

Los diferentes tipos de operadores de capital riesgo españoles ante la transparencia informativa 'online'

Arturo Haro de Rosario

Investigador del Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería y profesor de materias relacionadas con el área de Economía Financiera y Contabilidad (España).

María del Carmen Caba Pérez

Profesora titular del Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería (España).

María del Mar Sánchez Cañadas

Profesora titular del Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería (España).

arturo.haro@ual.es, ccaba@ual.es, mmsanchez@ual.es

Recibido: julio, 2011.

Aceptado: diciembre, 2011.

Publicado: diciembre, 2012.

Resumen

Aunque en España no existe ninguna legislación que regule la transparencia a través de Internet de los diferentes operadores de capital riesgo, muchas son las iniciativas que se están proponiendo en los últimos años a escala internacional con el fin de mejorarla. Bajo esta circunstancia se realiza un estudio de las distintas entidades de capital riesgo españolas, diferenciando entre sociedades de capital riesgo, sociedades gestoras de capital riesgo nacionales y sociedades gestoras de capital riesgo transnacionales, para averiguar el uso que hacen de Internet como medio de divulgación de información financiera y no financiera y analizar su transparencia *online*.

Palabras clave

Capital riesgo, transparencia, Internet, *online*.

Abstract

Although in Spain there is no legislation on transparency on Internet for the different venture capital operators, many initiatives are being proposed in recent years, at international level, in order to improve it. Under this circumstance there is realized a study of the different Spanish venture capital operators, differentiating among venture capital firms, national venture capital management firms and transnational venture capital management firms, to verify the use that they do of Internet as way of spreading financial and not financial information and to analyze his transparency online.

Key words

Venture capital, transparency, Internet, online.

Introducción

En los últimos años se está produciendo una internacionalización de la actividad empresarial, de forma que cada vez son más las empresas que buscan no solo una mayor cuota de mercado para sus productos dentro de sus fronteras, sino también nuevos mercados fuera de ellas. Ante esta situación, son muchas las empresas que han considerado conveniente darse a

En España no está regulada la transparencia 'online' de las SCR

conocer a través de Internet, al ser un medio en el que la información está disponible en todo momento para cualquier potencial consumidor.

Con respecto al capital riesgo, la literatura reciente ha puesto de manifiesto las bondades de esta fuente de financiación (Alemany, 2004; Belke, Fehn & Foster, 2006; European Private Equity and Venture Capital Association, 2002; Hellmann & Puri, 2002; Kortum & Lerner, 2000). Además, este sector no solo favorece que las empresas financiadas perduren en el tiempo, sino que también ejerce un notable efecto impulsor del empleo (Belke, Fehn & Foster, 2001; Dávila, Foster & Gupta, 2003; Engel, 2002; Engel & Keilbach, 2007; Tykvova, 2000), aspecto importante que se debe considerar teniendo en cuenta la elevada tasa de desempleo actual en España.

Por tanto, dado que las empresas participadas por entidades de capital riesgo estimulan fuertemente la economía al crecer más rápidamente, generar más empleo e internacionalizarse en mayor medida que las empresas no financiadas con estos fondos, el capital riesgo adquiere una mayor importancia en el contexto actual de crisis económica y financiera (Martí, Sala & Barthel, 2009). Así las cosas, son muchos los países que respaldan y apoyan el desarrollo de este sector, ya que es beneficioso para la economía, el empleo y el tejido empresarial.

Sin embargo, el grado de transparencia e información en el capital riesgo ha sido durante mucho tiempo una cuestión que importaba exclusivamente a las entidades de capital riesgo y a los inversores (se centraba en aumentar la consistencia y la estandarización de la información compartida y, en especial, de las valoraciones de las carteras). Aunque el cambio de ciclo económico, con la consiguiente caída de la rentabilidad del sector tras la exuberancia de finales de los noventa, y el interés global en aumentar la transparencia empresarial han puesto sobre la mesa el debate sobre el grado de transparencia que las empresas de capital riesgo deben tener, no solo ya con sus clientes, sino también con el público en general.

Las sociedades de capital riesgo argumentan que revelar datos de rendimiento sería perjudicial para su negocio porque gran cantidad de acuerdos están sujetos a cláusulas de confidencialidad. Sin embargo, lo cierto es que el dato de rendimiento de una firma de capital riesgo tendría que ser el factor más importante sobre el cual un inversor debería basar su decisión de invertir en tal o cual fondo de capital riesgo. Así, la publicación de los datos de rendimiento de los fondos de capital riesgo puede ser dañina a corto plazo, pero compensa a largo plazo. Los rendimientos en el sector aparecen a los cuatro, cinco o seis años de la inversión, por lo que la publicación anual de las rentabilidades puede ofrecer en los primeros años una imagen negativa, pero a medio plazo quedaría claro qué fondos son los más rentables.

Según Balboa, la opacidad del capital riesgo se presenta actualmente como obstáculo al desarrollo de este tipo de entidades por dos motivos. En primer lugar, nos encontramos con que “la falta de transparencia puede disminuir el interés de los inversores por esta categoría de activos”. En segundo lugar, “la falta de transparencia alimenta las sospechas del público sobre el origen de las remuneraciones espectaculares de ciertos gestores de fondos de capital riesgo” (Balboa, 2007).

No obstante, esta opacidad puede superarse, en parte, mediante la divulgación de información a través de las nuevas tecnologías. Así, autores como Larrán y Giner señalan que “el uso de Internet, nuevo canal de comunicación, en la divulgación de información financiera y no financiera permite a las empresas divulgar una mayor cantidad de información entre un número mayor de usuarios, de forma más oportuna y con un coste menor” (Larrán & Giner, 2001). De esta manera, se consiguen una mayor transparencia y, por tanto, un

Existe un gran número de iniciativas europeas para mejorar la transparencia 'online' de las SCR

funcionamiento más eficiente de los mercados y de la economía en general. Por ello, “el suministro de información económico-financiera de las empresas a través de Internet está experimentando un desarrollo espectacular que está revolucionando el proceso de difusión de este tipo de información” (Bonsón & Escobar, 2006).

Por otro lado, los organismos reguladores de los principales mercados financieros han comenzado a desarrollar normativas que especifiquen la utilización de la Web como elemento para fomentar la transparencia. En España, la Ley 26/2003, de 17 de julio, trata de reforzar la transparencia *online* de las sociedades anónimas cotizadas en el primer mercado. Sin embargo, aunque la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, pone de manifiesto la necesidad de fomentar la transparencia, no especifica nada sobre la transparencia *online* de estas entidades.

En este contexto, el trabajo tiene como principal objetivo el análisis de la transparencia *online* de los distintos tipos de operadores de capital riesgo, diferenciando entre sociedades de capital riesgo, sociedades gestoras de capital riesgo nacionales y sociedades gestoras de capital riesgo transnacionales, con lo cual se intenta cubrir parte del vacío existente en cuanto al desconocimiento de la cantidad y la calidad de la información que se muestra en la web corporativa de dichas organizaciones. Como muestra objeto de estudio se han tomado las entidades de capital riesgo incluidas en la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

Con el fin de lograr la meta señalada, se ha estructurado el trabajo tal como se explica a continuación. Tras esta introducción, se exponen las iniciativas europeas en materia de transparencia. En el siguiente apartado se propone un modelo de transparencia *online* y a continuación figura la metodología. El epígrafe siguiente comprende el estudio en sí, que incluye el ámbito de estudio y el análisis de los resultados. En último lugar se recogen las conclusiones más relevantes del trabajo.

Principales iniciativas reguladoras europeas

La Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, supuso una importante novedad en la regulación de este sector en España. Esta ley introdujo incentivos para que las sociedades y fondos dedicados al capital riesgo se inscribieran en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), ya que había un número significativo de entidades que no estaban inscritas en el registro de entidades de capital riesgo. Actualmente, la mayoría de estas entidades remiten a la CNMV, durante los cuatro primeros meses de cada ejercicio, las cuentas anuales, el informe de gestión, la propuesta de aplicación del resultado y el informe de auditoría.

Asimismo, publican y remiten a la CNMV una memoria anual y un folleto informativo sobre los accionistas o partícipes y la situación económico-financiera de la entidad. Además, comunican los hechos relevantes, entendiéndose como tales aquellos que afecten al valor de inversiones que representen el 5 % del activo de la entidad. Sin embargo, esta información facilitada a la CNMV no es accesible a través de la Red para que cualquier persona interesada pueda consultarla gratuitamente, como ocurre con las empresas que cotizan en bolsa.

Por tanto, aunque en España existen normas que regulan la supervisión, no existe legislación sobre la transparencia *online* de las entidades de capital riesgo, entendida esta como el suministro o publicación de información financiera y no financiera relevante, suficiente, veraz, precisa y permanente dirigida a los distintos *stakeholders* o usuarios interesados. Sin embargo, esta situación se está tratando de paliar en otros países europeos, que, conscientes

La página web como medio para mostrar información cobra especial importancia en todas las propuestas

de la necesidad inmediata de regular la opacidad de este tipo de entidades, en los últimos años han propuesto diversas iniciativas con el fin de mejorar la transparencia de las entidades de capital riesgo.

Concretamente, en el ámbito europeo, en 2007 el Parlamento Europeo aprobó un Proyecto de Informe con recomendaciones destinadas a la Comisión sobre la Transparencia de los Inversores Institucionales. En dicho proyecto, el Parlamento solicitó a la Comisión que presentara una propuesta que garantizara un grado común de transparencia y que abordara las cuestiones relativas a los fondos de cobertura (*hedge funds*) y los fondos de capital riesgo/inversión (*private equity funds*). Además, la directiva debe contar con la flexibilidad suficiente para que los estados miembros puedan incorporar las normas de la Unión Europea (UE) a sus actuales ordenamientos jurídicos.

En cuanto a iniciativas en países pertenecientes a la UE, destaca el caso del Reino Unido, que fue el primer país que emitió, en noviembre de 2007, un código de conducta (Directrices para la Divulgación y la Transparencia en Sociedades de Capital Riesgo) con recomendaciones a las entidades de capital riesgo sobre la información que deben contener sus páginas web con objeto de aumentar su transparencia.

En Italia, la Italian Private Equity and Venture Capital Association (AIFI) encargó en 2007 un informe de la situación actual del capital riesgo en Italia a un grupo de expertos. Dicho informe contiene recomendaciones para ayudar al sector del capital riesgo y, entre las mejoras más importantes que el grupo cree necesarias para el crecimiento de la industria del capital riesgo a escala europea, señala una mayor difusión de información sobre el capital riesgo, es decir, una mayor transparencia.

En Suecia, en 2008, la Swedish Venture Capital and Private Equity Association (SVCA) elaboró unas recomendaciones en materia de transparencia y divulgación de información por parte de los participantes en la industria del capital riesgo en las que se pone de manifiesto la necesidad de disponer de una página web con el fin de mejorar la transparencia del sector. Además, en estas recomendaciones aparece explícitamente la información *online* que se debe ofrecer.

En Francia, más de 150 entidades de capital riesgo han suscrito el documento emitido por la French National Venture Capital and Private Equity Association (AFIC) en 2008. El documento, menos descriptivo que las directrices de otros países de la UE, hace hincapié en la transparencia, la calidad y la objetividad de la información, así como en la capacidad de respuesta de comunicación de las entidades de capital riesgo.

En octubre de 2008, en Alemania, la German Private Equity and Venture Capital Association (BVK) anunció que había adoptado un enfoque unificado de comunicación a través de las Directrices para la Divulgación y la Transparencia de las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo. Estas directrices contienen recomendaciones sobre la divulgación de información de la cartera de empresas, la divulgación de información por los miembros, la comunicación entre estos y sus inversores, la comunicación con la cartera de empresas y el suministro de información a la BVK. Además, toda la información requerida debe ser revelada a través de la página web de la compañía de forma fácilmente accesible.

Por último, en enero de 2009 se publicaron una serie de directrices clave para el capital riesgo en Dinamarca, fruto del trabajo que viene realizando desde 2007 la Danish Venture Capital and Private Equity Association (DVCA) para crear un marco que establezca una mayor apertura y transparencia en la industria del capital riesgo en ese país.

Como puede observarse en el cuadro 1, el uso de la página web como medio para mostrar información, tanto financiera como no financiera, cobra especial importancia en prácticamente todas las directrices y recomendaciones propuestas por los países miembros de la UE, que aconsejan que las entidades de capital riesgo deben mostrar, al menos, información *online* relativa a su historia, situación financiera, forma de organización y funcionamiento.

Cuadro 1
Principales iniciativas europeas

Iniciativas	Principales aportaciones
Proyecto de informe del Parlamento Europeo (2007)	<ul style="list-style-type: none"> Las entidades de capital riesgo deben divulgar a las empresas cuyas acciones adquieran o posean, a los inversores particulares e institucionales, a los intermediarios con alta calidad crediticia (<i>prime brokers</i>) y a los supervisores su política de inversión y los riesgos asociados. El Parlamento Europeo pide a la Comisión sobre la transparencia de los inversores institucionales: <ul style="list-style-type: none"> que adopte normas que prohíban que los fondos de capital riesgo/inversión “saqueen” las empresas (el denominado “desmantelamiento de activos”), haciendo un mal uso de su poder financiero de forma que se perjudique a la empresa adquirida; que investigue la cuestión del blanqueo de capitales en el contexto de los fondos de cobertura y de los fondos de capital riesgo/inversión; y que estudie la posibilidad de que se apliquen a las inversiones alternativas condiciones contractuales que permitan una limitación inequívoca del riesgo, la adopción de medidas en caso de que se sobrepasen los umbrales, una divulgación adecuada, la descripción clara de los períodos de bloqueo y la supeditación de la cancelación y resolución del contrato al cumplimiento de condiciones explícitas.
Reino Unido: directrices (2007)	<ul style="list-style-type: none"> Las sociedades de capital riesgo deben publicar una revisión anual o proporcionar en su página web información que describa la forma en la que encajan en la empresa en conjunto, con un resumen de su enfoque de inversión e indicaciones de la dirección de la empresa y la confirmación de que tiene las medidas adecuadas para hacer frente a conflictos de intereses. Dicha revisión anual debe incluir el compromiso de ajustarse a las directrices, proporcionar la descripción de las empresas participadas por la sociedad de capital riesgo y la cartera de categorización de los socios comanditarios en el fondo o fondos, incluidos una clasificación geográfica y un desglose por tipo de inversor. Las directrices también recomiendan que la British Venture Capital Association (BVCA) someta las directrices a examen y a un grupo de vigilancia para examinar la conformidad y garantizar que siguen siendo apropiadas a la luz de las condiciones cambiantes.
Italia: informe de la Italian Private Equity and Venture Capital Association (2007)	<ul style="list-style-type: none"> La AIFI cree que un mayor reconocimiento del papel positivo desempeñado por la actividad del capital riesgo es fundamental para el desarrollo del sector. En este sentido, para una mejor comprensión del potencial de la actividad del capital riesgo en términos de contribución al crecimiento económico de un Estado, es importante una mayor difusión de información sobre el capital riesgo, haciendo especial hincapié en la transparencia de esta industria. En lo que respecta a las cuestiones relacionadas con la estructuración de fondos, la AIFI sostiene que es realmente importante para la industria, fiscalmente hablando, tratar dichos fondos igual que otra transacción financiera y aplicarles el principio de transparencia italiano. La AIFI propone también la eliminación del impuesto sobre el resultado del fondo y pide la introducción de un impuesto sustitutivo que grave directamente a los inversores del fondo, que son los que reciben los beneficios.
Suecia: recomendaciones de la Swedish Venture Capital and Private Equity Association (2008)	<ul style="list-style-type: none"> Las entidades de capital riesgo deben disponer de un sitio web con el fin de proporcionar información sobre sí mismas y sobre sus inversiones. Más concretamente, la web debe contener información sobre los siguientes aspectos: <ul style="list-style-type: none"> Operaciones y volumen de negocios. Composición del consejo. Informes financieros. Eventos importantes. Fondos de inversión disponibles y estructura de propiedad. Principales ejecutivos. Tamaño y estrategia de inversión de los fondos. Inversores, por categoría y zona geográfica. Inversiones realizadas, con la siguiente información de cada empresa: fecha de la inversión, fecha prevista para la desinversión, datos básicos de la empresa y su volumen de negocios, enlace a la página web de la empresa, políticas en caso de conflicto de intereses y políticas sobre responsabilidad social corporativa y cuestiones ambientales.

(Continúa)

Cuadro 1 (continuación)

Principales iniciativas europeas

Francia: documento de la French National Venture Capital and Private Equity Association (2008)	<ul style="list-style-type: none"> • Los miembros de la AFIC están obligados a presentar información de forma anual (este documento es el más abierto y no indica qué clase de información deben aportar) con el fin de que la AFIC pueda elaborar un informe anual. • El documento tampoco indica qué información deben publicar las entidades de capital riesgo. Tan solo exige la publicación de un informe a las sociedades que estén valoradas en más de 750 millones de euros y tengan más de 1.000 empleados, aunque dichas sociedades son las que deciden el contenido del informe.
Alemania: directrices de la German Private Equity and Venture Capital Association (2008)	<ul style="list-style-type: none"> • En su informe financiero anual, una sociedad de capital riesgo debe proporcionar información que incluya la identidad de quien controla los fondos (directa o indirectamente) y de las empresas que (directa o indirectamente) administran dichos fondos o asesoran sobre ellos. • Si el informe anual completo no se publica en la web, se ha de publicar al menos un resumen de dicho informe con las cifras clave y la información más importante, además de un calendario financiero que contenga las fechas más destacadas (fecha de publicación del informe, junta de accionistas, etc.). • La página web debe contener la siguiente información: <ul style="list-style-type: none"> – Información sobre su historia, los principios de inversión y la duración media de las inversiones. – Identificación de las empresas participadas. – Información sobre el consejo de administración, los gestores y los asesores de las inversiones. – Información básica sobre los inversores, desglosados por zona geográfica, fondo y tipo de inversor. • Las entidades de capital riesgo deben entregar cada año una copia del informe financiero a la BVK. Esta, además, recopila periódicamente información sobre sus miembros y cada año elabora un informe sobre el grado de cumplimiento de las directrices por parte de estos.
Dinamarca: directrices de la Danish Venture Capital and Private Equity Association (2009)	<ul style="list-style-type: none"> • Con el fin de evaluar la transparencia de las actividades, las entidades de capital riesgo deben presentar a la DVCA datos relativos a las siguientes cuestiones: <ul style="list-style-type: none"> – Ingresos y beneficios. – Crecimiento orgánico. – Estructura de capital. – Rotación de los empleados (incluido el número de empleados al inicio y al final del año, desglosado por Dinamarca y el resto del mundo). – Inversión en capital humano. – Inversión en capital fijo. – Flujos de caja. – Gastos de investigación y desarrollo.

Fuente: elaboración propia.

Hacia un modelo de transparencia 'online'

Una revisión de la literatura publicada en la última década sobre Internet como medio de divulgación de la información financiera nos permite destacar que muchos de estos trabajos (Gray & Debreceny, 1997; Graven & Marston, 1999; Pirchegger & Waczenhofer, 1999) se han centrado en el análisis de la evolución de determinadas compañías cotizadas (fundamentalmente europeas y americanas) respecto al suministro de información económico-financiera vía Internet, por lo que existe un vacío en el análisis de las entidades de capital riesgo en este campo.

En cuanto a su contenido, buena parte de estos trabajos, al analizar el uso de Internet en las empresas cotizantes en el mercado de valores, plantean la elaboración de índices de cuantificación de la información divulgada y señalan la información financiera y no financiera que consideran conveniente divulgar (Ettredge, Richardson & Scholz, 2000; Gandía, 2000; Larrán & Giner, 2001). Otros han tratado de buscar los motivos o las razones que han determinado la variación existente en la cantidad de información financiera y no financiera divulgada a través de la página web de las compañías (Bonsón & Escobar, 2002; Larrán & Giner, 2001), para lo que han contrastado hipótesis tales como si está condicionada por el

Debido a sus notables diferencias de funcionamiento, se distingue entre SCR y sociedades gestoras

sector en el que opera, por el tamaño de la empresa, por la localización geográfica o cultural, por el endeudamiento empresarial o por la rentabilidad financiera.

El análisis de las iniciativas desarrolladas por las principales organizaciones contables (ICAEW, 1998; IASC, 1999; FASB, 2000 y 2001) y de las acciones realizadas por las propias empresas para facilitar el suministro de datos a través de Internet (Ashbaugh, Johnstone & Warfield, 1999; Hedlin, 1999; Gandía, 2000; Larrán & Giner, 2001; Bonsón & Escobar, 2002) pone de manifiesto la inexistencia de una estructura estándar, lo cual nos hace reflexionar sobre cuál puede ser la estructura que debería tener un modelo digital de transparencia informativa *online* para las entidades de capital riesgo.

Así, toda entidad de capital riesgo que se plantee la introducción de información para mejorar la transparencia en su web habrá de cuestionarse no solo la divulgación de información financiera, sino también la introducción de información no financiera. De esta forma, consideramos conveniente la inclusión de tres aspectos para mejorar la transparencia informativa *online*:

- Información sobre el gobierno corporativo: transparencia organizativa.
- Información sobre las actividades realizadas: transparencia de la actividad.
- Información sobre la situación financiera: transparencia financiera.

La transparencia organizativa hace referencia a la inclusión en la red de información sobre la estructura de propiedad y el consejo de administración o el comité de inversión. Así, según la BVK, “las webs de las entidades de capital riesgo deben contener información sobre el consejo de administración, los gestores y los asesores de inversiones” (German Private Equity and Venture Capital Association, 2008).

La transparencia de las actividades realizadas, tal como apunta la SCVA, se vería reflejada por la divulgación *online* de información sobre los responsables de la gestión, las políticas de inversión que siguen, los indicadores de las operaciones desarrolladas, etc. (Swedish Venture Capital and Private Equity Association, 2008).

En cuanto a la transparencia financiera, se distingue lo que sería la transparencia sobre los recursos gestionados en las actividades llevadas a cabo por la entidad de capital riesgo y la situación económico-financiera de estas entidades. Según la DVCA, se deben presentar datos relativos a ingresos y beneficios, gastos en investigación y desarrollo y flujos de caja (Danish Venture Capital and Private Equity Association, 2008), es decir, mostrar los estados financieros principales que conforman el informe anual (balance, cuenta de resultados, estado de flujos de tesorería, etc.) y que tradicionalmente son presentados por las empresas a sus accionistas y al mercado de capitales.

Metodología

Para llevar a cabo el análisis de la información que se divulga en las páginas web de los distintos operadores de capital riesgo, con el fin de conocer el grado de transparencia que presentan, se ha procedido a la elaboración de un índice de transparencia informativa en la web (ITW). Los datos que se van a incluir en el índice figuran en una tabla de puntuación que ha tenido en cuenta el modelo propuesto en el apartado anterior (véase el cuadro 2). El hecho de incluir en el índice aspectos relativos al gobierno corporativo, la actividad realizada y la situación financiera nos permite desagregarlo en tres grandes bloques, cada uno de los cuales está representado por un subíndice. Es decir, el primer bloque está representado por el

Dadas las iniciativas internacionales, se distingue entre el carácter nacional y el transnacional

subíndice de transparencia organizativa (ITW_o); el segundo, por el de transparencia de la actividad (ITW_a); y el tercero, por el de transparencia financiera (ITW_f).

Cuadro 2
Factores para analizar la transparencia informativa 'online'

ASPECTOS/VARIABLES	
Gobierno corporativo	
1.	Estructura de propiedad de la sociedad
1.1.	Identificación
1.2.	Recursos aportados
1.3.	Porcentaje de participación
1.4.	Estatutos sociales
1.5.	Reglamento de la junta general
1.6.	Calendario de acontecimientos relevantes (convocatoria de la junta general)
1.7.	Publicidad de los acuerdos de la junta
2.	Consejo de administración o comité de inversión
2.1.	Identificación de la composición del consejo y de las funciones y los cargos de los consejeros
2.2.	Currículum de los miembros del consejo
2.3.	Identificación de la naturaleza de los consejeros (externos/internos) y la entidad a la que representan
2.4.	Reglamento del consejo de administración
2.5.	Informe anual de gobierno corporativo
3.	Departamento de análisis
3.1.	Identificación de la gestión de la actividad
3.2.	Currículum del personal del departamento de análisis
Actividad realizada	
4.	Recursos totales gestionados
4.1.	Recursos en el último año
4.2.	Evolución de los recursos gestionados en los últimos años
5.	Política de inversión
5.1.	Composición del coeficiente obligatorio de inversión
5.2.	Instrumentos financieros accesibles
5.3.	Condiciones particulares de las participaciones en capital (importe máximo, porcentaje máximo de participación, período máximo de participación, etc.)
5.4.	Condiciones particulares de los préstamos participativos (importe máximo, sistema de amortización, plazo, etc.)
5.5.	Condiciones particulares de otros instrumentos financieros (derivados)
5.6.	Fase de inversión prioritaria (semilla, arranque, etc.)
5.7.	Sector de actividad de preferencia
5.8.	Preferencia geográfica
6.	Indicadores de la actividad desarrollada
6.1.	Número total de contactos realizados en el último año
6.2.	Evolución de los contactos realizados (más de un año)
6.3.	Número total de proyectos analizados en el último año
6.4.	Evolución de los proyectos analizados (más de un año)
6.5.	Volumen total de recursos invertidos en el último año
6.6.	Evolución de los recursos invertidos (más de un año)
6.7.	Número de empresas en cartera en el último año
6.8.	Evolución de las empresas en cartera (más de un año)
6.9.	Desinversiones realizadas en el último año
6.10.	Identificación de las empresas participadas
6.11.	Número de años de relación con cada empresa participada

(Continúa)

Los 87 socios de ASCRI que cuentan con página web operativa constituyen la muestra definitiva

Cuadro 2 (continuación)

Factores para analizar la transparencia informativa 'online'

Situación financiera	
7.	Datos económicos de la sociedad
7.1.	Información sobre el balance público y el reservado
7.2.	Información sobre la cuenta de pérdidas y ganancias pública y la reservada
7.3.	Detalle de la tesorería y de otros activos líquidos equivalentes
7.4.	Información sobre devoluciones de aportaciones y ampliaciones de capital
7.5.	Información estadística y operativa
7.6.	Información sobre la aplicación del beneficio del ejercicio
7.7.	Información sobre el estado de cambios en el patrimonio neto
7.8.	Información sobre el estado de flujos de efectivo
7.9.	Información sobre el informe de auditoría
7.10.	Información sobre el informe de gestión

Fuente: elaboración propia.

Los ítems que forman parte de cada uno de estos subíndices han sido diseñados tomando como referencia las obligaciones legales de información, de auditoría y contables a las que están sometidas las entidades de capital riesgo, el Proyecto de Informe del Parlamento Europeo y las directrices y recomendaciones de las asociaciones de entidades de capital riesgo del Reino Unido, Suecia, Dinamarca, Italia, Alemania y Francia.

Los ítems se puntúan de manera dicotómica, de forma que un determinado ítem se valora con un 1 si la información está disponible en la web y con un 0 en caso contrario. En total son 45 ítems los observados: 14 para el ITW_o , 21 para el ITW_a y 10 para el ITW_r .

El índice de transparencia en la web (ITW) se determina mediante el cociente entre el sumatorio de las puntuaciones de todos los ítems (ITW_i) y el número total de ítems observados (45 ítems). Para expresarlo en porcentaje, lo multiplicamos por 100. Asimismo, cada subíndice se determina de forma análoga (véase la fórmula 1).

$$ITW = \frac{\sum_{i=1}^{45} ITW_i}{45} \times 100 \quad (1)$$

Evidencia empírica de la transparencia 'online' de las entidades de capital riesgo españolas

Ámbito de estudio

En el presente trabajo realizamos un estudio comparativo de las entidades de capital riesgo que son socias de pleno derecho de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), distinguiendo entre sociedades de capital riesgo, sociedades gestoras de entidades de capital riesgo nacionales y sociedades gestoras de entidades de capital riesgo transnacionales, para analizar si la diferencia en el tipo de operador afecta a la transparencia *online*. Para comprender por qué se pueden esperar diferencias entre los distintos operadores de capital riesgo en el ámbito de la transparencia informativa, es conveniente definir primero cada tipo de sociedad.

Como cabía esperar, los resultados obtenidos son bajos y el índice toma un valor del 25 %

Las sociedades de capital riesgo nacen con un carácter ilimitado en el tiempo y normalmente adoptan la forma de sociedades anónimas. Son sociedades de carácter financiero y su objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales minoritarias en el capital de empresas no financieras que no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores. También pueden realizar actividades de asesoramiento y facilitar préstamos participativos y formas de financiación; en este caso, únicamente para sociedades participadas. En definitiva, se caracterizan por gestionar e invertir sus propios recursos (en su mayoría capital público), por lo que tienen las limitaciones propias que impone una estructura financiera de este tipo.

Las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo están constituidas por grupos de especialistas con experiencia y prestigio en esta actividad financiera, dedicados a gestionar fondos de capital riesgo, promoviendo su constitución, desarrollo y liquidación y pudiendo también realizar las labores de asesoramiento previstas para las sociedades de capital riesgo. Además de gestionar fondos, las sociedades gestoras pueden dedicarse a administrar los bienes de las sociedades de capital riesgo, de ahí que se haya cambiado su denominación legal, que era la de sociedades gestoras de fondos de capital riesgo.

Por su parte, los fondos de capital riesgo no son considerados personas jurídicas, sino una mera sindicación de aportaciones de particulares (normalmente de carácter privado). Su objeto principal es el mismo que el de las sociedades de capital riesgo y tienen una duración y unos recursos limitados en el tiempo. El inversor de un fondo recibe un dividendo de la empresa participada y la plusvalía generada por la venta del paquete. La sociedad gestora detrae una comisión fija por sus servicios más una participación en el rendimiento implícito.

La principal fuente de ingresos de este sector la constituyen las plusvalías obtenidas con la venta de participaciones. Sin embargo, las posibilidades de desinversión dependen, entre otros factores, del período de maduración de la operación y/o de la posibilidad real de encontrar inversores, por lo que el carácter limitado de los fondos puede aconsejar la participación en operaciones que requieran un período de maduración menor, mientras que las sociedades de capital riesgo se muestran más interesadas en operaciones de mayor duración.

Por otra parte, las sociedades gestoras tienen como objetivo prioritario la obtención de importantes plusvalías en el menor tiempo posible y, en consecuencia, centran su actividad en proyectos menos arriesgados (empresas experimentadas y consolidadas), ya que, aunque las expectativas de beneficio pueden ser menores, las posibilidades reales de desinversión son más elevadas. En cambio, las sociedades de capital riesgo se muestran más interesadas en empresas en estadios inferiores del ciclo de vida empresarial (semilla o arranque).

Como se observa, la diferencia entre ambos operadores radica en la propiedad de los fondos, el carácter público o privado y la duración en el tiempo, circunstancias que afectan a la estrategia de inversión desarrollada y al funcionamiento en general de la sociedad. Estas características pueden influir en la transparencia informativa de cada operador, ya que, por ejemplo, las sociedades de capital riesgo operan fundamentalmente con recursos públicos, por lo que a priori podrían ser más transparentes que las sociedades gestoras. Sin embargo, las sociedades gestoras tienen más dificultades a la hora de captar fondos, ya que se trata de capital privado, por lo que en este sentido pueden estar presionadas a ser más transparentes que las sociedades de capital riesgo, las cuales cuentan con ayudas y subvenciones públicas.

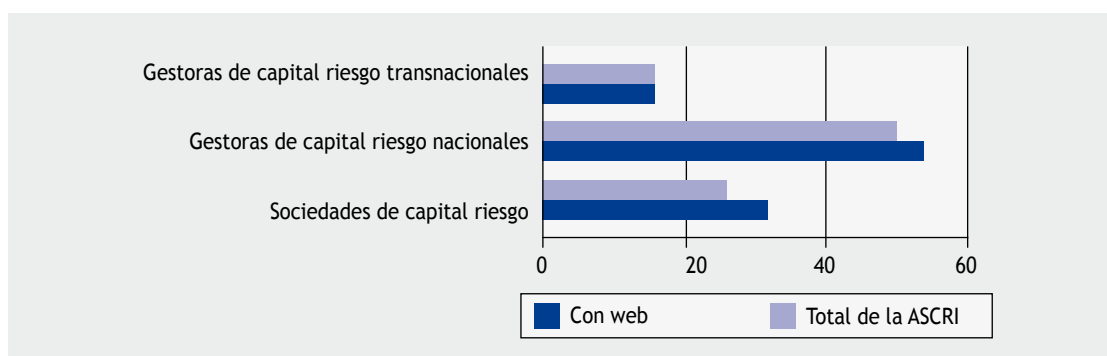
El índice de transparencia en la web alcanzado por los distintos operadores es similar

Por otro lado, el carácter temporal asociado a las sociedades gestoras puede hacer que tengan oscilaciones en la divulgación de información; es decir, a la hora de promover o de liquidar un fondo, pueden aumentar el suministro de información para captar inversores, mientras que, cuando el fondo ya está constituido, pueden ser más reacias a mostrar información sobre la gestión que realizan. En cambio, las sociedades de capital riesgo pueden ser más lineales, ya que, aunque la presión por captar fondos es menor, también es más constante.

Asimismo, dado que en el ámbito internacional se está trabajando bastante por la transparencia de estas entidades, se distingue también entre el carácter nacional o transnacional de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo para comprobar si existe una mayor transparencia en las sociedades no nacionales como consecuencia de la labor realizada en este ámbito a escala internacional.

Para alcanzar el objetivo del trabajo, se analizó la composición de la muestra durante el año 2009 y se pudo comprobar que 31 son sociedades de capital riesgo (en adelante, SCR), de las cuales solo 23 tienen página web; 54 son sociedades gestoras de capital riesgo nacionales (en adelante, SGCRN), de las que 50 tienen página web; y 14 son sociedades gestoras de capital riesgo transnacionales (en adelante, SGCRT) que operan en España, todas con página web. Por tanto, la muestra definitiva fue de 87 entidades de capital riesgo (véase el cuadro 3).

Cuadro 3
Presencia en Internet de las entidades de capital riesgo españolas



Fuente: elaboración propia.

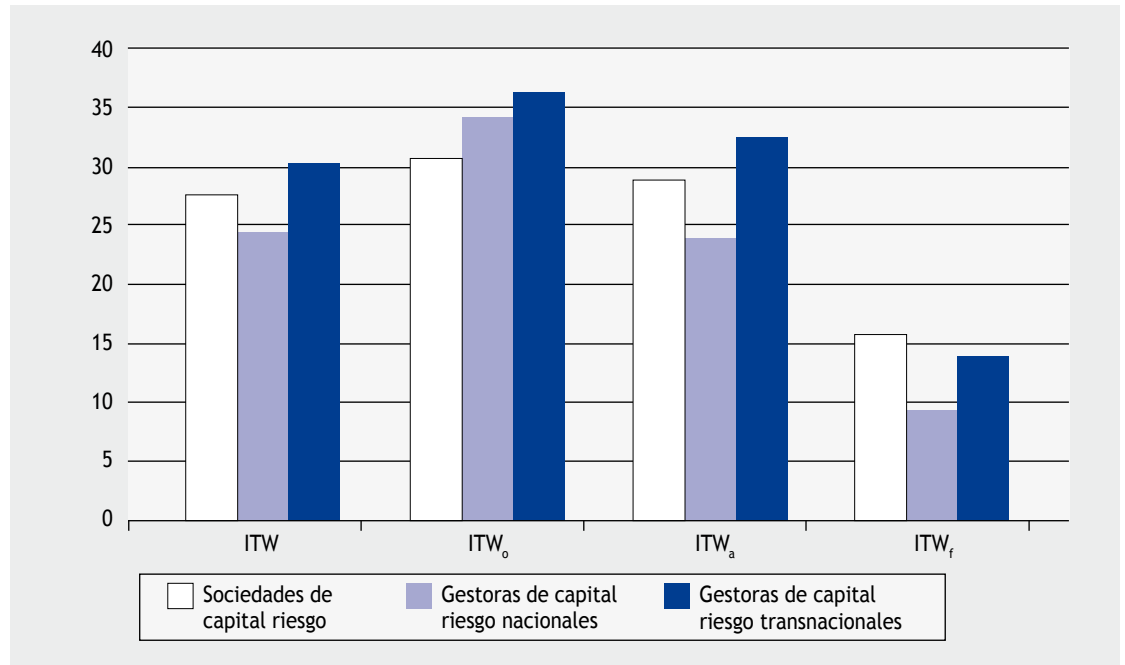
Análisis de los resultados

En el cuadro 4 se sintetizan los valores del ITW para cada tipo de operador, así como los de los subíndices ITW_o , ITW_a e ITW_f . El ITW indica que las sociedades gestoras transnacionales presentan el grado de transparencia más alto (30,26 %), seguidas a corta distancia por las sociedades de capital riesgo (27,36 %). En tercer lugar y en una posición algo alejada se encuentran las sociedades gestoras nacionales (24,31 %).

Si desagregamos el índice de transparencia en la web (véase el cuadro 4), se observa que en el primer bloque, correspondiente al subíndice de transparencia organizativa, las SGCRT obtienen un valor promedio del 36,81 %, cifra superior a la de las SCR (31,49 %) y a la de las SGCRN (34,84 %). Con respecto al subíndice de transparencia de la actividad, las SGCRT (33,69 %) también están por encima de los otros dos operadores. En cuanto al ITW_f resulta

Independientemente del operador, todos parecen mostrarse bastante proclives a ofrecer información sobre su gobierno corporativo

Cuadro 4
Transparencia 'online' por tipo de información de las entidades de capital riesgo



Fuente: elaboración propia.

destacable la falta de información financiera en los tres operadores, estando las SCR (16,36 %) un paso por delante de las SGCRN (9,59 %) y las SGCRT (13,84 %).

A continuación se analizan los ítems que componen cada uno de los subíndices. Si atendemos a la transparencia organizativa (véase el cuadro 5), el factor que se ofrece en mayor medida *online* ha sido el de "Identificación", puesto que el 100 % de las páginas analizadas ofrecen esta información. Conviene destacar que las SCR muestran los "Recursos aportados" por las sociedades en el 72,73 % de las ocasiones y el "Porcentaje de participación" en el 59,09 %, lo que puede deberse a que intentan proyectar una imagen de solidez y fiabilidad de cara a posibles inversores, mientras que estos porcentajes se reducen, en general, en las SGCRT (38,46 % para ambos ítems) y en las SGCRN (30,61 % y 18,37 %, respectivamente).

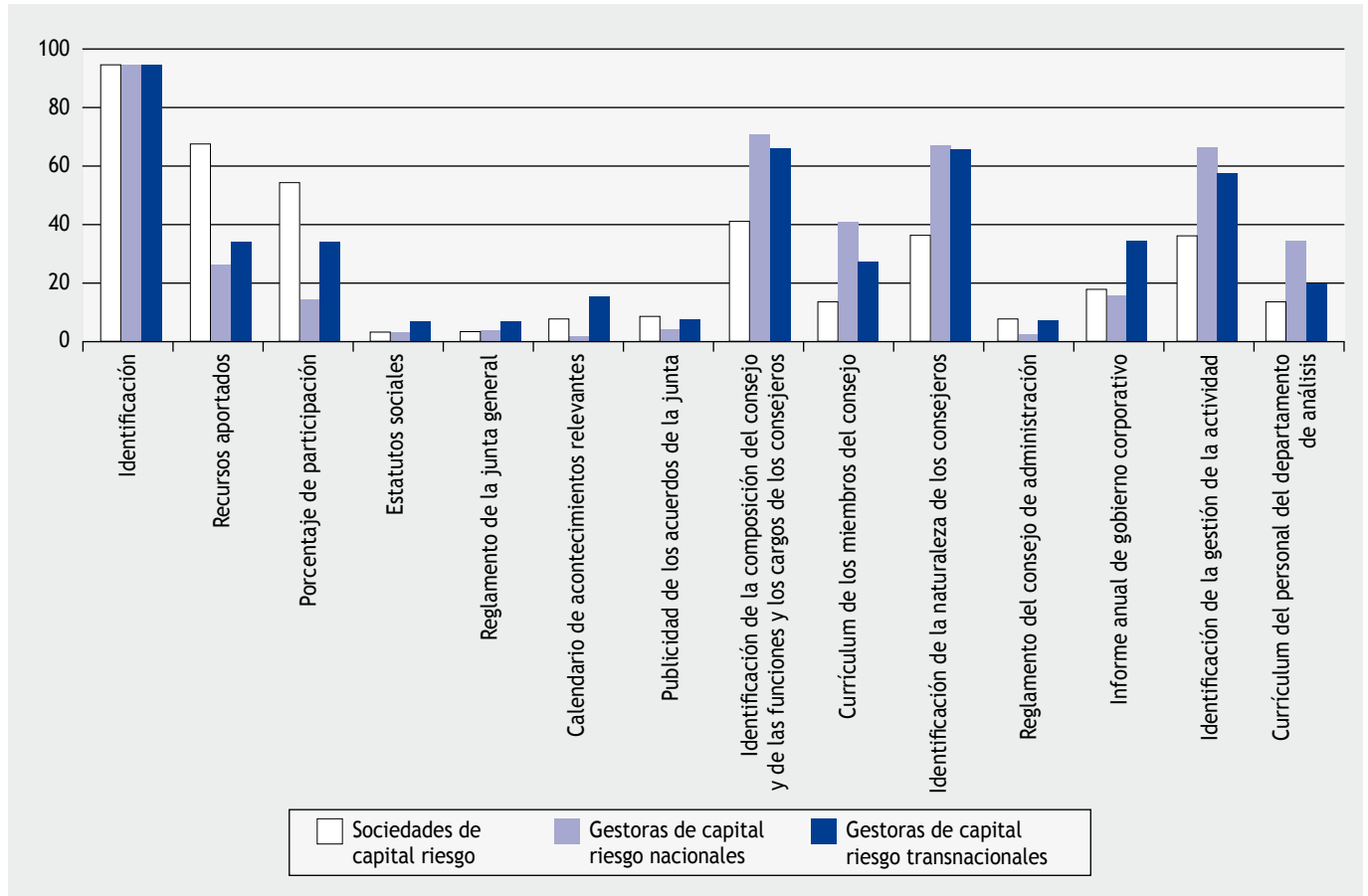
En sentido opuesto, factores como "Identificación de la composición del consejo y de las funciones y los cargos de los consejeros", "Identificación de la naturaleza de los consejeros" e "Identificación de la gestión de la actividad" se muestran con valores superiores al 71 % en las SGCRN, frente al 61 % en las SGCRT y al 45 % en las SCR.

Finalmente, los tres operadores coinciden en los bajos resultados obtenidos en ítems como "Estatutos sociales", "Reglamento de la junta general" o "Publicidad de los acuerdos de la junta".

Si analizamos el subíndice correspondiente a la transparencia de la actividad, vemos que hay cuatro factores que destacan por sus elevados resultados (véase el cuadro 6). El resto de

Cuadro 5

Transparencia 'online' de la información referente a la organización



Fuente: elaboración propia.

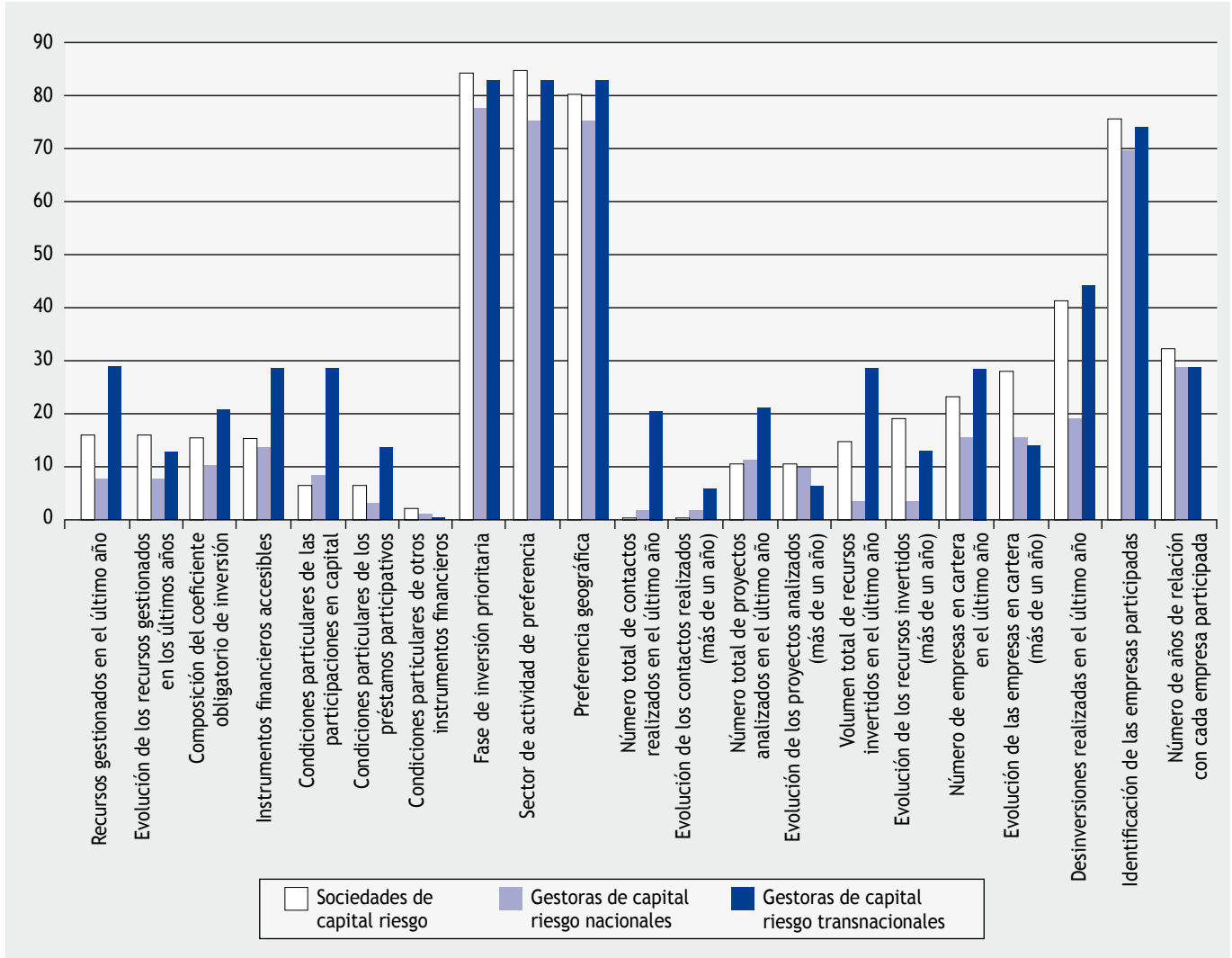
los ítems apenas aparecen en las páginas web de ningún operador, aunque, dentro de los bajos resultados, las SGCRT presentan niveles más altos que las SCR y las SGCRN.

En primer lugar, cabe destacar la importancia que tiene para este sector divulgar información relativa a la fase de inversión prioritaria, el sector de actividad de preferencia y la preferencia geográfica, ya que la media de estos tres factores alcanza el 85,51 % en las SCR, el 84,62 % en las SGCRT y el 78,23 % en las SGCRN. Estos valores llevan a pensar que este tipo de información es suministrada con el fin de captar futuras empresas participadas, para lo que les informan de las preferencias geográficas y de actividad.

En segundo lugar y en relación con lo expuesto anteriormente, el factor que ocupa el puesto número cuatro en este subíndice es la "Identificación de las empresas participadas", con un 78,26 % en las SCR, un 76,92 % en las SGCRT y un 73,47 % en las SGCRN. En este sentido, las sociedades gestoras están en sintonía con esa imagen de solidez y fortaleza que imprimen las SCR a sus webs, ya que indican sus proyectos en funcionamiento más importantes y exitosos, pero no dan información histórica de su cartera de empresas participadas ni informan de sus desinversiones.

Cuadro 6

Transparencia 'online' de la información referente a las actividades realizadas

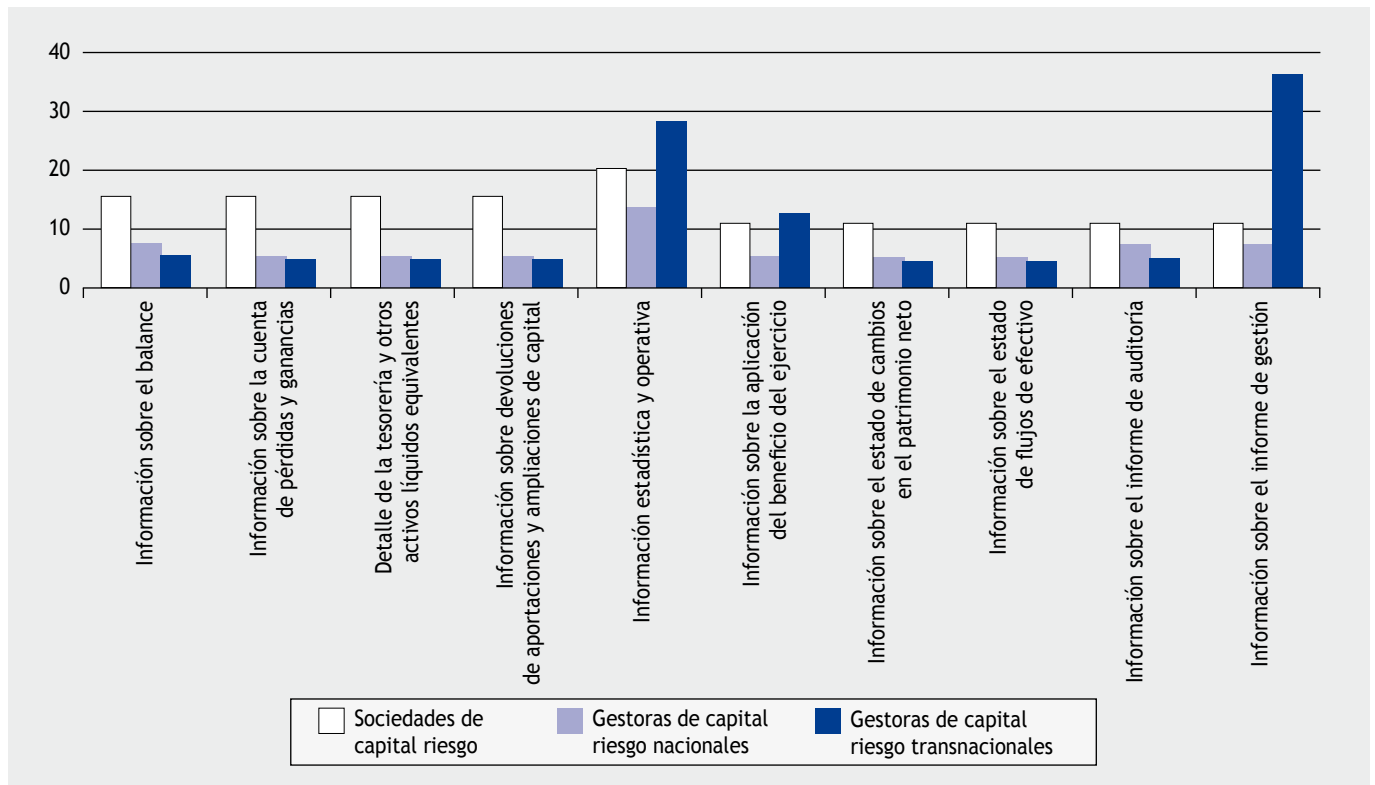


Fuente: elaboración propia.

El tercer bloque, relativo a la transparencia económica, es el que ha obtenido las peores medidas; en el mejor de los casos, las SCR alcanzan el 16,36 %. Si hablamos de ítems puntuales y no de forma global, la puntuación más alta la obtienen las SGCRN con el informe de gestión, que aparece en el 38,46 % de las webs, porcentaje que se reduce al 13,64 % en las SCR y al 10,20 % en las SGCRN (véase el cuadro 7).

El segundo factor que mejor resultado alcanza es la divulgación de información estadística y operativa, que incluye información sobre partícipes/accionistas, acciones, distribución del patrimonio, comisiones, empleados, etc. Este ítem está disponible en el 30,77 % de las SGCRN, el 22,73 % de las SCR y el 16,33 % de las SGCRN.

Cuadro 7

Transparencia 'online' de la información referente a la situación financiera

Fuente: elaboración propia.

Conclusiones

El creciente desarrollo de la industria del capital riesgo y su contribución al crecimiento económico de un Estado hacen conveniente el desarrollo de una normativa que regule la transparencia informativa de estas entidades. Además, Internet se está convirtiendo en los últimos años en el principal medio por el que las empresas se dan a conocer. Por tanto, la regulación sobre la transparencia de las entidades de capital riesgo debe hacer referencia a la divulgación de información a través de este nuevo medio de comunicación de masas, tal como está ocurriendo en otros países de la Unión Europea.

Por lo que a los resultados se refiere, no se observan grandes diferencias en el índice de transparencia alcanzado por los distintos operadores. En los tres tipos de operadores analizados, los resultados han sido bastante bajos para el índice global, dado que en el mejor de los casos apenas se llega al 30 %; por término medio, las SGCRN son las que más información muestran. Además, a diferencia de las SCR y las SGCRN, todas las SGCRT de la muestra disponían de página web.

En cuanto a la transparencia de cada uno de los bloques analizados, la muestra analizada parece ser poco proclive a mostrar información sobre su situación financiera, pero, dentro de los bajos resultados, las SCR son las más transparentes en este aspecto. La transparencia

El capital riesgo español necesita una normativa que regule la divulgación de información en Internet

organizativa, con las SGCRT a la cabeza, es el bloque que mejores resultados ha obtenido, ya que las entidades analizadas facilitan abundante información sobre su identificación (nombre, historia o localización) y sus consejeros (funciones, cargos, naturaleza, etc.), mientras que es prácticamente nula la publicación de información relativa a los estatutos sociales, la junta general y otros aspectos legales. Las SGCRT también se sitúan al frente de la transparencia de la actividad, centrando sus esfuerzos en informar sobre aspectos como la fase de inversión prioritaria, el sector de actividad de preferencia o la preferencia geográfica.

A pesar del escaso suministro de información detectado, parece que algunas sociedades sí consideran apropiado el uso de la Web para incrementar su transparencia. Esta circunstancia confirma el interés del regulador (a escala europea) por introducir normativas con requisitos tendentes a desarrollar el potencial que ofrece Internet para mejorar la transparencia informativa. Por tanto, sería beneficioso, desde el punto de vista tanto del inversor como del supervisor, que en España las entidades de capital riesgo difundieran información sobre las desinversiones, la rentabilidad de las inversiones y el valor de liquidación de la cartera, tal como ya se hace en Europa y Estados Unidos.

La evolución de la economía y la sociedad en general indica que la tendencia hacia la transparencia no parece tener vuelta atrás, por lo que el sector del capital riesgo tendrá que aprender a vivir en un mundo más transparente, encontrar un nivel idóneo de información para un público más formado e informado y aprovechar los beneficios de la transparencia informativa.

La transparencia no solo beneficia a las entidades de capital riesgo, dando mayor credibilidad a sus directivos, fomentando la confianza del inversor, reduciendo el coste de la inversión, mejorando las relaciones a largo plazo y, en definitiva, transformándolas en empresas mejor gestionadas, sino que también mejora la situación de los inversores (proporcionando información más relevante para la toma de decisiones y rentabilidades más coherentes con los riesgos asumidos), de las empresas participadas (mejorando su competitividad al canalizar recursos en mejores condiciones) y del mercado en general (aumentando la participación de inversores extranjeros, el acercamiento a socios estratégicos y el desarrollo económico y social).

Finalmente hay que señalar que las entidades de capital riesgo, en su papel de intermediarios especializados, deben aumentar la transparencia para reducir los desfases de información entre oferentes y demandantes, ya que la falta de información precisa puede redundar en que se establezca una prima de riesgo mayor en el precio de compra. De esta forma, la empresa que quiera estar participada por una entidad de capital riesgo también deberá estar dispuesta a asumir compromisos de transparencia y honestidad para que los inversores no encuentren complicado, a la hora de aprobar la operación, discernir sobre la competencia y la honestidad del empresario al que van a entregar cantidades sustanciales de fondos.

Bibliografía

- ALEMANY, M. L. (2004). *Impacto de las inversiones de capital y riesgo en España: un análisis empírico regional*, tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.
- ASHBAUGH, H., JOHNSTONE, K., & WARFIELD, T. (1999). Corporate reporting on the Internet. *Accounting Horizons*, 13, 241-257. <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.3.241>
- BALBOA, M. (2007). Factores que determinan la reputación de los operadores de capital riesgo en España. *Revista española de capital riesgo*, 1, 55-64.
- BELKE, A., FEHN, R., & FOSTER, N. (2001, November). Venture Capital Investment and Labor Market Performance: a Panel Data Analysis. Working Paper, 0112, Universidad de Viena.
- BELKE, A., FEHN, R., & FOSTER, N. (2006). Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth? *Finance India*, 20(1), 75-98.

- BONSÓN, E., & ESCOBAR, T. (2006). Digital reporting in Eastern Europe: an empirical study. *International Journal of Accounting Information Systems*, 7(4), 299-318. <http://dx.doi.org/10.1016/j.accinf.2006.09.001>
- BONSÓN, E., & ESCOBAR, T. (2002, mayo). El reporting digital en la Europa del Este e Islandia. Un estudio empírico. X Congreso de Profesores Universitarios de Contabilidad, Santiago de Compostela, España.
- BRITISH VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (2007): Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity. Walker Working Group. Retrieved November, 4, 2011 from http://walker-gmg.co.uk/sites/10051/files/wwg_report_final.pdf
- DANISH VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY ASSOCIATION (2008). Active ownership and transparency in private equity funds: Guidelines for responsible ownership and good corporate governance. Retrieved November, 4, 2011 from <http://www.dvca.dk>
- DÁVILA, A., FOSTER, G., & GUPTA, M. (2003). Venture-Capital Financing and the Growth of Startup Firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689-708. [http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00127-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00127-1)
- ENGEL, D. (2002). The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW Discussion Paper, 02-02.
- ENGEL, D., & KEILBACH, M. (2007). Firm-level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14(2), 150-160. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2006.03.004>
- ETTREDGE, M., RICHARDSON, J. V., & SCHOLZ, S. (2000). The presentation of financial information at corporate web sites. *International Journal of Accounting Information Systems*, 2, 149-168. [http://dx.doi.org/10.1016/S1467-0895\(00\)00017-8](http://dx.doi.org/10.1016/S1467-0895(00)00017-8)
- EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (2002). Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital en Europe. Retrieved November, 4, 2011 from <http://www.evca.eu>
- FRENCH NATIONAL VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY ASSOCIATION (2008). The Charter of Private Equity Investors. Retrieved November, 4, 2011 from http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/DOCUMENTS/English_Charte.pdf
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB) (2000). *Electronic distribution of business reporting information*. Business reporting research project.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB) (2001). *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures*, Stamford.
- GANDÍA, J. L. (2000). La divulgación de información sobre intangibles en Internet: evidencia internacional. IV Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable, Almería, España: ASEPUC.
- GERMAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (2008). Guidelines for Disclosure and Transparency issued by the Large Buy-Out Group of the BVK Regarding Disclosure Requirements of Private Equity Firms and Portfolio Companies. Retrieved November, 4, 2011 from http://www.bvkap.de/media/file/190-Transparenzrichtlinien_der_BVKFG_Large_BO_2008-10_07_final_engl.pdf
- GRAVEN, B. N., & MARSTON, C. L. (1999). Financial reporting on the internet by leading UK companies. *European Accounting Review*, 8(2), 321-333. <http://dx.doi.org/10.1080/096381899336069>
- GRAY, G. L., & DEBRECENY, R. (1997). Corporate reporting on the internet: opportunities and challenges. *Seventh Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues*, Bangkok.
- HEDLIN, P. (1999). The internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case. *European Accounting Review*, 8, 373-381. <http://dx.doi.org/10.1080/096381899336104>
- HELLMANN, T., & PURI, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 57(1), 169-197. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00419>
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (ICAEW) (1998). *The 21st century annual report*. London: ICAEW.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1999, November). *Business Reporting on the Internet*. Discussion Paper, London: IASC.
- ITALIAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (2007). Comment to the report of the alternative investment expert group. Retrieved November, 4, 2011 from <http://www.aifi.it>
- KORTUM, S., & LERNER, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692. <http://dx.doi.org/10.2307/2696354>
- LARRÁN, J., & GINER, B. (2001). La oferta de información financiera en Internet: un estudio de las grandes compañías españolas. XI Congreso AECA, Madrid.
- MARTÍ, J., SALAS, M., & BARTHEL, D. (2009). *Impacto Económico y Social del Capital de Riesgo en España*. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

- PARLAMENTO EUROPEO (2007). Proyecto de informe con recomendaciones destinadas a la Comisión sobre la transparencia de los inversores institucionales. Retrieved November, 4, 2011 from http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/pr/716/716403/716403es.pdf
- PIRCHEGGER, B., & WACENHOFER, A. (1999). Financial information on the Internet: a survey of the homepages of Austrian companies. *European Accounting Review*, 8(2), 383-393. <http://dx.doi.org/10.1080/096381899336113>
- SWEDISH VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY ASSOCIATION (2008). Openness and transparency in the private equity industry. Retrieved November, 4, 2011 from <http://www.svca.se>
- TYKVOVA, T. (2000). Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation. SSRN Working Paper. 