

ESTRATEGIA DE LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA: ETAPA DE INVERSIÓN Y RELACIÓN CON EL ENTREPRENEUR.

Martín Alcázar, Fernando y Romero Fernández, Pedro M.

Universidad de Cádiz

Valle Cabrera, Ramón

Universidad Pablo de Olavides (Sevilla).

RESUMEN:

En el presente trabajo abordamos el estudio de las relaciones que existe entre la estrategia seguida por las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo (SFCR) con las preferencias en la etapa de inversión de los proyectos financiados, así como, y la vinculación post-inversora mantenida con la alta dirección de sus carteras de negocios. Para ello, tras la realización de un breve análisis de la literatura se definen unas hipótesis que son contrastadas a partir de los datos obtenidos de una encuesta enviada a los máximos responsable de todas las empresas pertenecientes a la Asociación Española de Sociedades y Fondos de Capital Riesgo de España (ASCRI). Finalizamos el trabajo con las principales conclusiones a las que llegamos, sus limitaciones y líneas de investigación que quedan abiertas.

INTRODUCCIÓN:

La literatura sobre capital riesgo ha sido abundante en el análisis de las preferencias de inversión y de la actividad post-inversora de las empresas de capital riesgo en sus carteras de negocio (Bygrave y Timmons, 1992; Sapienza et al. 1995; Barney et al. 1996; Fried et al. 1998).

Las decisiones de éste tipo de empresas se ven afectadas por diversos factores, entre los que se encuentran: el grado de especialización en determinados sectores de actividad económica, el tamaño de la empresa en la que se invierte, la etapa en la que se encuentra la empresa o proyecto que le solicita financiación, la financiación compartida con otras empresas de capital riesgo etc..

Desde nuestro punto de vista, el punto esencial para entender y analizar, el comportamiento de las empresas de capital riesgo es conocer que factor determina la etapa preferente de inversión y la relación de dominio entre la empresa financiada y el "venture capitalist" (Fried et al. 1998; Martín et al. 1998; Cable y Shane, 1997; Sapienza y Korsgaard, 1996; Fried, y Hisrich, 1995; Meyer, y Shao, 1995; Perry, 1995; Steier y Greenwood, 1995; Ehrlich, et al. 1994; Sapienza et al. 1994; Galán, et al. 1991; Timmons y Bygraves, 1986). En el presente trabajo, la revisión bibliográfica que efectuamos nos permite definir un conjunto de hipótesis en las que planteamos la estrategia de las empresas de capital riesgo como variable explicativa, tanto de la elección de la etapa como de las relaciones de dominio. La contrastación de éstas se realiza a partir de los datos recogidos en una encuesta enviada a los máximos responsables de todas las empresas de capital riesgo vinculadas a la Asociación Española de Sociedades y Fondos de Capital Riesgo (ASCRI) (N=24). Finalizamos el trabajo con la discusión de los resultados, las principales conclusiones alcanzadas, las limitaciones de la investigación, y los temas que quedan abiertos para su estudio¹.

TIPOS DE RIESGOS, RELACIÓN POST-INVERSORA Y ESTRATEGIAS DE LAS SFCR

La especiales características de los proyectos financiados por el sector del capital riesgo, hacen muy difícil que obtengan recursos económicos, para su puesta en marcha y desarrollo, por vías tradicionales como son la búsqueda de socios de capital o la financiación de pasivo por parte del sistema financiero. En efecto, este tipo de financiación está fundamentalmente orientada a facilitar las fases del negocio en las que el riesgo y la incertidumbre sobre su viabilidad son muy elevados, ya que si bien los emprendedores tienen, normalmente, un alto conocimiento técnico carecen, con frecuencia, de experiencia en la gestión (Cazorla et al., 1997; Gompers, 1995; Bygrave y Timmons, 1992). En este sentido, la colaboración

¹ La Asociación Española de Sociedades y Fondos de Capital Riesgo (ASCRI) está integrada por más del 90% de las empresas del sector (Martí, 1995).

entre las SFCR y la alta dirección de la empresa financiada se destaca como una condición necesaria para incrementar la probabilidad de éxito del proyecto siendo, por tanto, un aspecto esencial del negocio la relación post-inversora entre ambas partes (Martín et al. 1998; Sapienza et al, 1995; Ehrlich et al. 1994; McMillan et al, 1989).

La asistencia no financiera y la involucración de las SFCR en las empresas de su cartera, constituyen una oportunidad de aprendizaje que incrementa la probabilidad de éxito para esta última (Barney et al. 1996; Bygrave y Timmons, 1992). Así, aunque los entrepreneurs pueden buscar consejos en diferentes fuentes (consultoras, incubadores de empresa, etc.) la experiencia que aportan los VCs de otras aventuras incrementa la probabilidad de éxito (Rock, 1991; Perry, 1988). No obstante, hay que señalar que una parte de la literatura destaca que "... el impacto del consejo del VC sobre el rendimiento de la aventura es, probablemente pequeño. El pensamiento actual también parece estar en que el consejo del VC tiene solo una modesta influencia sobre el aprendizaje del equipo de alta dirección" (Barney et al. 1996: 259). Una posible explicación de esta aparente contradicción es que no todos los consejos son igualmente bienvenidos por los responsables del proyecto financiado. En este sentido, en un estudio realizado por Barney et al. (1996) se encuentra que el nivel de rechazo a los consejos de los VCs crece cuanto mayor es, en la empresa financiada, la experiencia del trabajo en equipo y su conocimiento del sector en el que se quiere actuar. Sin embargo, cuando son necesarios los conocimientos y experiencias en otros sectores o la aventura tiene una orientación marcadamente tecnológica, el apoyo en temas de gestión y la "asistencia operativa"² son altamente valorados.

La división de tareas que se produce en una relación de capital riesgo es clara. Por un lado, el inversor (SFCR) incorpora fondos financieros, fundamentalmente a través de la suscripción de una parte minoritaria aunque sustancial de las acciones de la empresa, y desarrolla actividades esenciales para la marcha del negocio, aplicando su capacidad de encontrar financiación adicional reduciendo el coste de su adquisición, su experiencia en la búsqueda de clientes y proveedores, aportando credibilidad al nuevo proyecto frente a terceros y, por último, apoyando en la gestión y dirección del proyecto. Por otro lado, el receptor de los fondos aporta los conocimientos en la búsqueda y hallazgo de las nuevas oportunidades de negocio, su capacidad para combinar recursos tangibles e intangibles para su explotación, y el desarrollo diario de su actividad (Cable y Shane, 1997, Barney et al., 1996; Lam, 1991; Sahlman, 1990; MacMillan et al, 1989; Kirzner, 1973).

Esta división del conocimiento obliga a las empresas de capital riesgo, como parte de sus actividades, a comprometerse en la asistencia, la gestión y el control de las empresas financiadas (Bygrave y Timmons, 1992; Gorman y Sahlman, 1989; MacMillan et al, 1989). Con ello tratan de reducir el riesgo, tanto de agencia como de mercado, inherente al desarrollo de su actividad inversora. El primero, el de agencia, se refiere a la probabilidad de que la dirección de la empresa financiada llegue a tomar acciones contrarias a los deseos de los "venture capitalists" condicionando la intensidad en la relación mantenida entre ambos socios (Sapienza et al., 1995; Jensen y Meckling, 1978). Por su parte el riesgo de mercado, se refiere a la "incertidumbre asociada a los retornos de la inversión debido al ambiente competitivo de la firma" (Barney et al., 1989: 64), siendo mayor en el caso de establecimiento de nuevos negocios, dado que se dirigen a sectores en los que las fuerzas competitivas no están aún establecidas (Fiet, 1995; Rea, 1989; Wetzel, 1986; Poter, 1980).

Un tercer aspecto que incide en el grado e intensidad de la relación entre ambos socios es el que Sapienza et al. (1995: 106) denominan "incidencia de la incertidumbre de la gestión del proyecto sobre el gobierno del mismo". Esta será mayor cuando el contexto de la decisión es complejo, nuevo o los decisores poseen poca información relevante para la toma de decisiones; esto sugiere que el "venture capitalist buscará mayor información de la alta dirección cuando las relaciones causa-efecto, en el marco de la aventura, no son claras o cuando carezca de los mecanismos que le permitan comprender dicho contexto" (Sapienza et al, 1995:106). Debido a que el empresario generalmente contribuye también con fondos propios al capital del proyecto, tiene generalmente un gran interés en maximizar sus resultados; esta circunstancia hace que uno de los aspectos que más preocupan a las SFCR sea la falta de confianza en el criterio de toma de decisiones de este (Cable y Shane, 1997; Sapienza et al. 1995; Sapienza y Gupta, 1994). Sin embargo, dado que el tiempo es un recurso escaso y valioso para los venture capitalist, cuanto

² Para estos autores, el aprendizaje organizativo es "el proceso de mejorar acciones a través de un mejor conocimiento y comprensión" (Fiol y Lyles, 1985:803), considerando dos tipos de aprendizaje asistido: consejo en la gestión del negocio y consejo operativo. El primero se define como "el input proporcionado por el venture capitalist en relación con la dirección global de la nueva aventura", y la asistencia operativa como "el input proporcionado por el venture capitalist en materias funcionales tales como prácticas de recursos humanos, programas de entregas y relaciones de la nueva aventura con los consumidores" (Barney et al. 1996).

mayor sea la seguridad que tienen en la racionalidad de la alta dirección en el proceso de decisiones, menores serán los costes de los mecanismos de control (Sapienza et al, 1995; Gorman y Sahlman, 1989).

Teniendo en consideración las peculiaridades señaladas de las relaciones entre las SFCR y las empresas financiadas y, las características que definen la tipología estratégica de Miles y Snow (1978), planteamos las siguientes hipótesis de trabajo:

H.1.: Aquellas SFCR con una orientación estratégica Prospectiva actuarán como socio de la empresa financiada participando de una manera activa en su gestión³.

H.2.: Aquellas SFCR con una orientación estratégica analizadora, actuarán como socios de la empresa financiada participando de una manera esporádica en su gestión.

H.3.: Aquellas SFCR con una orientación estratégica Defensiva actuarán como socios de la empresa financiada limitándose al seguimiento de los estados financieros sin involucrarse activamente en su gestión.

La obtención de una ventaja competitiva sostenible para la empresa SFCR se apoyará, tal y como establece la teoría basada en los recursos, en la existencia de “todos aquellos recursos, capacidades, procesos organizativos, atributos de la firma, información, conocimiento, etc. controlados por una firma que es capaz de concebir e implementar estrategias que mejoren su eficiencia y efectividad” (Barney, 1991:101). Los tres tipos de recursos a los que Barney hace referencia son: de capital físico, organizativo y humano. Dado que las SFCR son organizaciones de servicios, el capital físico no debe tener una importancia sustancial en la constitución de la ventaja competitiva. En cuanto al capital organizativo, estará constituido por capacidades tales como “la estructura organizativa, planificación, y sistemas de control y coordinación, y las relaciones informales entre grupos dentro de la empresa y con otras de su entorno” (Wright et al., 1994: 303). Por último, el capital humano, en la medida en que incluye “la experiencia, juicio e inteligencia de los directivos y trabajadores en general de la firma” (Wright et al., 1994: 303), podría ser descrito como un elemento de ventaja competitiva sostenible para las SFCR, ya que el carácter de empresa de servicio, hacen que la aportación de los recursos humanos al valor añadido de las sociedades fondos de capital riesgo, sea un elemento esencial en el desarrollo de su ventaja competitiva, requiriendo personal altamente cualificado (Fried y Hisrich, 1995; Sapienza et al, 1995; Steier y Greenwood, 1995; Barey et al, 1994; Ehrlich et al, 1994.; Sapienza y Gupta, 1994; Amit et al., 1990). Es más, “la estrategia seguida se encuentra, efectivamente, condicionada por la importancia que tienen los recursos humanos de las SFCR en el establecimiento de su ventaja competitiva” (Martín et al. 1998: 649), lo que nos permite formular que:

H.4.: Las SFCR con una orientación Prospectiva, basan su estrategia en su capacidad para gestionar el cambio e innovación en productos, en la descentralización en la toma de decisiones, en la reputación y, en los conocimientos y capacidades de sus recursos humanos.

H.5.: Las SFCR con una orientación Analizadora, basan su estrategia en una adecuada gestión de sus fuentes de información, la cualificación y capacidad de trabajo en equipo de su personal.

H.6.: Las SFCR con una orientación Defensiva, basan su estrategia en la centralización en la toma de decisiones, la actuación en mercados estables, y en menor medida en la formación técnica y las habilidades de sus empleados.

Las cinco etapas de inversión descritas por la EVCA (European Venture Capital Association): seed capital, star-up, expansión, MBO, y reorientación, pueden ser reagrupadas en función del criterio de riesgo de mercado y riesgo de agencia asumidos en la aventura (Cazorla et al. 1997) . Aquellos proyectos que se sitúan en las etapas tempranas (seed capital y star up), se dirigen hacia la financiación y desarrollo de un nuevo producto a partir de una empresa de nueva constitución o recién constituida; estas fases se caracterizan por un elevado riesgo de mercado y, en general, una elevada incertidumbre originada por el desconocimiento del empresario. En cuanto a la fase de expansión, el objeto de la aventura (producto, servicio, o procesos) ha superado los problemas que caracterizan las fases iniciales de la misma, requiriendo fundamentalmente capitales para financiar un crecimiento rápido de la empresa, si bien los cono-

³ En el cuestionario que enviamos a las SFCR, se señalaban los siguientes grados de intensidad en la participación sobre la empresa financiada:

Participación activa que incluye “la participación completa en la gestión habitual de la empresa, involucrándose en sus órganos de gestión”.

Participación esporádica que definíamos como “reuniones periódicas de accionistas, reuniones del consejo de administración, etc.

Seguimiento de la inversión, estudiando los estados financieros de la empresa destinataria de los fondos invertidos.

cimientos acumulados en las etapas previas disminuyen la incertidumbre sobre el desarrollo futuro de la actividad. Por último las fases de MBO y reorientación son las que desde el punto de vista teórico tienen un menor riesgo al tratarse de proyectos cuya gestión está a cargo de personas que ya tienen experiencia en la dirección de negocios.

Tomando en consideración las características de las etapas, las hipótesis que formulamos son:

H.7.: Las SFCR con una orientación estratégica Prospectiva, centran sus inversiones de capital hacia proyectos fundamentalmente en las etapas tempranas de funcionamiento (Seed y Start-up).

H.8.: Las SFCR que tienen una orientación estratégica Analizadora centran sus inversiones de capital hacia proyectos fundamentalmente en las etapas tempranas de crecimiento (Expansión).

H.6.: Las SFCR que tienen una orientación estratégica Defensiva centran sus inversiones de capital hacia proyectos de compra apalancada y reorientación.

En definitiva a través de las hipótesis formuladas hemos intentado recoger el vínculo que entendemos existe entre la estrategia de las empresas SFCR y su grado de implicación en la gestión de los proyectos financiados, las características internas en las que apoyan su estrategia y la elección de la etapa de los proyectos que financian.

ANÁLISIS EMPIRICO Y RESULTADOS

La población objeto de estudio está integrada por las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo que realizan su actividad en el mercado nacional y que se encuentran adscritas a la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI, en el momento de la investigación 52 empresas). A todas ellas les fue remitido un cuestionario⁴, dirigido al máximo responsable de la empresa. Con objeto de incrementar el índice de respuestas del primer envío, se entró en contacto con aquellas que no habían contestado solicitándoles su participación de forma que aumentase la fiabilidad de las conclusiones alcanzadas en nuestro trabajo. Tras el segundo envío, el número total de encuestas válidas recogidas alcanzó el número de 24, lo que representa un 46% sobre la población objeto de estudio. Dicho ratio de respuesta puede considerarse, en este contexto específico, de muy elevado ya que en el ámbito europeo, a diferencia del de EE.UU, este tipo de investigación es muy difícil (Birley et al. 1994), “dado que no existe la misma tradición de transmisión de información..... al tiempo que las empresas de capital riesgo europeas están, en cierta forma, hastiadas por la cantidad de cuestionarios recibidos desde los EE.UU. y por los trabajos realizados recientemente desde diferentes institutos en Europa, incluyendo sus propias asociaciones” (Muzyka et al. 1996:279-280).

El cuestionario contenía un total de cincuenta y cuatro items, en los que se incluían tanto preguntas sobre aspectos generales (quince items) como sobre el estratégico y operativa de la empresa de capital riesgo (treinta y nueve items). En éste segundo bloque se requería información sobre la estrategia de la empresa a partir de la descripción realizada por Peck (1994:731) de la tipología de Miles y Snow (1978). Para determinar las variables más relevantes de la ventaja competitiva, realizamos una adaptación del trabajo de Hall (1992; 1993) a las especiales condiciones de las empresas integradas en la población objeto de estudio.

CONTRASTE DE HIPÓTESIS.

Con objeto de facilitar la interpretación de los datos y obtener información más cualificada del comportamiento estratégico de las SFCR hemos reducido las variables en las que se apoya la consecución de su ventaja competitiva. Para ello desarrollamos un análisis factorial utilizando el método de componentes principales y obteniendo la solución rotada (VARIMAX). Los resultados se presentan en la tabla 1.

El análisis factorial identifica cinco factores con una varianza total explicada de 80.3%. Las communalidades de las variables alcanzaron un valor suficientemente elevado (>0.6) al igual que las varianzas (Bizquerra, 1989; Norusis, 1989). En cuanto a la interpretación de los factores, teniendo en cuenta las variables saturadas en cada uno de ellos, se podría decir que: el F1 incluye aquellos aspectos relacionados con la orientación a la calidad de la empresa; F2, el grado de centralización en los procesos de toma de decisiones; F3 la orientación de la SFCR hacia el cliente; F4 la importancia de la imagen corporativa y, por último F5 incluye la capacidad de adaptación al cambio.

⁴ La descripción del cuestionario así como los resultados obtenidos a partir de la primera fase de investigación se encuentran descritos en Martín et. al (1998).

TABLA 1: ANÁLISIS FACTORIAL (VARIMAX).

VARIABLES	MATRIZ ROTADA (ROTATED FACTOR MATRIX)					
	COMM.	F1	F2	F3	F4	F5
BASES DE DATOS	0.62133	0.78295	-0.05853	0.05251	-0.002990	-0.03531
REPUTACIÓN PTOS. FINANCIEROS	0.87305	-0.05337	-0.05911	0.19550	-0.23857	0.87839
REPUTACIÓN DE LA EMPRESA	0.82449	0.25763	-0.32505	-0.05869	-0.79442	-0.13381
RED COMERCIAL	0.65883	0.00801	0.10315	0.80469	-0.00792	-0.02315
RELACIÓN CON CLIENTES	0.89259	-0.11243	-0.43890	-0.10396	0.78259	-0.25309
CONTACTOS PERSONALES	0.71326	0.41152	0.20090	-0.54505	0.45099	0.05554
CONOCIMIENTOS TÉCNICOS Y HABILIDADES EMPLEADOS	0.84831	-0.70223	0.45358	0.01622	0.09465	0.37447
PROPENSIÓN A LA CALIDAD	0.85985	0.85024	0.25599	-0.08067	-0.21314	-0.13955
HABILIDAD PARA GESTIONAR EL CAMBIO	0.76681	0.13843	0.24667	-0.22205	0.32197	0.73064
CAPACIDAD PARA INNOVAR	0.76525	0.06594	-0.00961	0.86872	0.00318	0.07832
CAPACIDAD TRABAJO EN EQUIPO	0.93931	-0.24181	-0.87404	-0.20624	-0.06710	-0.26431
ESTILO DE DIRECCIÓN PARTICIPATIVA	0.87792	-0.50009	0.74061	-0.21335	-0.00288	-0.18384
EIGENVALUE		2.72875	2.14525	2.08603	1.47295	1.20803
PORCENTAJE VARIANZA		22.7%	17.9%	17.4%	12.3%	10.1%

A partir de los cinco factores anteriores, definimos cinco nuevas variables que resumen aquellas que configuraban la competitividad: “orientación hacia la calidad”, “grado de centralización en la toma de decisiones”, “orientación al cliente”, “imagen corporativa” y “capacidad de adaptación al cambio”.

Con objeto de poder realizar la contrastación de las hipótesis, efectuamos un análisis cluster utilizando para ello el método K-means. Dado que en dichas hipótesis partimos de la consideración de que la orientación estratégica de la empresa condiciona su actuación en el mercado, el grado de participación en el gobierno de la empresa financiada, y la etapa preferente de inversión, definimos tres grupos correspondientes a cada una de las tres estrategias consideradas: prospectivas, analizadoras y defensivas. Con ello, tratamos de descubrir si la composición de cada uno de estos tres grupos es coherente en relación a la tipología estratégica, tipo de riesgo, y relación post-inversora.

El análisis de la varianza (tabla 2) nos muestra las cuatro variables significativas en la formación de los clusters: “estrategia”, “orientación hacia la calidad”, “imagen corporativa” y “participación de la SFCR en el gobierno de la empresa financiada”, las tres primeras con un p-value < 0,05, y la última con un valor próximo aunque superior al límite aceptado (p-value = 0.082)

TABLA 2: CLUSTER K-MEANS (ANOVA)

VARIABLES	CLUSTE R MS	DF	ERROR MS	DF	F	PROB
ESTRATEGIA	10.49	2	0.211	20	49.72	0.000
PARTICIPACIÓN	0.42	2	0.148	20	2.84	0.082
ORIENTACIÓN HACIA LA CALIDAD	0.31	2	0.060	20	5.21	0.015
GRADO DE CENTRALIZACIÓN TOMA DECISIONES	0.26	2	0.295	20	0.88	0.428
ORIENTACIÓN AL CLIENTE*	0.00	2	0.000	20		
IMAGEN CORPORATIVA	1.22	2	0.251	20	4.89	0.019
CAPACIDAD DE INNOVACIÓN	0.03	2	0.044	20	0.76	0.480

(*) La variable “orientación al cliente” fue eliminada del análisis dado que no mostraba variabilidad de respuesta (M=1, SD=0).

Los clusters obtenidos mostraron las siguientes características (gráfico 1):

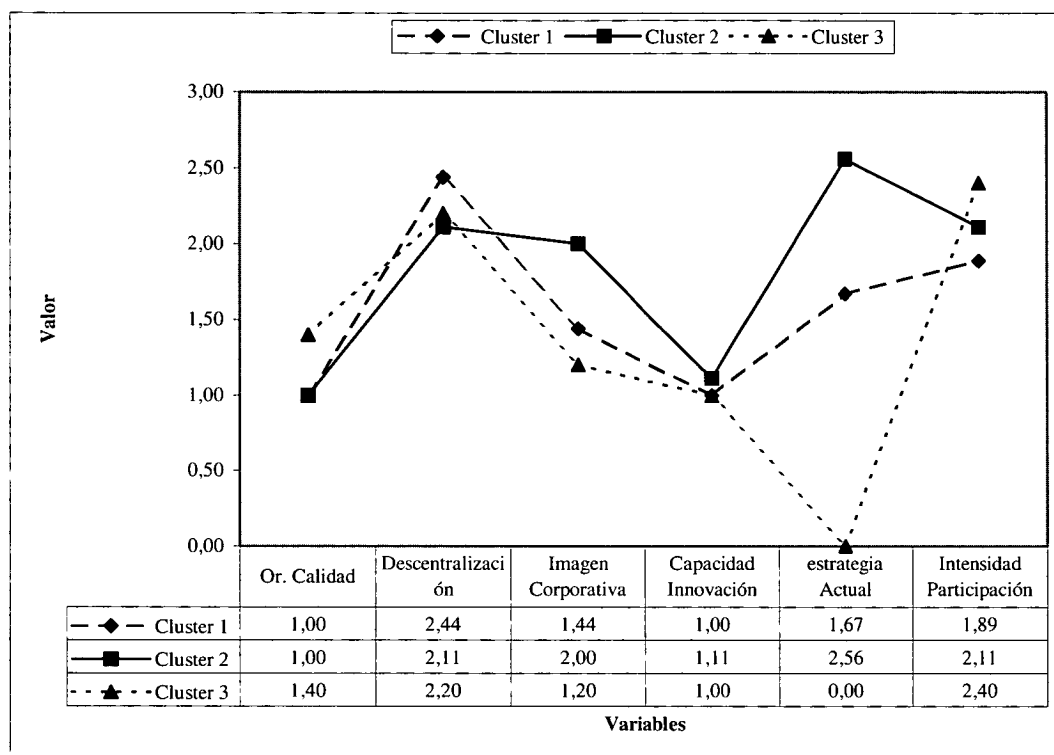
Cluster 1: las empresas que se integran en este grupo mostraron una orientación estratégica mayoritariamente de tipo analizadora, si bien se incluían también aquí todas aquellas con estrategia prospectivas (6 y 3 empresas respectivamente), por lo que podríamos definirlo como prospectivo-analizador. Ninguna de ellas declara tener una participación continuada en los órganos de gestión de las empresas financiadas, por lo que su presencia puede considerarse como esporádica. Clasifican de baja importancia la orientación hacia la calidad y, de importancia media la imagen corporativa.

Cluster 2: Intergrado por todas aquellas empresas que se definieron como defensivas y por las restantes de las analizadoras (5 y 4 empresas respectivamente), pudiendo denominar a este grupo como defensivo-analizador. La intensidad de la participación en la gestión de la empresa financiada es también

fundamentalmente esporádica, si bien una de ellas, lo hace usualmente en los órganos de gestión. La orientación hacia la calidad es poco valorada por todas las empresas del grupo.

Cluster 3: Lo componen cinco empresas que no tienen una estrategia definida (reactivas). En este caso, la participación en los órganos de gestión es más elevada que en los clusters anteriores. Asimismo, dan mayor valoración a la orientación a la calidad y, escasa importancia a su imagen corporativa.

GRÁFICO 1: ANÁLISIS CLUSTER.



Con objeto de analizar la relación entre la estrategia y las etapas preferentes de inversión, éstas las hemos agrupado en: “inversión en etapas tempranas” (seed y star-up), “expansión” e “inversión en últimas etapas” (MBO y reorientación). Dado que el cuestionario planteaba la distribución porcentual de la cartera de inversión de las SFCR, hemos agrupado las respuestas en tres tramos: “bajo” (<10% de la cartera de inversión), “medio” (entre el 10% y el 25%) y “alto” (>25%).

A partir de aquí hemos desarrollado un análisis de la varianza (ONEWAY ANOVA) entre las estrategias seguidas por las SFCR y las distintas preferencias de inversión, así como un análisis factorial de la varianza con las mismas variables. Los resultados se muestran en la Tabla 3.

TABLA 3: ANÁLISIS DE LA VARIANZA.

VARIABLES	ONEWAY ANOVA (ESTRATEGIA)				
	DF	SUM SQ.	MEAN SQ.	F	F PROB.
INVERSIÓN EN ETAPAS TEMPRANAS	3	8.468	2.822	5.381	0.007
INVERSIÓN EN EXPANSIÓN	3	0.272	0.090	0.128	0.942
INVERSIÓN EN ÚLTIMAS ETAPAS	3	4.752	1.584	4.361	0.016
MANOVA (ESTRATEGIA)					
INVERSIÓN EN ETAPAS TEMPRANAS	2	0.371	0.186	0.137	0.873
INVERSIÓN EN EXPANSIÓN	2	0.533	0.267	0.197	0.823
INVERSIÓN EN ÚLTIMAS ETAPAS	2	2.932	1.466	1.081	0.363

Como puede observarse en la variable “inversión en expansión” no es significativa” (F=0.128, p-value=0.942), mientras que las otras dos: “inversión en etapas tempranas” (F=5.381, p-value=0.007) e “inversión en últimas etapas” (F=4.361, p-value=0.016), presentan diferencias significativas para la variable estrategia. El análisis multivariante de la varianza no presenta valores adecuados en ninguna de las tres opciones (p-value es superior a 0.05).

DISCUSION DE LOS DATOS

Los resultados obtenidos del análisis de los datos, nos permiten extraer ciertas conclusiones acerca del comportamiento estratégico de las SFCR. En primer lugar cabe destacar que a partir del análisis factorial efectuado, hemos encontrado la existencia de cinco capacidades en las que las empresas analizadas se apoyan para construir su ventaja competitiva: "orientación hacia la calidad", "grado de centralización en la toma de decisiones", "orientación al cliente", "imagen corporativa" y "capacidad de adaptación al cambio". A partir de estas, junto con la orientación estratégica y el grado de participación en el gobierno de la sociedad financiada, hemos agrupado las empresas de la muestra en tres clusters. Las variables que hemos encontrado significativas en relación con ellos han sido la estrategia, y dos de las nuevas capacidades obtenidas a partir del análisis factorial anterior: "orientación a la calidad" e "imagen corporativa".

Cada uno de estos grupos se han correspondido con diferentes comportamientos estratégicos. Así, el primero de ellos estaba integrado fundamentalmente por empresas prospectivas y analizadora; el segundo por defensivas y analizadoras; y, el tercero no tenía una estrategia claramente definida, puesto que incluía aquellas empresas con una orientación reactiva. Respecto al grado de participación, en los dos primeros clusters se realiza de forma esporádica mientras que en el tercero se presenta un mayor interés, intensidad y compromiso en la gestión de la marcha del negocio financiado.

A partir de estos resultados puede considerarse, que si bien el tipo de participación en la gestión de la empresa financiada está relacionada con la orientación estratégica seguida por las SFCR, ésta no se cumple en todos los casos. Así, las hipótesis H.2. y H.3. han sido contrastadas positivamente, dado que efectivamente las empresas analizadoras participan en la gestión de las empresas financiadas con un grado medio de intensidad (participación esporádica), mientras que las defensivas realizan exclusivamente un seguimiento de los estados financieros sin involucrarse activamente en su gestión. No obstante para la hipótesis H.1. no hemos encontrado el apoyo esperado. Este último resultado, es sorprendente, puesto que dadas las especiales características del mercado de capital-riesgo, cabría esperar que las empresas prospectivas se hubiesen mostrado claramente definidas en un grupo caracterizado por una elevada participación en la empresa financiada.

En cuanto a las hipótesis H.4., H.5. y H.6., definidoras del comportamiento de las empresas en su marcha competitiva, los resultados no muestran un claro apoyo. El no haber encontrado una relación clara entre la orientación estratégica y el cluster a los que pertenecen las empresas, la interpretación de los resultados, a la luz de las hipótesis, es compleja. Las empresas prospectivas muestran efectivamente una orientación hacia la descentralización en la toma de decisiones y, en menor grado, hacia la reputación de la compañía. No obstante no hemos encontrado apoyo en cuanto a la capacidad para gestionar el cambio ni en cuanto a los conocimientos y habilidades de los empleados. Las analizadoras, valoran la cualificación del personal, y en menor medida la capacidad de trabajo en equipo. En relación a la gestión de las fuentes de información, no hemos encontrado los resultados esperados. Por último para las empresas defensivas los resultados muestran, en concordancia con la hipótesis definida, que basan su estrategia en la centralización de la toma de decisiones, así como una escasa valoración tanto de la formación técnica y habilidades de los empleados y como de la innovación. En resumen hemos encontrado un apoyo parcial para la hipótesis H.4. y H.5., mientras que la H.6. ha sido positivamente contrastada.

En cuanto a las hipótesis H.7., H.8. y H.9., que vinculan la estrategia con las etapas preferentes de financiación, los resultados indican lo siguiente: el análisis de la varianza desarrollado demuestra que existe una relación significativa entre la estrategia perseguida por la SFCR y la etapa preferente de inversión cuando esta se sitúa en las primeras y últimas fases del ciclo de vida del proyecto pero no en la fase de expansión. Aquellas empresas que se declaran prospectivas conceden muy baja importancia a la inversión en las últimas etapas de financiamiento estando, por el contrario, interesadas por las etapas tempranas, lo que es coherente con la hipótesis H.7.. Las defensivas no suelen recurrir a la inversión en las etapas situadas en ambos extremos (tempranas y últimas); y, por último, las analizadoras orientan sus inversiones fundamentalmente a las primeras. Estos datos rechazan las hipótesis H.8. y H.9. anteriormente formuladas. Cabe también destacar que aquellas empresas que no mostraron una orientación estratégica claramente definida, tampoco lo hacen en relación con la etapa preferente de inversión (ver tabla 4).

TABLA 4: DISTRIBUCIÓN DE LAS SFCR EN FUNCIÓN DEL GRADO DE IMPORTANCIA POR ETAPAS DE FINANCIACIÓN Y ORIENTACIÓN ESTRATÉGICA.

	ETAPA TEMPRANA DE INVERSION			ULTIMA ETAPA DE INVERSION		
	BAJA IMPORTANCIA	IMPORTANCIA MEDIA	IMPORTANCIA ALTA	BAJA IMPORTANCIA	IMPORTANCIA MEDIA	IMPORTANCIA ALTA
PROSPECTIVAS	1	0	2	3	0	0
ANALIZADORA	0	1	9	9	1	0
DEFENSIVAS	3	1	1	3	1	1
REACTIVAS	3	1	1	1	2	2

CONCLUSIONES

Tras la revisión teórica realizada, se observa que en el sector de las SFCR existen determinadas variables que deberían estar intensamente relacionadas con la orientación estratégica que sigue la empresa. Así, el tipo de riesgo de agencia y de mercado deberían condicionar la elección de la inversión, en función de la etapa en la que se encuentra el negocio, y la relación post-inversora mantenida entre las SFCR y las empresas financiadas. Por otra parte, aspectos como la orientación que dichas empresas (SFCR) mantienen con respecto a la calidad, innovación, descentralización en la toma de decisiones, e imagen, deberían estar condicionadas por la opción estratégica seguida por las mismas. No obstante, el análisis realizado entre una muestra de empresas españolas del sector, pone de manifiesto la escasa relación entre este conjunto de variables. Una posible explicación de esto, puede encontrarse en el menor desarrollo del sector en relación a otros países, o bien en una mayor orientación hacia la faceta puramente financiera del negocio. Esto puede deberse a las características específicas del sector en España frente a otros mercados como el americano y el del resto de Europa (Martín et al., 1998).

En cuanto a los muchos interrogantes que quedan y que pueden constituir futuras investigaciones, cabría analizar si las SFCR europeas presentan un comportamiento diferenciado respecto del hallado en este trabajo, y si una potencial orientación sectorial de las inversiones por parte de estas nos llevaría a resultados más robustos. Otra línea interesante de trabajo se abre con el estudio de las relaciones mantenidas entre las partes involucradas en el negocio, de manera que pueda analizarse con mayor profundidad cual de los dos tipos de riesgos (agencia o de mercado) condiciona en mayor medida el comportamiento de la empresa financiadora. Esta última orientación nos llevaría a analizar los costes de oportunidad ligados al grado de confianza entre las partes involucradas en el negocio.

Para concluir, también creemos que sería necesario la contrastación de la información suministrada por las SFCR en relación con las actividades post-inversoras, a través de la encuestación a las empresas receptoras de su financiación. La dificultad que entraña esta tarea se encuentra en la identificación de las empresas y proyectos financiados con fondos de capital riesgo, y la tradicional baja colaboración en proyectos de investigación de este tipo por parte de las empresas.

Como limitaciones de este trabajo, podríamos destacar las siguientes:

La elección de la tipología estratégica utilizada, podría no ser la más adecuada por las características específicas de las SFCR. En la misma línea puede situarse la adaptación que hemos realizado de los recursos y capacidades definidos por Hall (1992; 1993). No haber considerado la especialización sectorial de las inversiones, podría haber condicionado los resultados obtenidos. No obstante, el reducido tamaño de la población no aconsejaba su segmentación.

Desde el punto de vista de los criterios utilizados son dos las limitaciones que deseamos destacar: la interpretación realizada de los factores y, la ponderación efectuada para determinar la importancia que la etapa de inversión tiene en la cartera de productos de las SFCR.

BIBLIOGRAFIA

- AMIT, R; GLOSTEN L Y MULLER, E (1990): "ENTREPRENEURIAL ABILITY, VENTURE INVESTMENTS, AND RISK SHARING" *MANAGEMENT SCIENCE*, v.38 n.10 P: 1232-1245
- BARNEY, J.B. (1991): "FIRM SOURCES AND COMPETITIVE ADVANTAGE" *JOURNAL OF MANAGEMENT*, n7, pp.:99-120.
- BARNEY, J B; BUSENITZ, L.; FIET, J.O Y MOESEL, D. (1994): "THE RELATIONSHIP BETWEEN VENTURE CAPITALISTS AND MANAGERS IN NEW FIRMS: DETERMINANTS OF CONTRACTUAL COVENANTS" *MANAGERIAL FINANCE* v.20 n.1 PP: 19-30
- BARNEY, J.B; BUSENITZ, L; FIET, J.O. Y MOESEL, D. (1989): "THE STRUCTURE OF VENTURE CAPITAL GOVERNANCE: AN ORGANIZATIONAL ECONOMIC ANALYSIS OF RELATIONS BETWEEN VENTURE CAPITAL FIRMS AND NEW VENTURES" *ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL BEST PAPERS PROCEEDINGS*, WASHINGTON. 64-68
- BARNEY, J.B; BUSENITZ, L; FIET, J.O. Y MOESEL, D. (1996): "NEW VENTURE TEAMS' ASSESSMENT OF LEARNING ASSISTANCE FROM VENTURE CAPITAL FIRMS"
- BISQUERRA, R. (1989). *INTRODUCCIÓN CONCEPTUAL AL ANÁLISIS MULTIVARIANTE*. P.P.U. EDIC. BARCELONA
- BYGRAVE, W Y TIMMONS, J (1992): *VENTURE AND RISK CAPITAL: PRACTICE AND PERFORMANCE, PROMISES AND POLICY*. BOSTON: HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS.
- CABLE, D Y SHANE, S, (1997): "A PRISONER'S DILEMMA APPROACH TO ENTREPRENEUR-VENTURE CAPITALIST RELATIONSHIPS" *ACADEMY OF MANAGEMENT REVIEW* v.22 n.1 PP: 142-176
- CAZORLA, L.; CÉSPEDES, J., Y CANO, C.J. (1997): "ESTRATEGIA INVERSORA DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO: UN ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES" *INVESTIGACIONES EUROPEAS DE DIRECCIÓN Y ECONOMÍA DE LA EMPRESA*, 3:1, 77-91.
- EHRlich, S.; DE NOBLE, A.; MOORE, T. Y WEAVER, R. (1994): "AFTER THE CASH ARRIVES: A COMPARATIVE STUDY OF VENTURE CAPITAL AND PRIVATE INVESTOR INVOLVEMENT IN ENTREPRENEURIAL FIRMS" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING* v.9 n.1 PP: 67-82
- FIET, J.O. (1995): "RISK AVOIDANCE STRATEGIES IN VENTURE CAPITAL MARKETS" *JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES* v32, N4, PP: 551-574

- FRIED, V.H.; BRUTON, G.D., Y HISRICH, R.D., (1998): "STRATEGY AND THE BOARD OF DIRECTORS IN VENTURE CAPITAL-BACKED FIRMS" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING*, 13, 493-503
- GALÁN, J.L.; MARTÍN, F.; ROMERO, P. Y VALLE, R. (1991): "CAPITAL RIESGO E INNOVACIÓN: UN ANÁLISIS EN LA COMUNIDAD EUROPEA". *REVISTA EUROPEA DE DIRECCIÓN Y ECONOMÍA DE LA EMPRESA*. VOL.2, N.2. PP.9-17
- GOMPERS, P.A. (1995): "OPTIMAL INVESTMENT, MONITORING, AND THE STAGING OF VENTURE CAPITAL". *THE JOURNAL OF FINANCE*, 5, 1461-1489.
- GORMAN, M. Y SAHLMAN, W. (1985): "INFORMAL RISK CAPITAL INVESTMENT IN THE SUNBELT REGION" *US SMALL BUSINESS ADMINISTRATION OFFICE OF ADVOCACY*, WASHINGTON D.C.
- GORMAN, M. Y SAHLMAN, W. (1989): "WHAT DO VENTURE CAPITALISTS DO?" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING*, 4, 231-248.
- HALL, R. (1992): "THE STRATEGIC ANALYSIS OF INTANGIBLE RESOURCES" *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, 13: 135-144.
- HALL, R. (1993): "A FRAMEWORK LINKING INTANGIBLE RESOURCES AND CAPABILITIES TO SUSTAINABLE COMPETITIVE ADVANTAGE". *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, VOL.14, PP.607-618
- KIRZNER, I. (1973). *COMPETITION AND ENTREPRENEURSHIP*. CHICAGO: UNIVERSITY OF CHICAGO PRESS.
- LAM, S (1991): "VENTURE CAPITAL FINANCING: A CONCEPTUAL FRAMEWORK" *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, v. 18, n.2, pp:137-149
- MACMILLAN, I; KULOW, D Y KHOYLIAN, R (1989): "VENTURE CAPITALISTS INVOLVEMENT IN THEIR INVESTMENTS: EXTENT AND PERFORMANCE" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING* N 4, PP:27-47
- MARTÍ, J. (1995):
- MARTÍN, F.; ROMERO, P.M., Y VALLE, R. (1998): INFLUENCIA DE LA PROPIEDAD EN EL COMPORTAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE CAPITAL RIESGO", ACTAS DEL XII CONGRESO NACIONAL Y VIII CONGRESO HISPANO FRANCÉS, AEDM, MÁLAGA.
- MEYER, J Y SHAO, J.(1995): "INTERNATIONAL VENTURE CAPITAL PORTFOLIO DIVERSIFICATION AND AGENCY COSTS" *MULTINATIONAL BUSINESS REVIEW* v.3, n.1, pp: 53-58
- MILES, R.E., Y SNOW, C.C. (1978): *ORGANIZATIONAL STRATEGY, STRUCTURE, AND PROCESS*, MCGRAW-HILL.
- MUZYKA, D.; BIRLEY, S., Y LELEUX, B. (1996): "TRADE-OFFS IN THE INVESTMENT DECISIONS OF EUROPEAN VENTURE CAPITALISTS" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING*, 11, 273-287.
- NORUSIS, M.J. (1989) *SPSS PROFESSIONAL STATISTICS 6.1*. SPSS INC.
- PECK, S.R. (1994): "EXPLORING THE LINK BETWEEN ORGANIZATIONAL STRATEGY AND THE EMPLOYMENT RELATIONSHIP: THE ROLE OF HUMAN RESOURCES POLICIES" *JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES*, 31, 715-736
- PERRY, L.T. (1988): "VENTURE CAPITAL CONNECTION: HOW TO RELATIONSHIPS BETWEEN FOUNDERS AND VENTURE CAPITALISTS AFFECT INNOVATION IN NEW VENTURES" *ACADEMY OF MANAGEMENT EXECUTIVE*, 2, 205-212
- PERRY, D.(1995): "VENTURE FACTORING: A NEW TWIST IN SMALL BUSINESS FINANCING" *SECURED LENDER* v.51, n.6, pp: 46-52
- PORTER, M.E. (1980): *COMPETITIVE STRATEGY*. THE FREE PRESS.
- REA, R.H. (1989): "FACTORS AFFECTING SUCCESS AND FAILURE OF SEED CAPITAL/START-UP NEGOTIATIONS" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING*, n.4, pp:149-158
- ROCK, A. (1991): "STRATEGY VS. TACTICS FROM A VENTURE CAPITALIST". IN W. SAHLMAN AND H. STEVENSON, (EDS.), *THE ENTREPRENEURIAL VENTURE*. BOSTON, MA: HARVARD BUSINESS SCHOOL, 215-221.
- SAHLMAN, W. (1990): "THE STRUCTURE AND GOVERNANCE OF VENTURE-CAPITALIST ORGANIZATIONS" *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, n.27, pp:473-521
- SAPIENZA, H Y GUPTA, A. (1994): "IMPACT OF AGENCY RISKS AND TASK UNCERTAINTY ON VENTURE CAPITALIST - CEO INTERACTION" *ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL* v.37, n.6, pp: 1618-1632
- SAPIENZA, H. Y KORSGAARD, M. (1996): "THE ROLE OF PROCEDURAL JUSTICE IN ENTREPRENEUR-VENTURE CAPITALIST CAPITAL RELATIONS" *ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL* n.39, pp:544-574
- SAPIENZA, H.; MANIGART, S.Y VERMEIR, W. (1995): "A COMPARISON OF VENTURE CAPITALIST GOVERNANCE AND VALUE-ADDED IN THE U.S. AND WESTERN EUROPE" *ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL* BEST PAPERS PROCEEDINGS 1995, pp:105-109
- STEIER, LL. Y GREENWOOD, R.(1995): "VENTURE CAPITALIST RELATIONSHIPS IN THE DEAL STRUCTURING AND POST-INVESTMENT STAGES OF NEW FIRM CREATION" *JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES* v.32, n.3, pp:337-357
- TIMMONS, J. Y BYGRAVES, W. (1986): "VENTURE CAPITALIST'S ROLE IN FINANCING INNOVATION FOR ECONOMIC GROWTH" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING* n.1, pp: 161-176
- WETZEL, W. (1986): "INFORMAL RISK CAPITAL: KNOWN AND UNKNOWN" EN SEXTON, D. Y SMILOR, R (EDS) *THE ART AND SCIENCE OF ENTREPRENEURSHIP*. CAMBRIDGE, MASS: BALINGER
- WRIGHT, P.M.; MCMAHAN, G.C., Y MCWILLIAMS, A. (1994): "HUMAN RESOURCES AND SUSTAINED COMPETITIVE ADVANTAGE: A RESOURCE-BASED PERSPECTIVE" *INTERNATIONAL HUMAN RESOURCE MANAGEMENT*, 5:2, 301-326.