
Intermediarios financieros no bancarios de apoyo a la PYME en Andalucía. Entidades de capital riesgo y sociedades de garantía recíproca.

Francisco ALCALÁ OLID

Introducción.

La importancia que la pequeña y mediana empresa¹ (en adelante, PYME) ostenta en el sistema productivo español en su conjunto, queda puesta de manifiesto por el hecho de que agrupa a más del 99 por 100 del total de las empresas existentes, proporciona puestos de trabajo a más del 60 por 100 de la población ocupada en la industria, realiza más del 64 por 100 de las ventas y más del 40 por 100 tanto de las exportaciones como de las importaciones nacionales (IMPI, 1994). Cifras éstas que adquieren una mayor trascendencia si nos referimos a la economía andaluza. Este peso relativo de las compañías de la citada dimensión es el que justifica que existan instrumentos financieros especialmente diseñados para los mismos.

Ahora bien, estas empresas necesitan fondos para llevar a cabo las inversiones que requiere el desarrollo de su actividad, y es ahí donde surge uno de los principales problemas a que se enfrentan estas compañías: la obtención de recursos financieros. Dada su escasa dimensión y su reducido nivel de autofinanciación (aunque creciente en los últimos años) el sistema crediticio supone el origen de fondos más utilizado por las mismas (Casilda, 1992a; pg. 2.613). Esta dependencia del crédito –básicamente a corto plazo– provoca que su

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

Esta situación, que también se produce en el resto de países de la Unión Europea, es la que ha propiciado que la Comisión Europea haya tomado iniciativas de apoyo a las PYMES por su trascendencia en el crecimiento económico y en la generación de empleo.

En este contexto, en el informe de la Comisión COM (94) 435 final, se ponen de manifiesto las recomendaciones destinadas a contribuir a una cooperación más eficaz entre las entidades financieras y las PYMES de la Unión. Estas observaciones surgen a raíz de la constitución, en 1993, de la Mesa Redonda de Altas Personalidades del sector bancario, cuyo objetivo consistía en poner en marcha un proceso de reflexión sobre las dificultades financieras específicas de las empresas de esta dimensión y las soluciones que podrían adoptar las entidades financieras, con un espíritu de eficacia económica y de cooperación con las PYMES.

Dentro del marco de apoyo comunitario a la financiación de la PYME se contemplan diversos escenarios de actuación con respecto al crédito bancario (desarrollo de las Sociedades de Garantía Recíproca, instrumentos del Banco Europeo de Inversiones y los

1. Siguiendo la definición que da la Cuarta Directiva de Sociedades, dentro de este ámbito se incluyen las empresas cuyo activo neto es inferior a 450 millones de pesetas, su volumen de ventas no sobrepasa los 1.750 millones y tienen un máximo de 250 trabajadores.

Fondos Estructurales), en relación a los fondos propios (mejora del entorno fiscal de las PYMES), creación de un mercado de capitales para las mismas, potenciación del capital riesgo y el papel que ha de desempeñar el Fondo Europeo de Inversiones), y también se establecen otras recomendaciones relativas a los plazos de pago de estas empresas y a su capacidad para afrontarlas.

En este trabajo, vamos a centrarnos en el estudio de dos tipos de intermediarios financieros no bancarios que son destacados por este informe como herramientas de notable trascendencia para el desarrollo y el impulso de la PYME tanto por la vía de la mejora de la dotación de capitales propios, como por la del fomento de la financiación bancaria, esto es, las entidades de capital riesgo y las sociedades de garantía recíproca, respectivamente.

1. El capital riesgo en la comunidad autónoma andaluza.²

La actividad de capital riesgo en sentido estricto³ comenzó su andadura en Andalucía en 1988 cuando se constituyó la sociedad SEVILLA'93. Esta entidad, que supone el punto de arranque del *venture capital* desde la iniciativa privada, se creó con el objeto de impulsar el nacimiento de nuevas empresas. De hecho, si en cualquier área geográfica la presencia de una entidad de capital riesgo supone un factor de dinamización, en Andalucía esta trascendencia es aún mayor como consecuencia de la fragilidad y escasa solidez de que goza su tejido industrial. Estos presupuestos (creación de nuevas empresas y dinamización económica) llevaron a

que en abril de 1988, con el Mercado Único de 1993 como horizonte y con la Exposición Universal como punto de apoyo, un grupo de empresas sevillanas, respaldadas por la Sociedad Estatal Expo'92 y otras esferas del sector público, sumaran sus fuerzas para crear SEVILLA'93.

A partir de estas fechas y propiciadas, bien por el sector público, bien por el privado, se han ido constituyendo en Andalucía otras sociedades de capital riesgo (véase cuadro 1) con criterios similares a los de SEVILLA'93 con el principal objetivo de promover la iniciativa empresarial a través de participaciones temporales y minoritarias en su capital social, si bien en algunas ocasiones han utilizado otros instrumentos financieros como pueden ser los préstamos o los avales.

Así, en 1989, se constituyeron dos nuevas entidades en Andalucía, INVERSIONES PROGRANADA (ubicada en Granada) y M-CAPITAL (en Málaga), con unas aportaciones iniciales de 200 y 164 millones de pesetas, respectivamente. Los principales accionistas de estos intermediarios eran de carácter privado, en el primer caso este papel lo desempeñaban las entidades financieras y, en el segundo, un grupo de empresas constructoras privadas. Cabría matizar que M-CAPITAL es la única entidad cuyo capital social es 100 por 100 privado, si bien no fue configurada como una sociedad de capital riesgo en sentido estricto⁴, sino que era una sociedad de fomento empresarial.

En 1990, se crea FOMENTO DE INICIATIVAS CORDOBESAS (FICOR, en Córdoba) con unos recursos iniciales de 411 millones de pesetas. Siendo en este caso, el principal aportante de fondos a la entidad, el sector público (considerando conjuntamente tanto el

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

3. Ya que con anterioridad se había creado la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Andalucía (SODIAN), que efectúa algunas de sus inversiones mediante operaciones típicas de capital riesgo y su objeto social era similar al de las entidades que aquí tratamos, pero su actividad no se aborda en este trabajo por ser, básicamente, un instrumento público para propiciar el desarrollo regional más que una verdadera entidad de capital riesgo.

4. Ya que no se ajustaba a la normativa específica sobre capital riesgo en España, es decir, al Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, y sus posteriores modificaciones legislativas.

Cuadro 1. Algunos datos relevantes de las entidades de capital riesgo andaluzas.

ENTIDAD	Año Constitución (1)	Capital Social (2)(3)	Inversiones Efectuadas (3)	Volumen de Inversión (2)(3)	Principal Inversor
Sevilla'93	1988	812.000	41	373.335	Empresas privadas
Inversiones					
Progranada	1989	562.500	14	279.754	Entidades financieras
M-Capital	1989	477.500	s.d.	s.d.	Empresas privadas
Fomento de Iniciativas					
Cordobesas	1990	826.218	8	567.595	Sector público
Inverjaén	1993	528.000	0	0	Sector público
Iniciativas Económicas					
de Almería	1993	283.000	0	0	Sector público
Sociedad para el					
Fomento de Inversiones					
en Huelva	1993	302.000	0	0	Sector público

(1) Fecha desembolso de los capitales.

(2) En miles de pesetas corrientes.

(3) A 31 de diciembre de 1993.

Fuente: Elaboración propia.

estatal como el autonómico y local) con una participación de algo más del 56 por 100 del capital social. Posteriormente, en 1992 se constituye INVERJAÉN (en Jaén) e INICIATIVAS ECONÓMICAS DE ALMERÍA, si bien se considera que su aportación al sector no se produce hasta el ejercicio siguiente puesto que es cuando se produce el desembolso efectivo de los capitales. En ambas el sector público se constituye como el principal aportante de fondos, con un 54 y un 75 por 100, respectivamente. No obstante, hay que matizar que en el caso de INVERJAÉN, las Corporaciones Locales (Diputación Provincial y 15 Ayuntamientos de la provincia) juegan un destacado protagonismo al aportar casi el 30 por 100 del capital social inicial. De igual modo, el peso relativo de las Cajas de Ahorros es muy superior en la entidad ubicada en Jaén (40 por 100 del capital social) al que dichos inversores inyectan en INICIATIVAS ECONÓMICAS DE ALMERÍA (algo más del 12 por 100). Finalmente, en 1993, se crea la SOCIEDAD PARA EL FOMENTO DE INVERSIONES EN HUELVA (SOFINSA), con unos recursos iniciales de 302 millones de pesetas, que son aportados de forma mayoritaria por el sector público (más del 66 por 100 de los capitales iniciales) y por las entidades financieras (22 por 100). La última entidad de capital riesgo que se ha creado es APUES-

TA POR EL SUR (con domicilio social en Cádiz), si bien los capitales no se han desembolsado hasta 1994.

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

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

cual es lógico si tenemos en cuenta que esta actividad en sus comienzos ha necesitado en casi todos los países de un primer impulso proveniente de dicho sector.

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

2. Los nuevos recursos captados por el capital riesgo andaluz

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

Tras la creación de SEVILLA'93, la constitución de INVERSIONES PROGRAMADA y M-CAPITAL provocó que en 1989 se captaran más de 350 millones de pesetas por parte del sector. No obstante, también hay que señalar que las ampliaciones de capital de SEVILLA'93 permitieron que su aportación a la actividad en 1989 casi llegara a equiparar los recursos con los que inicialmente contaban las entidades más recientemente creadas. Todo ello permitió atraer una nueva inyección de recursos por un valor superior a los 700 millones de pesetas, lo que implicó un crecimiento de dicha magnitud del 190 por 100 con relación al ejercicio precedente. Crecimiento éste muy superior al que en dichas fechas se produjo a nivel nacional en el sector del capital riesgo que sólo alcanzó una tasa del 30 por 100.

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

vos capitales atraídos por el capital riesgo en nuestra comunidad autónoma.

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

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

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

Conviene señalar el hecho de que el 64 por 100 de dichos fondos (1.119 millones de pesetas) proceden de

las tres nuevas sociedades de capital riesgo constituidas en Andalucía en dicho año (INVERJAÉN con 528 millones, INICIATIVAS ECONÓMICAS DE ALMERÍA con 283 y SOFINSA con 302). Igualmente hay que destacar que aunque no se hubiera producido la constitución de dichas entidades se habría alcanzado un buen nivel de fondos (600 millones de pesetas), tan sólo algo inferior a los máximos alcanzados en 1989 y 1990.

Dado que en estos años la variable de nuevos recursos captados ha estado condicionada, por una parte, por la creación de nuevos intermediarios y, por otra, por la situación de recesión que ha afectado a toda la economía, quizá habría que esperar el transcurso de algunos ejercicios más para poder analizar la situación de este sector con relación a su estado de consolidación o crecimiento. El hecho de que se haya creado una entidad de capital riesgo en cada provincia andaluza (con la creación de APUESTA POR EL SUR, ubicada en Cádiz) nos lleva a pensar que en el futuro más inmediato el crecimiento de los nuevos recursos captados va a estar condicionado por las ampliaciones de capi-

tal que puedan efectuar los intermediarios ya existentes (ya que consideramos improbable la creación de una segunda entidad de capital riesgo en la mayoría de las provincias andaluzas), lo que a su vez dependerá de los resultados que los inversores vayan obteniendo a través de las operaciones que ya se han llevado a cabo. Si además tenemos en cuenta que el número de desinversiones es aún muy reducido y que la mayoría de las inversiones efectuadas tienen dos o tres años de antigüedad, la situación se torna más compleja porque los aportantes de fondos al capital riesgo andaluz todavía no han recuperado sus ahorros y, consecuentemente, ninguna plusvalía que les permita tener un sólido punto de apoyo para tomar la decisión de incrementar su participación en un sector como es el del capital riesgo.

Para profundizar un poco más en el análisis de los nuevos recursos captados anualmente por el sector, convendría estudiar la estructura de los mismos en función de la naturaleza del inversor que los aporta, de su origen geográfico y de la antigüedad del operador (ver cuadro 2).

Cuadro 2. Procedencia de los nuevos recursos captados por el sector del capital riesgo en Andalucía (1988-1993). (En miles de pesetas corrientes).

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
A.- Antigüedad del operador						
De nueva creación	245.000	363.604	421.062	0	0	1.119.440
Ya existente	0	346.625	286.119	252.368	59.819	622.074
Recursos captados en el año	245.000	710.229	707.181	252.368	59.819	1.741.514
B. Por tipo de inversor						
Entidades no financieras privadas	125.000	225.000	165.500	63.500	0	109.850
Sector Público	40.000	87.500	287.500	164.000	25.000	939.653
Bancos	20.000	182.500	195.500	0	62.500	503.715
Otros	60.000	209.000	25.000	0	0	313.500
Beneficios no distribuidos	0	6.229	33.631	24.868	(27.681)	(125.204)
Recursos captados en el año	245.000	710.229	707.181	252.368	59.819	1.741.514
C. Por país de procedencia						
Nacional	245.000	710.229	607.131	252.368	59.819	1.741.514
Otros países europeos	0	0	100.050	0	0	0
Países no europeos	0	0	0	0	0	0
Recursos captados en el año	245.000	710.229	707.181	252.368	59.819	1.741.514

Fuente: Elaboración propia.

Por tipo de inversor podemos indicar que, como media del período, el aportante más destacado es el sector público (considerado de forma conjunta el estatal, autonómico y local), cuya inyección al capital riesgo en Andalucía ha supuesto un 41,54 por 100 del total de nuevos recursos captados. Este mayor peso relativo en la captación anual de nuevos fondos viene justificado por el hecho de que este sector adquiere un mayor protagonismo en el comienzo del desarrollo de este tipo de actividad financiera. Junto al IMPI y el IFA también han contribuido de forma notable al capital social de dichas entidades las Corporaciones Locales (Ayuntamiento y Diputaciones) de las provincias en que se ubicaban las mismas. No obstante, se espera que esta situación de primacía se pierda en favor del sector privado en la medida en que esta actividad alcance un mayor desarrollo y sea cada vez más atractiva para la canalización del ahorro privado hacia inversiones productivas que permitan dinamizar la PYME andaluza.

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

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

El análisis de la procedencia geográfica de los fondos pone de manifiesto que la práctica totalidad de los mismos tiene su origen en el mercado nacional. Tan sólo en 1990 se produjo una aportación procedente de Europa, por un importe de 100 millones de pesetas, cuyo objetivo era participar de forma conjunta en un proyecto de inversión de una de las entidades de capital riesgo

andaluzas, para lo que suscribió una parte del capital social de dicho intermediario. Hecho éste que lo diferencia del sector español en su conjunto en el que la aportación de los inversores extranjeros había sido la más destacada hasta 1993, año en el que a consecuencia de la incertidumbre y la notable provisión de fondos efectuada por el sector público español, ha perdido su liderazgo en esta variable.

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

3. Análisis de la inversión suscrita por los operadores andaluces.

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

Con referencia al primer aspecto debemos señalar que mientras que la evolución de los nuevos recursos captados no ha sido creciente a lo largo de todo el período, los montantes destinados a inversión sí han seguido una pauta de crecimiento continuada (con la excepción de 1993) en todos los ejercicios y, en algunos, de forma espectacular. Ello es lógico si tenemos en cuenta que, a pesar de que la tasa de crecimiento de los nuevos fondos captados no es siempre positiva, los capitales totales en gestión sí crecen anualmente y, consecuentemente con ello los fondos disponibles para llevar a cabo las operaciones de inversión. En relación con el segundo aspecto, hemos de indicar que existe un fuerte *gap* entre recursos disponibles y fondos aplicados, es más en la mayoría de ejercicios analizados los nuevos recursos captados han superado ampliamente a las cantidades invertidas, con la excepción de 1991 y 1992, años éstos en los que, precisamente, hubo una menor afluencia de fondos a la actividad como conse-

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

La determinación de cuál es el porcentaje óptimo de recursos disponibles que han de aplicarse a inversiones es un problema sumamente complejo. La dificultad del mismo radica en varios aspectos que han de ser sopesados por la entidad de capital riesgo a la hora de decidir su participación en una PYME que demanda financiación para acometer un proyecto de inversión concreto. En primer lugar, hemos de tener en cuenta que los recursos de que dispone una entidad de capital riesgo son, en principio, limitados. Normalmente, una sociedad de capital riesgo no recurrirá al endeudamiento para acometer una inversión específica ya que ello le supondría incrementar el riesgo que de por sí conlleva la actividad de *venture capital* mediante el compromiso de hacer frente a un nominal y unos intereses para financiar un proyecto que, aunque se espera que sea viable y que reporte elevadas plusvalías, puede acabar en fracaso. Un segundo aspecto lo constituye el hecho de que la entidad inversora ha de atender a sus propios gastos de funcionamiento, por lo que habrá de reservar una parte de sus recursos con este fin, sobre todo al comienzo de su actividad y hasta que no se produzcan las primeras desinversiones que supongan la inyección (vía recuperación de lo invertido y de sus correspondientes ganancias de capital) de nuevos fondos. En tercer lugar, estos intermediarios habrán de reservar una parte de sus capitales en gestión para afrontar nuevas oportunidades de inversión que resulten de su interés y que no se vean limitadas, en cierta medida, por la escasez de recursos disponibles al haberse destinado los mismos hacia otras operaciones⁵. En cuarto lugar,

habrán de prever que determinadas inversiones pueden requerir más de un desembolso de recursos mientras dure la relación con la participada (esto es, inversiones en segunda o sucesivas rondas que en la terminología anglosajona se denomina *follow-on investments*) y, por tanto, habrán de disponer de un excedente que no les obligue a recurrir a la financiación ajena. Y, en último lugar, puede suceder que algunas sociedades de capital riesgo decidan repartir dividendos con cargo a los beneficios del ejercicio, lo que supondrá una detracción adicional de los capitales que gestiona.

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

Tras lo expuesto, convendría pasar a analizar de qué forma y hacia dónde se han dirigido las operaciones de inversión del capital riesgo andaluz. Para ello vamos a centrarnos en varios aspectos como son: empresa destinataria, fase de desarrollo, sindicación, destino geográfico, sectores productivos a los que se dirigen las

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

inversiones y tamaño de la financiada en función del número de trabajadores.

Con relación al primer aspecto –tipo de empresa destinataria de la inversión– hay que distinguir entre si la operación se dirigió hacia una empresa que era financiada por vez primera por la entidad de capital riesgo (nuevas empresas participadas o *new investments*), o si suponía una nueva aportación a una compañía que ya había recibido fondos del operador (empresas ya participadas o en cartera o *follow-on investments*). En este sentido, debemos señalar que, tal y como se observa en el cuadro 3, la tendencia del capital riesgo andaluz es invertir preferentemente en empresas que no formaban parte de la cartera de participadas. En concreto, de los más de 1.200 millones de pesetas invertidos por el sector en el sexenio de análisis, el 65 por 100 de los mismos (800 millones) se ha destinado a nuevas participadas, lo que pone de manifiesto que el sector de nuestra comunidad autónoma se está dirigiendo a diversificar sus operaciones de inversión en empresas nuevas, si bien destina una notable cantidad de recursos a reforzar las operaciones realizadas en ejercicios anteriores. Esto nos permite afirmar que el capital riesgo andaluz se está dirigiendo a diversificar su riesgo contribuyendo con la ampliación de su ámbito de actuación a la dinamización de un número cada vez mayor de empresas en Andalucía.

Si analizamos la fase de desarrollo en que se encontraba la empresa cuando se adquirió la participación por parte de la entidad de capital riesgo, podemos indicar que el total de fondos invertidos (ver cuadro 3) se ha dirigido hacia aquellas etapas que se identifican con los tres estadios menos avanzados en el desarrollo de una empresa⁶. En concreto, la que mayor volumen ha acumulado ha sido la etapa de crecimiento o *expansion* (43,54 por 100 del total de inversiones), seguida muy de cerca por la de arranque o *start-up* (41,99 por 100) y, el último lugar lo ocupa la de semilla o *seed* (14,47 por 100), el resto de etapas no han recibido inversión alguna en el período analizado. Ello puede llevarnos a señalar que se está produciendo un cierto giro en la actividad de capital riesgo hacia inversiones menos

arriesgadas (etapa de crecimiento o de ulterior desarrollo) tal y como sucede a nivel nacional, si bien en este ámbito este cambio de orientación es aún más patente. Junto al menor riesgo en que se suele incurrir en una empresa que ya tiene una cierta experiencia en el mercado, también influye en esta transformación el hecho de que la legislación sobre capital riesgo actualmente en vigor, prima la desinversión entre los años 3 y 6 desde que se adquirió la participación, lo que lleva a que se abandonen operaciones que requieren un mayor espacio temporal para su madurez como suelen ser las empresas que se encuentran en los primeros estadios de su desarrollo.

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

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

Por sectores productivos (véase cuadro 4), la inversión se dirige, fundamentalmente, hacia las actividades de

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

Cuadro 3. Desglose de la inversión anual suscrita en Andalucía (1988-1993). (En miles de pesetas corrientes).

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
A.- Por empresa destinataria						
Nuevas empresas	10.500	67.600	51.250	293.149	232.000	144.610
Empresas ya financiadas	0	36.300	60.800	64.500	231.175	28.800
Inversión del año	10.500	103.900	112.050	357.649	463.175	173.410
Total desinversiones						3.134
B.- Por fase de desarrollo						
Semilla (Seed)	10.500	27.040	12.000	34.004	6.000	87.110
Arranque (Start-up)	0	40.560	39.250	219.145	197.500	16.000
Crecimiento (Expansión)	0	36.300	60.800	104.500	259.675	70.300
Inversión del año	10.500	103.900	112.050	357.649	463.175	173.410
C.- Sindicada/No sindicada						
No sindicadas	10.500	53.900	107.050	357.649	430.675	173.410
Sindicación nacional	0	0	5.000	0	32.500	0
Sindicación internacional	0	50.000	0	0	0	0
Inversión del año	10.500	103.900	112.050	357.649	463.175	173.410
D.- Destino inversión						
Nacional	10.500	53.900	112.050	357.649	463.175	173.410
Otros países europeos	0	50.000	0	0	0	0
Países no europeos	0	0	0	0	0	0
Inversión del año	10.500	103.900	112.050	357.649	463.175	173.410

Fuente: Elaboración propia.

construcción (19,70 por 100), productos y servicios industriales (19,50 por 100), agricultura, ganadería y pesca (18,19 por 100) y otros servicios (16,81 por 100), sectores éstos que acaparan el 74 por 100 de los recursos invertidos. Aún nos parece pronto para poder efectuar alguna afirmación lo suficientemente contrastada sobre las preferencias sectoriales del capital riesgo en Andalucía. Si tenemos en cuenta el escaso número de operaciones llevadas a cabo hasta el momento (una media de 10 al año) y la amplitud de sectores en los que se diversifican las mismas, resulta difícil afirmar taxativamente hacia qué sector se dirige la inversión puesto que aunque la rama de otros servicios ha recogido hasta la actualidad el 38 por 100 de las operaciones, las actividades englobadas en la misma son muy distintas.

Un último aspecto que queremos destacar dentro del capítulo de la inversión suscrita, es el relativo a la dis-

tribución de la misma en función del tamaño de la empresa participada (ver cuadro 4). En este contexto, hemos de manifestar que no se ha efectuado ninguna inversión en empresas con más de 200 trabajadores. Concretamente, el volumen de recursos destinado a firmas que tienen menos de 10 trabajadores (44,39 por 100 del total) y a aquellas que sitúan dicha cifra entre 10 y 19 (16,16 por 100) supone más del 60 por 100 de la inversión suscrita por el capital riesgo andaluz. Este dato nos permite señalar que el capital riesgo andaluz se está dirigiendo, fundamentalmente, a las empresas que por la normativa vigente constituyen su objeto social, es decir, empresas no financieras de pequeña y mediana dimensión.

Para finalizar debemos indicar que en el período analizado las tres últimas entidades creadas formalmente (INVERJAÉN, INICIATIVAS ECONÓMICAS DE ALMERÍA Y SOFINSA) no habían efectuado desem-

Cuadro 4. Desglose de la inversión anual suscrita en Andalucía por sectores productivos y tamaños de empresa (1988-1993). (En miles de pesetas).

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
A.- Por sectores productivos						
Comunicaciones	0	4.400	9.400	10.700	4.400	0
Informática	0	0	0	12.254	0	0
Biotecnología/Ingeniería genética	0	50.000	20.000	0	15.000	4.000
Energía/Recursos Naturales	0	0	0	12.880	0	0
Productos Consumo	0	0	0	31.150	60.000	3.600
Productos/Servicios Industriales	0	0	0	16.500	202.000	19.500
Transportes	0	0	0	0	0	10
Otros Servicios	10.500	49.500	77.650	24.750	31.775	11.000
Otras Manufacturas	0	0	0	10.000	0	0
Agricultura/Ganadería/Pesca	0	0	5.000	119.000	30.000	68.000
Construcción	0	0	0	120.415	120.000	0
Otros	0	0	0	0	0	67.300
Inversión del año	10.500	103.900	112.050	357.649	463.175	173.410
B.- Por tamaño de la empresa						
De 0 a 9 trabajadores	10.500	41.900	95.050	149.395	177.375	67.610
De 10 a 19	0	62.000	12.000	66.754	25.000	31.500
De 20 a 99	0	0	5.000	141.500	160.800	9.300
De 100 a 199	0	0	0	0	100.000	65.000
Inversión del año	10.500	103.900	112.050	357.649	463.175	173.410

Fuente: Elaboración propia.

bolso alguno sobre ningún proyecto de inversión. Sin embargo, hay que reseñar que tenían comprometidas operaciones, que se harían efectivas a lo largo de 1994, por un valor superior a los 50 millones de pesetas⁷.

4. Las sociedades de garantía recíproca en la comunidad autónoma andaluza.

Los distintos modelos de sociedad de garantía recíproca (en adelante, SGR) que se podían implantar (secto-

rial o no y de ámbito nacional o regional) en nuestra comunidad autónoma, plantearon desde un primer momento una cierta polémica entre los partidarios de las de carácter sectorial, formadas por empresarios del mismo sector económico y con ámbito de actuación nacional y los que optaban por las sociedades regionales, integradas por empresarios pertenecientes a distintos sectores pero con una localización geográfica común. El hecho de que, finalmente, se constituyeran con arreglo a esta última modalidad pudo venir forzado, en primer lugar, porque entre los grandes promotores, el IMPI y la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (CEPYME), prevalecía la idea de potenciar las estructuras provinciales frente a las nacionales y, en segundo lugar, la captación de los

7. INVERJAÉN, por su parte, se ha comprometido durante 1994 en 9 proyectos de inversión por un importe de 92'5 millones de pesetas.

recursos para llevar a cabo su actividad es más fácil si supone un cierto atractivo para los potenciales socios protectores, como es el caso de las Administraciones Autonómicas y las cajas de ahorros, que tendrán mayores intereses en el desarrollo de este tipo de intermediarios financieros si se ubican en sus zonas geográficas de actuación (Iváñez Gimeno, 1991; pg. 117). Cuestiones de eficiencia determinaron, en último lugar, que no se constituyera una SGR en cada provincia, dado que no todas gozaban de la suficiente base industrial como para justificar la creación de una entidad de carácter provincial.

A diferencia de lo que ocurre con las sociedades de capital riesgo andaluzas, en lo que respecta a su relativa juventud, las SGR gozan de una mayor presencia temporal en nuestra comunidad autónoma. De hecho la primera que se constituyó en Andalucía –CORAVAL, S.G.R.⁸– fue creada en 1981, promovida por la Confederación de Empresarios de Córdoba, la Asociación de Fabricantes de Córdoba, las dos cajas de ahorros (la Provincial y el Monte de Piedad), la Cámara de Comercio, SODIAN y el IMPI. El capital social inicial se estableció en 55 millones de pesetas que fueron suscritos en su totalidad y desembolsados al 25 por 100. La distribución del mismo por tipo de socios fue al 50 por 100, de tal forma que tanto por partícipes como los protectores suscribieron 27,5 millones.

Podemos señalar, por tanto, que 1981 fue el año que marcó el punto de arranque de estos intermediarios financieros de apoyo a la PYME en Andalucía, de

forma que en los siguientes ejercicios económicos diversas agrupaciones de carácter provincial irían conformando el sistema andaluz de garantías recíprocas.

En este sentido, en 1982 se constituyó la Sociedad de Garantía Recíproca de Empresarios Granadinos que, en 1984, con la incorporación de la Sociedad de Empresarios de Jaén y Almería pasaría a denominarse AVALUNIÓN, S.G.R. (Unión Andaluza de Avales, S.G.R.). La sociedad originaria de esta última fue creada con un capital social inicial de 58,9 millones de pesetas que fueron suscritos por 63 socios (14,5 millones por 44 partícipes y 44,4 millones por 19 protectores).

Por su parte, en 1983 se creó SURAVAL, S.G.R., cuyo ámbito de operaciones se extendía a las provincias de Sevilla, Cádiz y Huelva. Inicialmente, el capital social se fijó en 150,1 millones de pesetas, de los que 109,55 fueron suscritos por los socios protectores, quedando el resto a cargo de los partícipes.

La composición inicial de los capitales sociales de estas entidades nos permite señalar que del total de recursos aportados por los socios protectores a las tres compañías andaluzas (250 millones de pesetas), un 30,2 por 100 correspondía a las distintas cajas de ahorros que operaban en la provincia en la que radicaba el domicilio social de la SGR y un 28,4 por 100 lo había suscrito el IMPI. La relevancia de este dato refleja el notable papel que las cajas de ahorros suelen tener dentro del sistema de promoción y fomento de la PYME, a través de instrumentos de diverso tipo.

Cuadro 5. Algunos datos relevantes de la sociedades de garantía recíproca andaluzas.

Entidad	Año constitución	Capital social (1)(2)	Nº socios Partícipes (1)	Operaciones Formaliz. (1)(2)	Riesgo vivo (1)(2)
CREDIAVAL	1981	1.319	764	25.887	11.976
AVALUNIÓN	1982	560	243	8.314	3.321
SURAVAL	1983	499	161	4.093	1.581

(1) A 31 de diciembre de 1993

(2) En millones de pesetas corrientes

Fuente: CREDIAVAL, AVALUNIÓN y SURAVAL (memorias de ejercicio). Elaboración propia.

8. Sociedad ubicada en la provincia de Córdoba y que, en 1986, junto a la ampliación de su ámbito de actuación a la provincia de Málaga, pasó a denominarse CREDIAVAL, S.G.R.

La aportación del sector público, encabezada por el IMPI, ponía de manifiesto el interés que el mismo tenía por la puesta en funcionamiento de un sistema como el de garantías recíprocas que facilitase la dinamización de las empresas de menor dimensión.

El panorama que quedó configurado a mediados de los ochenta, en lo relativo al número de entidades, en Andalucía es idéntico al que existe en la actualidad, con la presencia de las mismas sociedades que quedaron definidas hace una década (CREDIAVAL, SURAVAL Y AVALUNIÓN), si bien, como es lógico, se han ido produciendo adaptaciones y modificaciones a la legislación vigente en cada momento, así como a los cambios del entorno económico.

Para analizar cuál ha sido el desarrollo seguido por las SGR en Andalucía, consideramos necesario estudiar, aunque sea de forma breve, varios aspectos como son: el capital social y su composición, que se constituye en una variable determinante del nivel de actividad de estos intermediarios puesto que junto con las reservas define la potencialidad máxima de actuación de los operadores para la concesión de avales; el número de socios, puesto que nos puede dar una idea del grado de diversificación de los recursos y del impacto que sobre el empresariado ha tenido la creación de este tipo de intermediarios y, finalmente, analizaremos los avales (objeto fundamental de estas entidades) desde distintos puntos de vista, con el fin de dar una visión lo más aproximada posible del nivel de actividad de las SGR, en función de las garantías otorgadas con relación al techo máximo legal de posible concesión de las mismas.

5. El capital social del sistema andaluz de garantías recíprocas.

Con respecto al capital social de estas entidades, queremos insistir en el hecho de que dicha variable encierra un significado bastante más amplio del que suele tener en otras sociedades puesto que refleja los medios financieros de que dispone para su actividad así como su grado de desarrollo (Gómez Jiménez, 1994; pg. 323).

Tal y como queda puesto de manifiesto en el cuadro 6, en el período de análisis, el sistema andaluz de garantías recíprocas ha incrementado su capital en un 80

por 100, pasando de disponer, en 1988, de algo más de 1.300 millones de pesetas, a caso 2.400 en el último ejercicio.

No obstante, cabe señalar que este desarrollo ha sido desigual en las distintas entidades. Si ya en el momento de creación de las mismas, se partía de capitales sociales diferentes, su proceso evolutivo, lejos de estrechar las disparidades existentes, ha aumentado la brecha entre los respectivos potenciales de apoyo a la PYME. Concretamente, a comienzos del período de estudio la participación del capital social de cada una de las entidades sobre el total del sistema andaluz, era de un 40 por 100 para CREDIAVAL, un 32 por 100 para AVALUNIÓN y un 28 por 100 para SURAVAL. Tras estos seis años, las tasas de crecimiento experimentadas por esta magnitud, han supuesto que la pérdida de peso relativo sobre el capital suscrito en Andalucía por parte de SURAVAL y AVALUNIÓN (siete puntos porcentuales cada una) haya repercutido en el aumento de la importancia de CREDIAVAL, que ostenta en la actualidad el 55 por 100 de la citada variable en el conjunto del sector andaluz. Este cambio ha sido originado por el distinto crecimiento experimentado por cada una de las entidades, de forma que en los seis últimos años, CREDIAVAL ha conseguido multiplicar por 2,5 veces la magnitud analizada, mientras que los otros dos intermediarios sólo han crecido un 35 por 100.

El comportamiento de la evolución del capital suscrito, a la luz de los datos expuestos, puede ser calificado como ciertamente regular, con la excepción del año 1990. Salvo en dicho ejercicio, en todos los años analizados se ha producido un crecimiento de esta magnitud. Sin embargo, la disminución experimentada en dichas fechas no es casual, sino que tiene una explicación lógica. En 1990 se produce un notable descenso del capital suscrito por los socios protectores, cifrado en torno a un 18 por 100. Este descenso viene motivado por el giro efectuado por el IMPI en su política de actuaciones en el ámbito del sistema de garantías recíprocas español. Esta nueva orientación supuso salir del capital social de todas las SGR en que participaba para canalizar sus actuaciones hacia la promoción de un sistema de reaval eficaz. El hecho de que el IMPI fuera el principal socio protector de las entidades andaluzas, trajo consigo que su retirada del sistema provocara una reducción del capital social que no pudo ser compensada, inicialmente, con las nuevas aportaciones del resto de socios, ya fueran protectores o partícipes.

Cuadro 6. Evolución del capital social suscrito de las SGR andaluzas (1988-1993).

(En miles de pesetas corrientes).

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
CREDIAVAL						
Protectores	252	275	196	255	255	555
Participes	270	304	331	492	641	764
Total	522	579	527	747	896	1.319
SURAVAL						
Protectores	230	243	199	220	220	338
Participes	140	154	152	156	157	161
Total	370	397	351	376	377	499
AVALUNIÓN						
Protectores	260	260	246	249	249	317
Participes	159	178	191	208	227	243
Total	419	438	437	457	476	560
ANDALUCÍA						
Protectores	742	778	641	724	724	1.210
Participes	570	636	674	856	1.025	1.168
Total	1.312	1.414	1.315	1.580	1.749	2.378

Fuente: CREDIAVAL, SURAVAL Y AVALUNIÓN (memorias de ejercicio). Elaboración propia.

En este estado de cosas, la Junta de Andalucía contribuyó, en parte, a subsanar la pérdida de fondos propios de las SGR andaluzas mediante la inyección de nuevos recursos. De este modo, CREDIAVAL, que sufrió en un sólo ejercicio la retirada de los 80 millones del IMPI, contrarrestó este fuerte descenso de su capital (29 por 100 del correspondiente a los socios protectores) con un incremento en la aportación de los partícipes de 27 millones de pesetas en 1990. En el año siguiente, el aumento de la participación de la Junta de Andalucía (56,6 millones) y de los partícipes (161 millones), fueron los elementos determinantes del notable crecimiento (42 por 100) experimentado por el capital suscrito por esta entidad. Por el contrario, el procedimiento de salida del IMPI en SURAVAL y AVALUNIÓN se produjo en dos ejercicios económicos. En el primer caso, el IMPI retiró, en 1990, 60 de los 80 millones con los que participaba en el capital social, dejando el resto para 1991. La importancia cuantitativa de esta reducción se vio parcialmente corregida, en 1990, con la inyección de 16 millones por parte de otros protectores, mientras que en 1991 la

provisión de fondos efectuada por la Junta superó en 21 millones a la disminución efectuada por el IMPI en dicho ejercicio. Finalmente, la retirada del IMPI de AVALUNIÓN, aunque contabilizada en dos años distintos, se produjo entre diciembre de 1990 (30,4 millones) y enero de 1991 (49,6 millones). En el primero de estos años, la reducción fue, prácticamente, compensada (en la cifra global del capital social sólo se produce una reducción de 1 millón de pesetas entre 1989 y 1990) con las aportaciones efectuadas tanto por los protectores (16 millones) como por los partícipes (13 millones). Por su parte, en 1991, la amortización de más del 60 por 100 del capital social que poseía el IMPI fue contrarrestado suficientemente con el incremento de la participación de la Junta de Andalucía en dicha magnitud, cifrado en 52,5 millones de pesetas.

Para concluir este análisis sobre el capital social de las SGR andaluzas, hemos creído conveniente poner en relación el capital efectivamente desembolsado con el suscrito, lo que nos ha permitido realizar algunas precisiones sobre dicho ratio (véase cuadro 7).

Cuadro 7. Porcentajes desembolsados del capital de las SGR andaluzas (1988-1993).

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
CREDIAVAL						
Protectores	100	100	100	99	99	99
Participes	63	60	58	51	46	43
Total	81	79	74	67	61	67
SURAVAL						
Protectores	98	98	97	98	98	80
Participes	54	58	63	81	63	63
Total	81	83	82	91	84	74
AVALUNIÓN						
Protectores	99	98	99	99	99	99
Participes	68	74	74	76	78	79
Total	87	88	88	89	89	90
ANDALUCÍA						
Protectores	99	99	99	99	99	94
Participes	62	64	64	62	56	53
Total	83	83	81	79	74	74

Fuente: CREDIAVAL, SURAVAL Y AVALUNIÓN (memorias de ejercicio). Elaboración propia.

En primer lugar, se observa que los socios protectores están cumpliendo sus compromisos de aportación de recursos en gran medida, puesto que el capital desembolsado se ha venido moviendo entre un 98 y un 99 por 100 del suscrito, si exceptuamos los datos del ejercicio 1993 en el que, como consecuencia de una partida de 69 millones de pesetas pendiente de aportación por parte de la Junta de Andalucía al capital de SURAVAL, se ha producido una disminución del ratio desembolsado/suscrito, que lo ha situado en el 94 por 100 para el conjunto del sistema andaluz.

En segundo lugar, debemos señalar que en ninguna de las entidades que operan en nuestra comunidad autónoma el capital desembolsado por los participes se acerca al de los socios protectores. Como ha señalado Gómez Jiménez (1994; pg. 328) esta situación puede indicar que, o bien el empresariado no está respondiendo a esta figura como en un principio cabría esperar, o este instrumento de financiación no es tan idóneo para el pequeño y mediano empresario como en un principio se supone. Igualmente, este aspecto puede estar poniendo de manifiesto que los socios,

nuevos o ya existentes, no están recibiendo avales de la SGR puesto que, en ese caso, al quedar obligado el socio participe que se beneficia de un aval a efectuar el desembolso de todo el capital que, proporcionalmente al montante de la operación, tiene que suscribir, la relación entre el capital desembolsado y el suscrito sería mayor.

Por último, el comportamiento de los socios participes en las distintas entidades es desigual ya que mientras en CREDIAVAL el desembolso efectuado por los mismos es bajo y continuamente decreciente, en SURAVAL ha ido creciendo de forma notable hasta 1991 (en que se alcanzó un 81 por 100 del capital suscrito), para posteriormente en 1992 y 1993, situarse en una cifra media del 63 por 100. Por su parte, AVALUNIÓN es la más estable situándose el promedio de los desembolsos de sus participes en torno al 59 por 100 de las suscripciones efectuadas.

Cuadro 8. Evolución del número de socios de las SGR andaluzas (1988-1993).

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
CREDIAVAL						
Protectores	32	32	32	31	30	30
Participes	1.491	1.789	2.091	2.323	2.607	2.858
Total	1.523	1.821	2.123	2.354	2.637	2.888
SURAVAL						
Protectores	37	37	37	36	36	36
Participes	999	1.133	1.116	1.116	1.134	1.148
Total	1.036	1.170	1.153	1.152	1.170	1.184
AVALUNIÓN						
Protectores	29	29	29	26	26	26
Participes	1.385	1.502	1.605	1.728	1.804	1.907
Total	1.414	1.531	1.634	1.754	1.830	1.933
ANDALUCÍA						
Protectores	98	98	98	93	92	92
Participes	3.875	4.424	4.812	5.167	5.545	5.913
Total	3.973	4.522	4.910	5.260	5.637	6.005

Fuente: CREDIAVAL, SURAVAL y AVALUNIÓN (memorias de ejercicio). Elaboración propia.

6. Los aportantes de recursos de las SGR andaluzas.

La legislación vigente sobre SGR (Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca) establece que los aportantes de fondos al capital social de las mismas podrán ser de dos tipos. Los socios participes, que habrán de pertenecer al sector de actividad reflejado en los estatutos sociales y deberán tener su establecimiento en el ámbito geográfico delimitado por dichos estatutos. Estos son los únicos socios que pueden beneficiarse de la actividad principal objeto de las SGR, es decir, la prestación de aval o garantía de las operaciones de endeudamiento. Igualmente se determina en esta norma que para la constitución de estos intermediarios se requerirá un mínimo de 150 socios participes. Los socios protectores, que sería la segunda modalidad que se contempla en la normativa, no podrán solicitar la garantía de la sociedad para sus operaciones y su participación, directa o indirecta, en el capital social no excederá conjuntamente del 50 por 100 de la cifra

mínima fijada para el mismo por los estatutos. Porcentaje éste que no se computará cuando los protectores sean Administraciones Públicas, organismos autónomos, etcétera, o entidades que representen o asocien intereses económicos de carácter general o del ámbito sectorial a que se refieren los estatutos.

Por tanto, la motivación que lleva a unos y a otros a formar parte de estos intermediarios es distinta. Los participes, tiene como fin recibir, en caso necesario, un aval para el tráfico de su empresa y obtener unas mejores condiciones en su financiación crediticia. Sin embargo, los socios protectores tienen como misión aumentar los recursos de las SGR con su aportación y, consecuentemente, transmitir una mejor imagen a la sociedad con el fin de que obtenga ciertas ventajas a la hora de negociar con las entidades financieras los créditos que avalan a sus participes. Su participación en el capital de la SGR se justifica por el posible interés que tienen en promocionar y fomentar el desarrollo de la PYME. Del análisis de la evolución del número de socios a lo largo el último sexenio (véase cuadro 8) podemos indicar, en primer lugar, que el número de

socios protectores presenta escasa variabilidad y, en todos los casos en que existe, lo que se ha producido es la retirada de alguno de los que participaban a principios del período, sin haberse experimentado aumento en el número de los mismos.

Con respecto a los socios partícipes, debemos señalar que se ha producido una muy favorable evolución de los mismos que ha supuesto incrementar en un 50 por 100 los existentes a principios del período. El mayor impulso que han experimentado los mismos se ha centrado, básicamente, en CREADIAVAL que, prácticamente, ha duplicado su número, produciéndose en las otras entidades crecimientos también destacados (en SURAVAL el 15 por 100 y en AVALUNION el 38 por 100). Este espectacular incremento de los partícipes en CREADIAVAL puede estar detrás de la caída del porcentaje de capital desembolsado a lo largo del período, como consecuencia de que los nuevos socios captados no han utilizado los avales de la sociedad y, por consiguiente, no han aportado la totalidad del capital suscrito.

7. Los avales de las SGR andaluzas.

El otorgamiento de garantías a favor de sus socios para operaciones que los mismos realicen dentro del giro o tráfico de sus empresas, constituye el objeto social de las entidades que estamos analizando, tal y como establece el art. 2º de la Ley 1/1994. Consecuentemente con ello, la actividad de una SGR vendrá determinada por el número y la cuantía de los avales concedidos con relación al potencial que puede alcanzar en dichas operaciones.

A nivel nacional podemos indicar que desde su puesta en marcha, en 1980, hasta finales de 1993 se han solicitado 63.681 avales por un importe total de 582.075 millones de pesetas, lo que supone una media de 9 millones por aval. No obstante, el grado de formalización de los mismos no es total, puesto que una buena parte de ellos son rechazados por considerar la entidad que entrañan un elevado riesgo. De hecho, sólo se han llevado a efecto 49.101 para un volumen de 275.671 millones de pesetas, con una media de 5,6 millones.

La relación que existe entre avales solicitados y formalizados nos va a poner de manifiesto el grado de selec-

tividad de las operaciones y, consecuentemente, la posibilidad de fallidos que, para estos intermediarios es trascendental, ya que su supervivencia se apoya en la ley de los grandes números, según la cual, para un amplio número de avales, la morosidad real tiende a estabilizarse en torno a la morosidad esperada (Sesto Pedreira, 1994; pg. 40).

De la observación de los datos que se muestran en el cuadro 9, en el que se presentan los importes solicitados, los aprobados y los formalizados por las distintas entidades andaluzas, se pueden extraer algunas consideraciones. En primer lugar, podemos decir que tal y como sucede con respecto a la evolución del capital social de estos intermediarios, ocurre en lo relativo a la dinámica temporal de los avales. No sólo debemos señalar que existe una fuerte correlación, en el sector andaluz, entre el tamaño de la SGR (medido por su capital social) y el número de avales que concede, sino que además la dimensión determina su mayor o menor tasa crecimiento, al menos en este sexenio (con exclusión del año 1993 en el que se rompe esta tendencia como consecuencia de la disminución del número de avales formalizados por parte de CREADIAVAL).

En este sentido, podemos citar que a lo largo del período el volumen de avales formalizados ha crecido un 96 por 100 en AVALUNIÓN, un 93 por 100 en CREADIAVAL y sólo un 10 por 100 en SURAVAL, lo que ha supuesto que el sistema andaluz de garantías recíprocas en su conjunto haya concedido una cuantía en 1993 superior en un 77 por 100 a la de 1988, superando así de forma notable el crecimiento medio a nivel nacional que se ha situado en torno al 50 por 100.

Un aspecto que nos parece relevante mencionar lo constituye la relación entre proyectos formalizados y presentados, puesto que su valor nos puede estar indicando el nivel de exigencia del intermediario correspondiente. En este contexto, es destacable en primer lugar la actitud de SURAVAL, cuyo ratio arroja en los cuatro últimos ejercicios valores que varían entre el 12,5 y el 20,2 por 100, lo que puede estar poniendo de manifiesto una actitud conservadora frente a la toma de riesgos en nuevas operaciones determinando, consiguientemente, su escaso crecimiento tanto en los fondos disponibles para la prestación de avales como en el volumen de operaciones llevadas a cabo. Este comportamiento es coherente con la posición que ocupa en sistema andaluz de garantías recíprocas, esto es, la entidad de menor dimensión, tanto por el

Cuadro 9. Avaluos presentados, aprobados y formalizados en cada ejercicio económico por las SGR andaluzas (1988-1993). (En millones de pesetas corrientes).

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
CREDIAVAL						
Presentados	3.222	4.383	6.214	9.560	12.009	11.202
Aprobados	2.775	3.823	5.109	5.603	9.292	8.985
Formalizados	2.213	2.928	3.058	4.336	5.013	4.280
SURAVAL						
Presentados	1.902	1.274	1.547	2.720	2.556	3.970
Aprobados	875	800	620	551	1.035	1.350
Formalizados	726	643	312	339	380	800
AVALUNION						
Presentados	1.472	1.742	1.117	1.656	1.468	2.905
Aprobados	982	1.387	913	1.168	1.279	2.219
Formalizados	784	928	809	971	1.179	1.534
ANDALUCÍA						
Presentados	6.596	7.399	8.878	13.936	16.033	18.077
Aprobados	4.632	6.010	6.642	7.322	11.606	12.554
Formalizados	3.723	4.499	4.179	5.646	6.572	6.614

Fuente: CREDIAVAL, SURAVAL y AVALUNION (memorias de ejercicio). Elaboración propia.

volumen de garantías como por el capital social suscrito y el número de socios.

El caso de los otros dos intermediarios es algo distinto. AVALUNIÓN formaliza entre un 52,8 y un 58,6 por 100 de los proyectos presentados a lo largo de los últimos seis años (con la excepción de un 72,4 por 100 en 1990 y un 80,3 por 100 en 1992), por lo que podemos indicar que no presenta variaciones sustanciales en este indicador, como promedio, y se sitúa sensiblemente por encima de la media del sector a nivel nacional (entre un 48 y un 50 por 100). Probablemente, el hecho de que en los dos ejercicios en que mayor valor ha alcanzado este ratio haya coincidido con una disminución del número de solicitudes, puede haber motivado a la entidad a que actuase de forma menos restrictiva en su concesión con el fin de seguir una tendencia creciente en su nivel de actividad.

Finalmente, con respecto a CREDIAVAL podemos señalar que el valor de esa razón ha ido reduciéndose a lo largo de todo el período. Así, partiendo de un 68,7 por 100 en 1988, se ha llegado a finales de 1993 a un

38,2 por 100. Desde nuestro punto de vista, este descenso del ratio (que no del volumen de avaluos formalizados en valores absolutos) se justifica por el fuerte crecimiento de las operaciones solicitadas que se han multiplicado casi por cuatro en estos años, incremento que no ha supuesto una relajación en la aprobación y posterior formalización de los mismos, sino todo lo contrario puesto que se han rechazado aquellos avaluos de mayor cuantía que implicaban una elevación considerable del riesgo por parte de la SGR.

Otra de las cuestiones que es preciso abordar es la relativa al grado de actividad de las entidades, es decir, de las cuantías que potencialmente pueden garantizar, cuáles están siendo realmente avaladas. Para ello, simplemente, basta poner en relación el riesgo vivo de cada intermediario con el límite máximo de ayuda que pueden prestar, esto es, los fondos propios multiplicados por 25. Pues bien, a 31 de diciembre de 1993 podemos señalar que este indicador nos da unos valores de 36,3 por 100 para CREDIAVAL, 23,7 para AVALUNIÓN y 12,6 para SURAVAL (la media nacional se sitúa en torno al 27 por 100). En este estado de cosas,

Cuadro 10. Desglose de los avales formalizados por las SGR andaluzas a 31 de diciembre de 1993.
(En millones de pesetas corrientes).

	CREDIAVAL	SURAVAL	AVALUNIÓN	ANDALUCÍA
A) Por su finalidad				
Nueva inversión	12.363	2.777	3.492	18.632
Circulante	12.013	693	831	13.537
Avales técnicos y otros	1.511	623	3.991	6.125
TOTAL	25.887	4.093	8.314	38.294
B) Por sectores destinatarios				
Agricultura	2.402	362	582	3.346
Industria	7.574	785	2.577	10.936
Construcción	3.519	671	1.663	5.853
Servicios	12.392	2.275	3.492	18.159
TOTAL	25.887	4.093	8.314	38.294
c) Por entidades receptoras del aval				
Cajas de Ahorros	15.315	2.446	4.157	21.918
Banca Oficial	1.282	810	416	2.508
Banca Privada y otros	9.290	837	3.741	13.868
TOTAL	25.887	4.093	8.314	38.294

Fuente: CREDIAVAL, SURAVAL y AVALUNIÓN (memorias de ejercicio). Elaboración propia.

podemos afirmar que aún les queda ociosa una notable capacidad de formalización de operaciones a estos intermediarios, quedando por debajo de la media nacional del sector, con la excepción de CREDIAVAL. La posible explicación a estos reducidos valores hay que buscarla en la reticencia a afrontar un mayor volumen de riesgo debido al constante crecimiento del número y volumen de fallidos que podría, en último extremo, dar al traste con el sistema.

Llegados a este punto, nos parece conveniente dejar claramente reflejado (véase cuadro 10) cuáles son las principales características de los avales formalizados por el sistema andaluz de garantías recíprocas hasta la fecha, es decir, con referencia a 31 de diciembre de 1993.

Desde una primera perspectiva, atendiendo a la finalidad de los avales prestados, podemos indicar que las empresas andaluzas solicitan la garantía de las SGR para financiar cualquier parte de su activo o para las concesiones administrativas, pero fundamentalmente para llevar a cabo sus inversiones en activo fijo (49 por 100 sobre el total de formalizaciones de las entidades)

seguido por las inversiones en circulante (35 por 100), quedando el resto para avales técnicos y otros. Por entidades, SURAVAL destina al primer concepto casi el 70 por 100, AVALUNION el 40 y CREDIAVAL se sitúa en torno a la media andaluza que, valga como referencia, es inferior a 11 puntos a la del sector a nivel nacional, en favor de las inversiones en circulante.

Atendiendo al sector económico a que los mismos van destinados, hemos de señalar que el sector terciario acapara la mayor parte de los avales (47 por 100) —a diferencia de lo que ocurre a nivel nacional en el que la industria aglutina el mayor porcentaje—, le sigue la industria (29 por 100) y ya a una mayor distancia la construcción y la agricultura.

Por último, las instituciones financieras que conceden más créditos avalados por las entidades de garantía recíproca son, con diferencia, las cajas de ahorros, que conceden casi el 60 por 100 de dichos créditos. Por su parte, la banca privada y otros intermediarios llevan a cabo el 36 por 100 de las operaciones, quedando el resto a cargo de la banca oficial.

8. Conclusiones.

La actuación de las sociedades de capital riesgo (SCR) se dirige a la participación en el capital social de PYMES innovadoras y con gran potencial de crecimiento que necesitan recursos financieros para emprender las inversiones que demanda el desarrollo de su actividad. Las SGR, por su parte, prestan su ayuda, sólo a sus socios, avalando las operaciones de endeudamiento en que incurren para financiar la marcha de su negocio. A pesar de esta distinta forma de proceder, el objetivo común de ambos intermediarios, por una u otra vía, lo constituye el fomento y potenciación del desarrollo de la PYME. Desde nuestro punto de vista, tras el análisis precedente creemos conveniente poner de manifiesto las principales conclusiones que del mismo se derivan:

- Con relación a la actividad de capital riesgo en Andalucía, debemos señalar que dada su reducida dimensión (los capitales medios en gestión se sitúan ligeramente por encima de los 500 millones de pesetas) se hace necesario un mayor desarrollo de la misma si se desea tener un notable impacto en la PYME andaluza. Este crecimiento pasa necesariamente por una mayor aportación de recursos al sector, fundamentalmente, por parte de la iniciativa privada, si bien ésta estará condicionada por los resultados que arrojen, a su término, las operaciones que ya se han puesto en marcha.
- La juventud de las SCR que operan en nuestra comunidad autónoma determina que los fondos invertidos con relación a los disponibles sean aún muy bajos. Es de esperar que esta situación cambie a corto o medio plazo, lo que se puede traducir en una mayor consolidación de la actividad. Esta escasa relación puede estar reflejando, por otra parte, o bien una reducida demanda de financiación por esta vía, o que las entidades inversoras son muy exigentes a la hora de aprobar su participación en un determinado proyecto. En este sentido, sería deseable una mayor adecuación entre la oferta y la demanda.
- Por su parte, las SGR andaluzas, tal y como ocurre con las SCR, han experimentado una favorable evolución en los últimos ejercicios en lo que se refiere al volumen de operaciones realizadas, número de socios y capital suscrito. A ello debemos añadir que con las modificaciones introducidas por la Ley

1/1994, el panorama futuro presenta buenas perspectivas para una mayor consolidación y desarrollo de este instrumento financiero.

- Quizá dos de los aspectos en los que habría que hacer mayor hincapié para conseguir una eficaz implantación del sistema de garantías recíprocas lo constituye la reducción del coste del aval y la regulación del reafianzamiento. La aportación efectuada por el sector público en este terreno, contribuyendo al incremento de los fondos disponibles, parece superior a lo que correspondería en función del volumen de operaciones aprobadas por el sector. La solución, quizás, pasaría por un uso más eficiente de los mismos por parte de los equipos directivos de las entidades. Con respecto al reafianzamiento, debemos indicar que el sistema que venía operando no funcionó adecuadamente, constituyendo esta realidad una de las deficiencias fundamentales del sistema de las SGR. De hecho la Sociedad Mixta de Segundo Aval, S.A. creada para apoyar a las SGR, se convirtió en competidora de éstas, al dedicarse a otorgar avales directamente a las empresas (lo que se prohíbe en la nueva normativa). Este reafianzamiento actuó de forma insuficiente a través de la Sociedad de Garantías Subsidiarias, S.A. (SOGASA) al no disponer de una financiación adecuada, lo que obliga a que la reforma introducida en la Ley 1/1994 haya de complementarse con un sistema que disponga de una financiación suficiente y eficaz (a través del Estado y las Comunidades Autónomas). Sin embargo, estos aspectos han quedado pendientes de regulación definitiva en la nueva Ley.

En definitiva, en la actual situación en la que existe un marco legal para el desarrollo de ambas actividades (más adecuado en el caso de las SGR que en el de las SCR, para las que se siguen demandando modificaciones en la normativa que las regula), han de ser las propias entidades, aunque con un cierto apoyo institucional, las que a través de sus actuaciones consigan atraer potenciales clientes de forma que arrebaten parte de las cuotas de mercado que en el segmento de la financiación de la PYME ostentan otros intermediarios financieros. De este modo, el crecimiento y consolidación de ambos tipos de entidades permitirá un mayor desarrollo, tan necesario, de las empresas de menor dimensión de nuestra comunidad autónoma.

Bibliografía.

- ALCALÁ OLID, F. (1994): *Los intermediarios y la actividad de capital riesgo. Un análisis del procedimiento de actuación del sector en España*, Tesis Doctoral, Universidad de Jaén, en prensa.
- AVALUNION, S.G.R. (varios años): *Memorias de ejercicio*.
- BANCO DE ESPAÑA (1994): "Las sociedades de garantía recíproca en 1993", *Boletín Económico*, octubre, pgs. 77-81.
- CASILDA BÉJAR, R. (1992a): "El financiamiento de la PYME", *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2.336, pgs. 2.608-2.619.
- CASILDA BÉJAR, R. (1992b): "Instituciones no bancarias y financiación a las PYME", *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2.343, pgs. 3.271-3.278.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1994): Comunicación de la Comisión "Mesa Redonda de las Altas Personalidades del sector bancario COM (94) 435 final", CEE, Bruselas.
- CREDIAVAL, S.G.R. (varios años): *Memorias de ejercicio*.
- GÓMEZ JIMÉNEZ, E.M. (1994): *El sistema de sociedades de garantía recíproca en Andalucía*, Universidad de Granada y Crediaval, Granada.
- IMPI (1994): Informe anual. *La pequeña y mediana empresa en España*. 1993, IMPI, Madrid.
- INVERJAÉN (1994): *Memoria de Ejercicio 1993*.
- INVERSIONES PROGRAMADA (varios años): *Memorias de Ejercicio*.
- IVÁÑEZ GIMENO, J.M. (1991): *El Sistema Español de Garantías Recíprocas*, IMPI, Madrid.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1994): *La financiación de Pymes mediante capital riesgo*, IMPIVA, Valencia.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M. y MARTÍN MESA, A. (1993): "Sistema Financiero", en MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (director) (1993): *Estructura económica de Andalucía*, Espasa Calpe, Madrid, pgs. 459-498.
- SESTO PEDREIRA, M. (1994): "Evolución y desarrollo de las Sociedades de Garantía Recíproca", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 47, pgs. 35-50.
- SEVILLA'93 (1991): *Memoria de Ejercicio. 1990*
- SURAVAL, S.G.R. (varios años): *Memorias de ejercicio*.