Venturing*, 1989, núm. 4, pág. 1-10.

DAUDÉ, Bernard. "Le capital risque: quel avenir?". *La Revue Banque*. Julio/agosto de 1989, núm. 496, pág. 703-708.

DIAZ TASCÓN, Vidal. "La fundamentación de las políticas de apoyo a las pequeñas y medianas empresas". *Economía Industrial*. Julio/Agosto de 1982, núm. 223-224, pág. 20-29.

DONGES, Juergen B.. "La revitalización de la economía a través de la creación de nuevas empresas". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 109-115.

DURBÁN, Salvador. *La empresa ante el riesgo. Su medida, su tratamiento*. Madrid: Ibérico Europea de Ediciones, S.A., 1989.

Economía Industrial. "Los fondos de pensiones, principal fuente financiera del capital riesgo en Estados Unidos". Noviembre/diciembre de 1983, núm. 234, pág. 24-28.

Economía Industrial. "La presidencia española contribuyó al relanzamiento del Eureka". Mayo/junio de 1987, núm. 255, pág. 23-26.

EHRlich, Sanford B.; DE NOBLE, Alex F.; WEAVER, Richard R.; MOORE, Tracy. "After the cash arrives: a comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms". *Journal of Business Venturing*, 1994, núm. 9, pág. 67-82.

ELANGO, B.; FRIED, Vance H.; HISRICH, Robert D.; POLONCHEK, Amy. "How venture capital firms differ". *Journal of Business Venturing*, 1995, núm. 10, pág. 157-179.

EMBID IRUJO, José Miguel. "Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Abril/junio de 1986, núm. 22, pág. 365-379.

ERNST&YOUNG/EVCA. *EVCA Yearbook 1995*. Belgium: Vanden Broele Int., 1995.

ESCAURIAZA IBAÑEZ, Luís. "La política del IMPI en la financiación de nuevas empresas con capital-riesgo". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 155-162.

FAUROUX, Roger. "Le capital risque et les pouvoirs publics". *La Revue Banque*. Julio/agosto de 1989, núm. 496, pág. 693-694.

FELDA HARDYMON, G.; NINO Mark J. de; SALTER Malcom S.. "La inversión de capital de riesgo y la diversificación". *Harvard-Deusto Business Review*. 4º trimestre de 1984, núm. 20, pág. 85-92.

FERNANDEZ SANCHEZ, Esteban. "La cooperación empresarial". *Información Comercial Española*. Mayo de 1991, núm. 693, pág. 25-38.

FLORNOY, Yves. "La problemática del mercado capital-riesgo en las bolsas de la CEE". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 37-42.

FRAILE, Ricardo L. "El capital riesgo, una opción con futuro para el presente". *Dirección y Progreso*, 1988, núm. 102, pág. 45-50.

Franquicias Hoy. "El capital riesgo se potenciará en la franquicia". Mayo de 1998, núm. 29, pág. 58-60.

GALBRAITH, John K. *El capitalismo americano. El concepto del poder compensador*. Barcelona: Ediciones Ariel, 4ª Edición, 1968.

GALLEGO ANGULO, Felipe. "Instrumentos financieros comunitarios de apoyo a las PYME". *Economía Industrial*. May/junio de 1990, núm. 273, pág. 69-79.

GARCÍA ECHEVARRÍA, Santiago. "Configuración del capital-riesgo en la economía española". *Esic-Market*. Enero/marzo de 1985, núm. 47, pág. 199-213.

GARCÍA ECHEVARRÍA, Santiago. "Capital-Riesgo para la empresa española". *Alta Dirección*, 1991, núm. 158, pág. 319-329.

GARCÍA MANDALONIZ, Marta. "Los nuevos mercados bursátiles fuente de financiación para las pymes". *Expansión*. 17 de abril de 1998.

GARCÍA-POZUELO BONALES, Manuel. "Significado y evolución de los instrumentos de promoción industrial: el capital riesgo". *Suplemento sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española*, 1987, núm. 20, pág. 21-44.

GARCÍA TABUENCA, Antonio. "Iniciativa PYME de desarrollo industrial". *Dirección y Progreso*, 1994, núm. 136, pág. 35-39.

GASPARI, Giorgio Aloisio de. "La experiencia de la bolsa de Milán en el mercado capital-riesgo". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 23-35.

GELINIER, O.. *Nueva dirección de la empresa personalista y competitiva*. Madrid: APD, 1980.

GIFFORD, Sharon. "Limited attention and the role of the venture capitalist". *Journal of Business Venturing*, 1997, núm. 12, pág. 459-482.

GIL ALUJA, Jaime. "Nuevas técnicas para la gestión de empresas". *Retos empresariales para 1998*. Barcelona: Escola Universitaria d'Estudis Empresarials, 1997, pág. 289-313.

GIL ALUJA, Jaime. *Invertir en la incertidumbre*. Madrid: Ediciones Pirámide, S.A., 1997.

GIL LAFUENTE, Ana María. *Fundamentos de análisis financiero*. Barcelona: Editorial Ariel Economía, 1993.

GIL LAFUENTE, Jaime. *Marketing para el milenio. Nuevas técnicas para la gestión comercial en la incertidumbre*. Madrid: Ediciones Pirámide, S.A., 1997.

GIMENO ANGUELU, Manuel. "Sociedades de capital riesgo. Régimen fiscal". *Actualidad Financiera*. Semana del 28 de agosto al 3 de septiembre de 1989, núm. 31, pág. 2069-2076.

- GÓMEZ, Jaime A. "Capital riesgo a medida de las pymes". *Nueva Empresa*. Octubre de 1991, núm. 358, pág. 30-38.
- GÓMEZ JIMÉNEZ, Enrique M.. "La nueva política para pyme española. Una aproximación a las tendencias comunitarias". *Papeles de Economía Española*, 1995, núm. 65, pág. 257-260.
- GÓMEZ-BEZARES, Fernando. *Gestión de carteras (Eficiencia, Teoría de Carteras; CAPM, APT)*. Bilbao: Editorial Desclee de Brouwer, S.A., 1993.
- GONZÁLEZ DE LA RIVERA, Daniel. "Las políticas industriales para las pme en España". *Economía Industrial*. Mayo/junio de 1993, núm. 291, pág. 77-88.
- GORMAN, Michael; SAHLMAN, William A.. "What do venture capitalists do?". *Journal of Business Venturing*, 1989, núm. 4, pág. 231-248.
- GÚRPIDE HUARTE, José Javier. "Sistema financiero e industrialización". *Esic-Market*. Enero/marzo de 1985, núm. 47, pág. 133-142.
- GURRIARÁN, Ramón. "El capital riesgo informal". *Ideas Empresariales*. Octubre de 1997, núm. 59, pág. 23-27.
- GUTIÉRREZ VIGUERA, Manuel. "El «Venture Capital»: particularidades y desarrollo". *Técnica Contable*. Noviembre de 1981, núm. 395, pág. 401-407.
- GUTIÉRREZ VIGUERA, Manuel. "La financiación de la innovación: estudio del capital-riesgo". *Actualidad Financiera*. Semana del 21 al 27 de diciembre de 1987, núm. 48, pág. 2357-2390.

HARDYMON, G. Felda; DE NINO, Mark J.; SALTER, Malcolm S.. "La inversión de capital de riesgo y la diversificación". *Harvard-Deusto Business Review*, 1984, núm 20, pág. 85-92.

HERNÁNDEZ LÓPEZ, Manuel. "La ingeniería financiera en la Comisión Económica Europea". *Dirección y Progreso*, 1988, núm. 102, pág. 67-72.

HIRSCHMAN, A.. *La estrategia del desarrollo económico*. México: Fondo de Cultura Económica, 1961.

HUNTSMAN, B; HOBAN, J.P.. "Investment in new enterprise: Some empirical observations on risk, return, and market structure". *Financial Management*, 1980, núm. 9, pág. 44-51.

ICO. *Capital Riesgo. Concepto y Evolución. La actividad del ICO en Capital Riesgo: AXIS*. Madrid: ICO. Agencia Financiera del Estado & Banco de Desarrollo, 1995. (Colección: Cuadernos ICO).

IGLESIAS PRADA, Juan Luís. "Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo". *Revista de Derecho Mercantil*, 1989, núm. 191, pág. 45-66.

IMPI. *Captación de Capital-Riesgo por la PYME. Guía para la elaboración de proyectos empresariales*. Madrid: Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial, 1987. (Colección: Estudios).

IMPI. *El Capital Riesgo en España. 1994-1995*. Madrid: Centro de Publicaciones Ministerio de Industria y Energía, 1995. (Colección: Estudios).

IMPI. *Informe Anual. La pequeña y mediana empresa en España. 1995*. Madrid: Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial, 1995. (Colección: Estudios).

IMPI. *La Inversión en capital de las PYME en España. 1995*. Madrid: Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial, 1996. (Colección: Estudios).

IVÁÑEZ, José María. "Las políticas de financiación de la pme en España". *Economía Industrial*. Marzo/abril de 1992, núm. 284, pág. 107-117.

JALLAS, Michel. "La evolución de los dispositivos de financiación en fondos propios de las nuevas empresas en Francia". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 49-56.

JOHNSON, Franklin Pitcher. "Los jóvenes empresarios y el capital riesgo". *Horizonte Empresarial*. Enero de 1985, pág. 13-16.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. "Prospect theory: An anlysis of decision under risk". *Econometrica*. Marzo de 1979, vol. 47, núm. 2, pág. 263-291.

KAUFMANN, Arnold; GIL ALUJA, Jaime. *Las Matemáticas del azar y de la incertidumbre*. Madrid: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 1990.

KAUFMANN, Arnold; GIL ALUJA, Jaime. *Técnicas de gestión de empresa. Previsiones, decisiones y estrategias*. Madrid: Ediciones Pirámide, S.A., 1992.

KAUFMANN, Arnold; GIL ALUJA, Jaime. *Técnicas especiales para la gestión de expertos*. Vigo: Editorial Milladoiro, 1993.

KAUFMANN, Arnold; GIL ALUJA, Jaime; GIL LAFUENTE, Ana María. *La creatividad en la gestión de las empresas*. Madrid: Ediciones Pirámide, S.A., 1994.

KAUFMANN, Arnold; GIL ALUJA, Jaime; TERCEÑO, Antoni. *Matemática para la economía y la gestión de empresas*. Barcelona: Ediciones Foro Científico, S.L., 1994.

KELLER REBELLÓN, Rodrigo. "Política del Instituto Nacional de Industria para la creación de nuevas empresas. Posibilidades de creación de empresas en España". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 175-182.

KPMG/EVCA. *Venture Capital in Europe 1991. EVCA Yearbook*. London: Peat Marwick McLintock, 1991.

KPMG/EVCA. *1997 Yearbook*. Belgium: Vanden Broele Int., 1997.

LACHMANN, Jean. "Capital-*risque* et seed money regional. Première partie". *La Revue Banque*. Mayo de 1990, núm. 505, pág. 454-462.

LACHMANN, Jean. "Capital-*risque* et seed money regional. Deuxième partie". *La Revue Banque*. Junio de 1990, núm. 506, pág. 599-604.

LACHMANN, Jean. *Le Seed Capital: une Nouvelle Forme de Capital-Risque*. Paris: Ed. Economica, 1992.

LAUROBA PÉREZ, Anna. "Las sociedades capital-riesgo y la gestión empresarial". Ponencia presentada en el *I Congreso Europeo y VI Congreso Nacional de AEDEM*, Huelva, 1992.

La Gaceta de los Negocios. "España es una PYME". 2 de julio de 1993, núm. 1302, pág. 1-39.

LATTÈS, Robert. "Qui a peur du venture capital?". *La Revue Banque*. Julio/agosto de 1989, núm. 496, pág. 699-703.

LELAND, H.; PYLE, D.. "Information assymetries, financial structure, and financial intermediation". *Journal of Finance*. Mayo de 1977, núm. 32, pág. 371-387.

LEVY, H.. "Equilibrium in an imperfect market: a constraint on the number of securities in a portfolio". *American Economic Review*, 1978, núm. 68, pág. 643-658.

LEVY, H.. "Possible explanation of no-synergy merger and small firm effect by the generalized portfolio". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1991, núm.1, pág. 101-128.

LINDSEY, Jennifer. *Start-Up Money. Raise what you need for your small Business*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1989.

LÓPEZ-PINTO RUIZ, Victoriano. "Política de las sociedades de desarrollo industrial (SODIS) en la financiación de nuevas empresas". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 169-173.

LÓPEZ-PINTO RUIZ, Victoriano. "Las sociedades de capital riesgo, como apoyo a la creación de empresas". *Dirección y Progreso*, 1987, núm. 93, pág. 7-8.

LUNA SOTORRÍO, Ladislao. "Respuestas organizativas efectivas ante la innovación". *Alta Dirección*. Mayo/junio de 1997, núm. 193, pág. 17-23.

LLORENS URRUTIA, Juan Luís, "Nuevos instrumentos financieros para la pme". *Economía Industrial*. Marzo/abril de 1992, núm. 284, pág. 85-98.

MACMILLAN, Ian C.; KULOW, David M.; KHOYLIAN, Roubina. "Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance". *Journal of Business Venturing*, 1988, núm. 4, pág. 27-47.

MANRIQUE, Juliana. "Realidad del Buy out en España". *Nueva Empresa*. Octubre de 1997, núm. 424, pág. 28-33.

MARKOWITZ, Harry. "Portfolio Selection". *Journal of Finance*. Marzo de 1952, núm. 7, pág. 77-91.

MARMOLEJO OÑA, Cristóbal. "El capital riesgo en Estados Unidos y Europa". *Suplemento sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española*, 1987, núm. 20, pág. 63-100.

MAROTO ACÍN, Juan Antonio. "El capital riesgo y la financiación empresarial". *Alta Dirección*, 1993, núm. 167, pág. 53-62.

MARQUÉS, Joaquín. "El capital-riesgo en España se plantea un futuro brillante". *Cataluña Económica*. Septiembre de 1996, pág. 58-63

MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo ("venture capital"): un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados*. Tesis Doctoral. Madrid, 1987.

MARTÍ PELLÓN, José. "Apéndice gráfico y bibliográfico sobre los mercados de capital riesgo". *Suplemento sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española*, 1987, núm. 20, pág. 106-129.

MARTÍ PELLÓN, José. "La financiación mediante capital riesgo". *Revista de Economía y Empresa*, 1987, núm. 7, pág. 11-30.

MARTÍ PELLÓN, José. "El capital riesgo y la actividad empresarial". *Horizonte Empresarial*. Octubre de 1988, pág. 40-43.

MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Riesgo en España. 1990*. Madrid: Bok, S.A., 1991.

MARTÍ PELLÓN, José. "Posibilidades de diversificación de las carteras de las sociedades y fondos de capital riesgo que actúan en España". *Actualidad Financiera*. Semana del 9 al 15 de diciembre de 1991, núm. 46, pág. 777-790.

MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Riesgo en España. 1993*. Madrid: Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial, 1993.

MARTÍ PELLÓN, José. "La capitalización de PMES mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España". *Economía Industrial*. Noviembre/diciembre de 1993, núm. 294, pág. 93-110.

MARTÍ PELLÓN, José. "El capital riesgo y las pequeñas y medianas empresas". *Papeles de Economía Española*, 1995, núm. 65, pág. 252-256.

MARTÍ PELLÓN, José. "Capital riesgo: una denominación equivocada". *Boletín de Estudios Económicos*. Diciembre de 1995, vol. L, núm. 156, pág. 469-485.

MARTÍ PELLÓN, José. *El capital inversión en España, 1996 (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*. Madrid: Editorial Civitas, S.A., 1997. (Estudios y Monografías).

MARTÍN ACEBES, Ana. "El apoyo financiero del ICO a las pymes". *Dirección y Progreso*, 1993, núm. 130, pág. 31-32.

MARTÍN MENDOZA, José Luis. *El Capital-Riesgo. Un sistema innovador de financiación*. Barcelona: Ediciones Fausí, S.A., 1988.

MARTÍN MENDOZA, José Luis. "El capital riesgo quiere garantías". *Expansión*. 27 de mayo de 1992, pág. 44.

MARTÍN RODRÍGUEZ, Manuel. "El sistema financiero y la financiación de las pyme". *Papeles de Economía Española*, 1995, núm. 65, pág. 235-240.

MARTOS, Josep Àngel. "Gestió financera, la gran oblidada". *Tecno 2000*, 1992, núm.50, pág. 24-28.

MATO, Gonzalo. "Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales". *Economía Industrial*. Marzo/abril de 1990, núm. 272, pág. 107-114.

MEDINA FERNANDEZ, Enrique. "Consideraciones y aspectos legales del capital-riesgo en España". *Economía Industrial*. Marzo/abril de 1988, núm. 260, pág. 113-121.

MERTON, R.. "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information". *Journal of Finance*. Julio de 1987, núm. 42, pág. 483-510.

MONTERO, Fermín; BÁRCENAS, M^a. Luisa. "Apoyo del IMPI a las pequeñas y medianas empresas". *Boletín Económico del ICE*. Del 7 al 13 de octubre de 1996, núm. 2517, pág. 65-71.

MORERA ASIAIN, Ramón. "Inversores en capital para nuevos proyectos. Cómo incorporar un socio financiero". *Iniciativa Emprendedora*. Mayo/junio de 1997, núm. 4, pág. 12-16.

MORERA ASIAIN, Ramón, "El asesoramiento para la reestructuración del capital (ARC). Hacia un verdadero mercado de capitales para pequeñas y medianas empresas". *Iniciativa Emprendedora*. Noviembre/diciembre de 1997, núm. 7, pág.16-24.

MUÑIZ, Miguel. "Financiación empresarial: el caso de las PYME". *Dirección y Progreso*, 1994, núm. 136, pág. 9-12.

MUÑOZ ADÁNEZ, Alfredo. *Métodos creativos para organizaciones*. Madrid: Ediciones Eudema Psicología, 1994.

NORTON, Edgar; TENENBAUM, Bernard H.. "Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy". *Journal of Business Venturing*, 1993, núm. 8, pág. 431-442.

NOUVELLET, Dominique. "Le capital risque, un métier qui tarde a redevenir majeur". *La Revue Banque*. Julio/agosto de 1989, núm. 496, pág. 694-696.

NUENO, Pedro. "La formación en el campo de la pequeña y mediana empresa (PYME)". *Economía Industrial*. Julio/agosto de 1982, núm. 223-224, pág. 30-44.

NUENO, Pedro; TORNABELL, Robert; OLSON, Kristine. "El sueño del capital-riesgo". *Mercado*. Junio de 1987, núm. 299, pág. 49-55.

NUÑEZ-LAGOS, José Manuel. "Función del mercado bursátil en las inversiones capital-riesgo". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 15-22.

O'HARA, Patrick D.. *El plan empresarial integral. Cómo prepararlo, redactarlo y revisarlo*. Bilbao: Ediciones Deusto, S.A., 1994.

ONIANS, Richard. "Las operaciones de capital-riesgo como herramienta estratégica de la empresa". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 183-195.

OYARZÁBAL, Miguel. "Venture-Capital: Una oportunidad para el empresario innovador". *Esic-Market*. Enero/marzo de 1985, núm. 47, pág. 161-168.

PANIZO, Fernando; RAMÍREZ, Raquel. "Las SODI como instrumento de la promoción empresarial". *Papeles de Economía Española*, 1988, núm. 35, pág. 235-250.

PATRONAT CATALÀ PRO EUROPA. *Els Préstecs del Banc Europeu d'Inversions*. Barcelona: Patronat Català Pro Europa, 1994.

PAVÓN MOROTE, Julián. "Transferencia de tecnología y sectores de futuro para pequeñas y medianas empresas". *La financiación Capital-Riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Conferencia organizada por la Bolsa de Comercio de Madrid, Banco de Vizcaya e Instituto de Empresa en Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, pág. 77-81.

PEETERS, Jos B.. "Un mercado europeo para las compañías emprendedoras". En: BYGRAVE William D.; HAY, Michael; PEETERS Jos B.. *Realización del valor de las inversiones. Guía práctica de operaciones con los nuevos productos financieros*. Barcelona: Ediciones Folio, S.A., 1994, pág. 265-299.