

ESTUDIO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO EN ESPAÑA.

TRABAJO DE FIN DE GRADO

Autor: Carlos Tarín Ríos

Tutor: Francisco Javier Ribal Sanchis

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso académico 2018 – 2019

VALENCIA, A 5 DE JULIO DE 2019

Resumen

El capital riesgo es una forma de inversión que, a diferencia de la tradicional financiación bancaria, capta participaciones de una sociedad en etapa de crecimiento mayoritariamente con el objetivo de acelerar su crecimiento y una vez este sea consolidado desinvertir obteniendo beneficio de la operación. Pese a ser utilizada desde hace décadas en otros países, es a partir de la crisis económica-financiera de 2008 cuando las inversiones Capital Riesgo comienzan a proliferar en España en detrimento de la financiación bancaria. A lo largo del estudio analizaremos los factores que han producido esta situación y argumentaremos porque es necesario crear un marco legal y económico común que facilite e impulse nuestro país como un lugar de referencia para el desarrollo de esta actividad.

Palabras clave: Capital Riesgo, financiación privada, startup, capital semilla, inversión extranjera, Business Angel.

Resum

El capital risc és una forma d'inversió que, a diferència del tradicional finançament bancari, capta participacions d'una societat en etapa de creixement majoritàriament amb l'objectiu d'accelerar el seu creixement i una vegada este siga consolidat desinvertir obtenint benefici de l'operació. A pesar de ser utilitzada des de fa dècades en altres països, és a partir de la crisi econòmica-financera de 2008 quan les inversions Capital Risc comencen a proliferar a Espanya en detriment del finançament bancari. Al llarg de l'estudi analitzarem els factors que han produït esta situació i argumentarem perquè és necessari crear un marc legal i econòmic comú que facilite i impulse el nostre país com un lloc de referència per al desenvolupament d'esta activitat.

Paraules clau: "Capital Risc, finançament privada, startup, capital llavor, inversió estrangera, Business Angel."

Abstract

Venture capital is a way of investing that, unlike traditional bank financing, captures shares of a company in the growth stage mainly with the aim of accelerating its growth and once this is consolidated, disinvest and obtain profit from the operation. Despite being used for decades in other countries, it is since the economic-financial crisis of 2008 that venture capital investments begin to proliferate in Spain in detriment of bank financing. Throughout the study, we will analyze the factors that have produced this situation and we will argue why it is necessary to create a common legal and economic framework that eases and promotes our country as a HUB for the development of this activity.

Key words: "Venture Capital, private financing, startup, seed capital, foreign investment, Business Angel."

ESTUDIO DE LAS ENTIDADES CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Contexto regulatorio	34
Antecedentes de la legislación del capital riesgo.....	34
Legislación actual.....	37
Fiscalidad Capital-Riesgo	41
Funcionamiento de los Fondos de Inversión.....	44
Régimen de inversiones	45
Coeficiente obligatorio de inversión.....	45
Coeficiente de libre disposición	45
Diversificación del capital.....	46
Incumplimientos temporales.....	47
Fases de las inversiones Capital-Riesgo	47
Fase de captación.....	48
Fase de Inversión.....	50
Desinversión	52
4. Aportación Descriptiva del tema	54
Análisis descriptivo del sector a nivel mundial	54
Análisis descriptivo del sector a nivel europeo.....	58
Análisis descriptivo del sector a nivel nacional	61
Captación de fondos en 2018.....	64
Análisis descriptivo de la inversión en Capital-Riesgo en España en 2018	68
Análisis descriptivo de la desinversión en Capital-Riesgo en España en 2018	76
5. Conclusiones.....	78
6. Bibliografía.....	79
7. Anexos	82
Entrevista a José Vicente Cervera	82
Índice de figuras	85

1. Introducción

El Capital Riesgo ha batido los registros de inversión en esta actividad en España durante los cinco últimos años consecutivos, el número de entidades internacionales que apuesta por el mercado español aumenta exponencialmente llegando incluso a superar cifras previas a la crisis financiera de 2008.

Desde su surgimiento en Estados Unidos hace más de 50 años ha experimentado un aumento casi constante y con el paso del tiempo esto se ha visto reflejado a nivel europeo y posteriormente en España. Actualmente el Capital Riesgo se está consolidando como la forma de financiación más frecuente tanto para las empresas de nueva creación como para empresas consolidadas, que optan por esta forma de financiación de las distintas formas en las que se puede aplicar.

A lo largo del siguiente trabajo se aporta toda la información necesaria para conocer que son estos tipos de entidades, de donde surgen, porque están desbancando a los bancos como principal fuente de financiación empresarial y en qué sectores y mercados presentan una mayor influencia en la actualidad.

Asignaturas útiles para la elaboración del TFG

En lo que se refiere a las asignaturas útiles para el desarrollo del TFG me gustaría destacar que a pesar de que unas, por el tema escogido, tienen un peso mayor, todas las asignaturas cursadas tanto en el grado como durante el programa de movilidad internacional me han sido de ayuda para elaboración de dicho trabajo ya que es un grado muy amplio pero también muy relacionado en el que todas las materias impartidas te ayudan a crear una imagen de la situación económica mundial y del funcionamiento de esta.

En primer lugar, **Contabilidad financiera y de Sociedades**, esta asignatura es muy útil para la elaboración del TFG relacionado con las sociedades de Capital Riesgo ya que ayuda a entender cómo se realiza el proceso de creación de una empresa, los procesos necesarios a la hora de realizar una posible fusión o adquisición y la valoración de los activos financieros. En segundo lugar, cabría destacar por supuesto todas las asignaturas relacionadas con las finanzas como **Introducción a las Finanzas, Matemáticas Financieras, Dirección Financiera** etc. que mediante operaciones matemáticas y fórmulas te aportan el conocimiento necesario para poder identificar estas empresas en fase de desarrollo. Así como te facilitan la estructuración de las fases de crecimiento, de inversión y desinversión. Por otro lado, tan o más importantes son asignaturas como **Economía Mundial** o **Economía española** para conocer la situación económica del continente al que pertenecemos y de nuestro país para entender cómo ha afectado la crisis y cómo han surgido estas formas alternativas de financiamiento.

Por otro lado, asignaturas cursadas en el programa de movilidad que realicé en Budapest durante el curso 2017-2018 también me han ayudado de forma muy positiva a la hora de realizar este trabajo ya que al tratarse de otro sistema educativo tienen otra forma de enfocar los conceptos que también es muy favorecedora para conocer la situación económica mundial. Entre estas asignaturas podemos destacar “*Analysis of Investments*” y “*Current Economic and Political Situation in the EU*”.

Por último, quizás no tanto para la elaboración del TFG como tal pero si para la profesión dentro del mundo del Capital Riesgo considero que son de suma importancia asignaturas relacionadas con la estadística como **Econometría** o **Métodos Estadísticos** ya que te enseñan los conocimientos básicos para el tratamiento de los datos y sobretodo valoro de

forma muy positiva la docencia sobre los programas informáticos utilizados para el tratamiento de datos en cantidad, que te pueden hacer ver de forma más concisa las posibilidades de éxito de una *startup* o las posibilidades de desarrollo de un determinado sector económico.

Metodología

En este apartado se realiza un especial hincapié a los aspectos metodológicos que se han realizado para la elaboración de este análisis descriptivo, de la misma manera que justificaremos las metodologías empleadas.

En primer lugar, hemos abordado la cuestión referente con la perspectiva tomada para ejecutar el análisis, que en este caso ha sido una investigación cualitativa descriptiva (paradigma interpretativo), que según define Daniel Cauas, (2012) es “aquella que utiliza preferente o exclusivamente información de tipo cualitativo y cuyo análisis se dirige a lograr descripciones detalladas de los fenómenos estudiados. La mayoría de estas investigaciones pone el acento en la utilización práctica de la investigación. Algunos ejemplos de investigaciones cualitativas son la investigación participativa, la investigación - acción, investigación - acción participativa, investigación etnográfica, estudio de casos. “

Por otro lado, se ha realizado una entrevista de investigación con el objetivo de obtener información relevante sobre las fuguras de los Business Angel con el objetivo de adentrarnos en las diferencias que se producen entre su forma de invertir y las empleadas por los *Venture Capital*.. A través de las preguntas realizadas se ha intentado indagar sobre la percepción de los actores principales sobre los distintos sucesos que se pueden dar a lo largo de estos procesos y las distintas formas en que se pueden abordar.

Tal y como las define Amador (2009), “en su sentido más amplio, una entrevista de investigación es un sistema de obtención de información oral, que puede darse en uno o varios sentidos, ya que puede ser tomada como una conversación entre el investigador y el sujeto de estudio”.

2. Objetivos

El trabajo expuesto tiene el objetivo de realizar un análisis descriptivo del sector del Capital-Riesgo en la actualidad y de cómo este influye en el desarrollo de la economía de forma global, mostrando especial interés en mercados clave del desarrollo de esta actividad como son Estados Unidos y Europa, y comparándolos con el desarrollo y la situación actual del sector en España, que durante los dos últimos años ha conseguido records históricos.

Para realizar este estudio, en primer lugar, se ha realizado un análisis de los antecedentes de la práctica del Capital-Riesgo en las zonas geográficas comentadas y observando la correlación e influencia de la coyuntura de los principales mercados donde se desarrolla la actividad y España.

En segundo lugar, se han explicado los conceptos teóricos que engloba la práctica de esta actividad y se han definido algunos conceptos necesarios para entender los distintos tipos de sociedades que practican esta forma de financiación. Posteriormente se ha observado el contexto regulatorio que se aplica sobre el Capital-Riesgo y cuál ha sido la evolución del mismo, así como la fiscalidad que se aplica en España y la evolución que ha experimentado con el objetivo de atraer nuevos inversores. Del mismo modo, se han estudiado las distintas formas mediante las cuales se permite la práctica de esta actividad según la legislación actual y los distintos tipos de inversiones que estas entidades pueden realizar según el objetivo que tenga por objeto la inversión.

Una vez entendidos estos conceptos se ha proseguido con el análisis descriptivo de la situación actual del Capital-Riesgo en los mercados elegidos y la influencia que la práctica de esta actividad ejerce sobre el desarrollo económico, así como las operaciones más importantes que han tenido lugar en los últimos años.

3. Marco Teórico

¿Qué son las entidades de Capital-Riesgo?

Las entidades de Capital Riesgo son empresas que proporcionan financiación empresarial enfocada a empresas que se encuentran en su fase de desarrollo y que poseen un plan de negocio atractivo para la entidad inversora. Este tipo de inversiones son comunes en empresas del sector tecnológico principalmente, aunque con la expansión que el Capital Riesgo ha obtenido, en la actualidad se encuentran presentes en casi cualquier ámbito.

El proceso, explicado con detalle más adelante consta de tres fases, la captación de participaciones de la empresa sujeto de la inversión, la consecuente inversión para el desarrollo del plan de negocios y una vez este sea consolidado la desinversión, a través de la cual la entidad de Capital Riesgo deja de formar parte del participado de la sociedad, vendiéndoselo a los dueños en la entidad; técnica conocida como *Management Buy-out (MBO)*, a socios ajenos; *Management Buy-In (MBI)*, o una mezcla entre ambos métodos: *Buy-In Management Buy-Out (BIMBO)*.

Haciendo referencia a una definición más técnica del concepto, en la legislación española, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital Riesgo (Real Decreto Legislativo 25/2005, de 25 de noviembre de 2005) define las entidades de capital riesgo (ECR) como aquellas “entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)”.

El Capital Riesgo es una forma de financiación alternativa para empresas de determinadas características y que cumplen ciertos requisitos. Tradicionalmente, las empresas de un tamaño considerable han optado por dos métodos a la hora de buscar financiación, la bolsa, que realmente solo es una opción para aquellas empresas que cumplan los requisitos necesarios como tamaño de la empresa, cifra de negocios, antigüedad... y los préstamos bancarios, que son operaciones financieras mediante las cuales una entidad

financiera (prestamista) inyecta dinero a la sociedad que lo recibe (prestatario) aplicando un tipo de interés previamente fijado. Aun así, estos últimos no son siempre una opción factible para cualquier empresa, ya que los bancos exigen una serie de condiciones tales como garantizar una solvencia del proyecto, comisiones elevadas, procesos largos etc. a las que muchas empresas, sobretodo en fases de desarrollo, no pueden hacer frente. (Demaría, 2013)

Es en estos casos cuando las empresas buscan una forma de financiación alternativa, como los *Business Angel* o las sociedades de *Venture Capital*, cuya principal diferencia frente a la banca tradicional es la confianza en el proyecto hasta el punto de que asumen el elevado riesgo de que el proyecto no se desarrolle tal y como se espera. Es por esto, que las empresas que aportan Capital Riesgo, bien sean *Business Angels* o entidades de *Private Equity* no solo aportan capital, si no que aportan una serie de conocimientos, experiencia e implicación directa que facilitan de forma muy significativa el desarrollo de las fases necesarias para el éxito del proyecto. (Álvarez, Invers y Puigdengoles, 2008)

Origen entidades de Capital-Riesgo

Con el objetivo de enfocar el estudio hacia la viabilidad de este tipo de inversiones, es importante tener en cuenta en el marco teórico con los antecedentes de este tipo actividades. Si nos remontamos al más puro origen del *Venture Capital*, no hace falta irse muy lejos, es en España en el siglo XVI, después del descubrimiento de América, cuando eran comunes las asociaciones entre mercaderes y aristócratas o banqueros adinerados. Los navegantes se jugaban la vida cruzando el océano Atlántico a cambio de conservar el 20% del valor del botín obtenido.

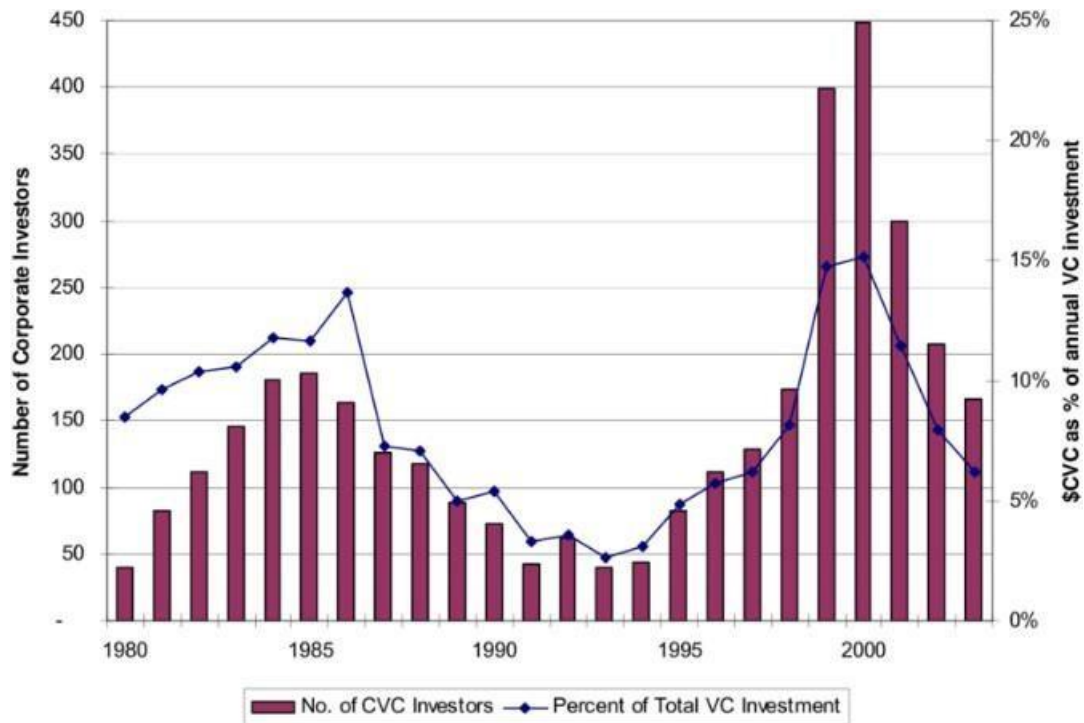
Fuera de estos sucesos, refiriéndonos al Capital Riesgo más parecido a lo que a día de hoy conocemos, podemos decir que su origen más estricto se encuentra en los años 50 y 60 en Estados Unidos, en donde familias adineradas apostaban por empresas en sus fases más tempranas de desarrollo realizando actividades de *Venture Capital*, de hecho, ya se podía observar por aquella época que algunas de estas operaciones ya tenían lugar en la costa oeste del país, y más concretamente en *Silicon Valley*, situación geográfica que aparecerá varias veces más a lo largo del TFG por su importancia en la actualidad como lugar de desarrollo de *startups*.

Más tarde, durante las décadas de los 70 y los 80 y también en EEUU, se desarrolló un marco jurídico y normativo con el fin de favorecer las inversiones de capital de riesgo. Es a partir de entonces cuando empiezan a desarrollarse operaciones de mayor volumen, destacando como firma de mayor importancia *Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR)*, que a día de hoy sigue siendo una de las firmas de Capital Riesgo con más renombre a nivel global y la cual ha realizado algunas de las operaciones más importantes durante el pasado año.

Fase de crecimiento

En los años finales de la década de los 80, la sociedad estadounidense comenzó a observar como prosperaba este tipo de operaciones y los grandes beneficios que se podían llegar a obtener a través de la salida a bolsa de las empresas “impulsadas”, por lo que empezaron a surgir entidades dedicadas a estos tipos de inversión, muchas de estas empresas no tenían ni experiencia ni conocimientos suficientes para la práctica de esta actividad por lo que los resultados en términos cualitativos, agravados por una coyuntura económica desfavorable fueron comenzando a restar eficiencia y prestigio al Capital Riesgo, y en consecuencia, la confianza de los emprendedores fue disminuyendo.

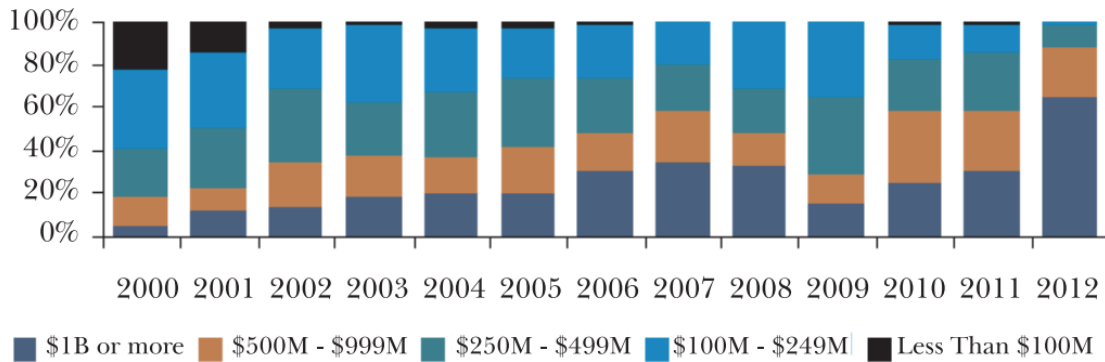
En este gráfico, correspondiente a la *Figura 1*, se puede observar de forma precisa la evolución de las operaciones de *Venture Capital* en Estados Unidos desde los inicios de los 80, hasta la burbuja del sector tecnológico en el año 2.000, pasando por el periodo de recesión que podemos observar desde 1986 hasta el inicio de la recuperación en 1995.

Figura 1. Volumen operaciones *Venture Capital* en el periodo 1980-2003

Fuente: David Benson. (2006). Corporate venture capital and the returns to acquiring entrepreneurial firms

Es a partir de la segunda mitad de la década de los 90 cuando de nuevo comienzan a prosperar las operaciones de *Venture Capital*, que acompañadas por una situación económica favorable y una mayor especialización de los actores participantes en la actividad empiezan a mostrar unos resultados nunca antes vistos en este tipo de inversión y que le consolidan como una de las fuentes más importantes de financiación para las empresas que se encuentran en las primeras fases de desarrollo en Estados Unidos.

En el gráfico adjunto, *Figura 2*, se puede observar el volumen de las operaciones de compra apalancada en EE. UU para el periodo que transcurre entre 2000-2012. En este podemos observar el continuo crecimiento de esta forma de inversión excepto en los años correspondientes a la recesión económica surgida en 2008, lo que también nos ayuda a comprender la relación entre la situación económica y las operaciones de Capital Riesgo.

Figura 2. Operaciones de compra apalancada en EEUU clasificadas por volumen

Fuente: S&P Financial Services a partir de A. GUILANYÀ MERCADÉ, (2005)

Desarrollo en Europa

En esta tabla podemos observar el crecimiento de las operaciones de Capital Riesgo en Europa y Estados Unidos durante la década de los 90. En datos observados en la tabla adjunta podemos observar el auge del Capital Riesgo en EEUU desde principios de los 80 hasta la época crisis del año 2.000 por la ruptura de burbuja de las empresas tecnológicas conocida como la burbuja “.com”.

Por otro lado, podemos observar el crecimiento de las inversiones en Capital Riesgo en Europa, destacando como año clave 1997. Los datos tan elevados en cuanto a los fondos invertidos en Europa corresponden con la consolidación de la actividad en el viejo continente y con la gran cantidad de fondos provenientes de Estados Unidos, donde las entidades dedicadas a esta actividad ya habían producido operaciones de desinversión.

Figura 3. Fondos de capital de riesgo recaudados, por origen

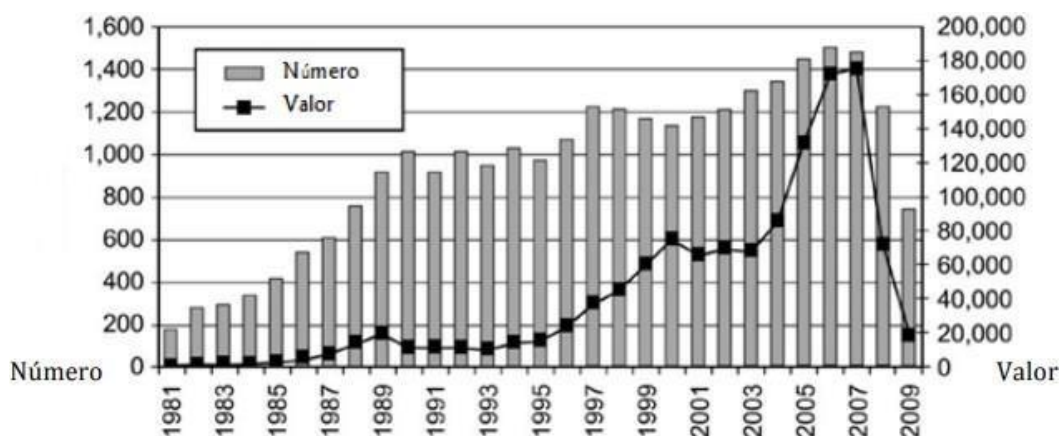
	Funds Raised	Inst. Inv. %	CVC %	Indiv. %	Gov. %	Banks %	Other %
Europe							
1990	4,579	31	5	4	3	40	17
1991	4,188	26	5	5	2	36	26
1992	4,214	22	6	3	9	35	25
1993	3,425	26	5	3	6	30	30
1994	6,592	32	10	3	3	29	23
1995	4,398	38	5	3	3	26	25
1996	7,960	34	3	7	2	30	24
1997	20,002	41	11	4	2	26	16
1998	20,343	33	10	8	5	28	16
1999	25,401	32	10	6	5	30	17
United States							
1990	2,620	75	7	11	-	-	7
1991	1,300	82	5	13	-	-	0
1992	3,340	80	4	12	-	-	4
1993	3,820	83	9	7	-	-	1
1994	6,480	85	7	8	-	-	0
1995	7,930	79	4	6	-	-	11
1996	10,050	72	20	7	-	-	1
1997	14,960	62	25	13	-	-	0
1998	29,100	73	11	10	-	-	6
1999	46,560	56	15	22	-	-	7

Fuente: Bottazzi and Da Rin (2001) a partir de “*VC in The United States and Europe*”

Refiriéndonos a Europa, podemos observar un cambio drástico a partir de la segunda mitad de la década de los 90, y esto es debido a la aparición del euro como moneda común para la mayoría de países miembros de la UE y el origen de la eurozona, que junto a la inversión proveniente de Estados Unidos confirmaron la boyante expansión del Capital Riesgo en Europa, que fue frenada por la ruptura de la burbuja “.com”, de la cual cabe destacar que pese a que la brecha que produjo sobre el total de la economía no fue tan notoria, las empresas de sector tecnológico cayeron más de un 80% y la gran mayoría de estas habían sido financiadas por entidades de Capital Riesgo. Esta crisis en el sector tecnológico produjo un repentino estancamiento de las operaciones Capital Riesgo dedicadas a la financiación de startups de carácter tecnológico. Pese a esto, el parón fue breve, de hecho, en 2003 el volumen de operaciones de Capital Riesgo ya era superior a los máximos registrados antes de la crisis, tal y como podemos observar en la tabla

correspondiente a la Figura 3, en la que podemos observar la evolución de las operaciones de Capital Riesgo desde 1981 hasta 2009, un año después del inicio de la crisis financiera.

Figura 4. Valor (millones de euros) y número de LBOs en Europa periodo 1981-2009



Fuente: Q finance (<http://www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-best-practice/leveraged-buyouts-and-recession?page=1>)

Como vamos a observar a lo largo del trabajo, uno de los beneficios que tiene la industria del Capital Riesgo es que se trata de industria dinámica y con ciclos marcados que siempre se va a concentrar en aquellos sectores que ofrezcan una mayor rentabilidad, y un ejemplo claro de esto lo podemos ver en los primeros años del siglo XXI. Después de la burbuja “.com” los inversores especializados en Capital Riesgo se fijaron en los bajos tipos de interés, de los cuales obtuvieron un altísimo rendimiento constituyendo de este modo la “edad de oro” del *Private Equity*. El año de máximo esplendor del sector fue 2007, véase la *Figura 3* que indica el número de *Leveraged Buyouts (LBOs)* que hacen referencia a la compra de activos usando apalancamiento.

Por otro lado, cabe mencionar la creación de nuevos mercados financieros destinados exclusivamente a empresas en fase de crecimiento y de carácter innovador, acompañados de medidas destinadas a la financiación de empresas emprendedoras, como la conversión del Fondo Europeo de Inversión en un inversor de Capital Riesgo que ha conseguido que la UE financie empresas dedicadas a la inversión Capital -Riesgo.

Desarrollo en España

En lo que se refiere a España, el crecimiento de este método de financiación tuvo un crecimiento paralelo con respecto al país pionero (EE. UU). Decimos paralelo porque básicamente ocurre lo mismo fenómeno, pero con una diferencia en cuanto a las épocas en las que se produjo el auge de este método de inversión y también respecto al volumen y número de operaciones producidas.

A diferencia de EE. UU, en España fue el estado el que inició este tipo de operaciones con el objetivo de industrializar el país en la década de los 70. A partir de la década de los 80, el estado español empezó a regular este tipo de operaciones, destacando la creación de SGECR (Sociedad Gestora de Capital Riesgo). Otro motivo que afectó de forma muy positiva el desarrollo de las entidades Capital Riesgo privadas en España es la entrada de nuestro país en la Unión Europea, que se produjo en 1986. Esta atrajo el capital extranjero de fuentes privadas e impulsó la actividad empresarial.

En lo que se refiere al tipo de empresas en las que se practicó el Capital Riesgo, cabe destacar que, a diferencia del país pionero donde las empresas objetivo eran aquellas de muy reducida dimensión en España el sector privado comenzó con aquellas empresas que ya tenían un tamaño considerable y siendo el estado el que impulsaba aquellas empresas en sus fases más tempranas de gestión. Este hecho lo podemos justificar con la intención de los inversores extranjeros de reducir el sometimiento a un riesgo excesivo, que es lo que conlleva la inversión en las etapas más tempranas, sin embargo, mediante la participación en empresas en una etapa más madura aún podían rentabilizar sus inversiones de forma considerable debido al escaso nivel de profesionalización de gran parte del sector empresarial en España durante el final de los 80 y el inicio de los 90.

Es en 1999 cuando tiene lugar la creación de un marco jurídico que regule las actividades de financiación que estas entidades realizaban. Con el paso del tiempo este marco se ha ido modificando y ajustando a las necesidades del sector, destacando la “Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras” y la “LEY 22/2014, de 12 de noviembre. Por la que se regulan las Entidades de Capital Riesgo, otras entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado y sus Sociedades

Gestoras”, que tiene objetivo flexibilizar el régimen financiero de las entidades de Capital Riesgo y reducir el régimen de intervención administrativa de la CNMV sobre las entidades de Capital Riesgo y las entidades de Inversión Colectiva, entre otros.

¿Cómo les afectó la crisis de 2008?

Pese a que la mayor situación de dramatismo relacionada con esta crisis tuvo lugar en 2008 hay que remontarse a un año antes, 2007, para encontrar los orígenes de la crisis, que mientras que en Estados Unidos estuvo relacionado directamente con las hipotecas *subprime*¹ en España tuvo lugar el desplome del sector inmobiliario, que desde inicios del siglo XXI había sido el principal motor de la economía y que durante los años anteriores al inicio de la crisis sufrió un gran aumento de la inflación de precios. (De la Cruz Munguira, 2015)

Pese a que la situación de crisis era inminente, el sector del Capital Riesgo se mostraba prudente a la hora de la calificar los acontecimientos producidos en 2008 y hacían hincapié en los resultados obtenidos en 2007, que hasta el momento fueron los mejores de la historia de nuestro país, un buen ejemplo de esto son las declaraciones de M^a del Mar Ares Martín , socia directora del departamento “*Transaction Advisory Services*” de *Ernst & Young* que indicó “Ni la crisis crediticia ni la desaceleración económica global cambian nuestra visión de que los fundamentales de la industria del Capital Riesgo son buenos y que seguirán jugando un papel clave como instrumento de inversión en el medio y largo plazo.”

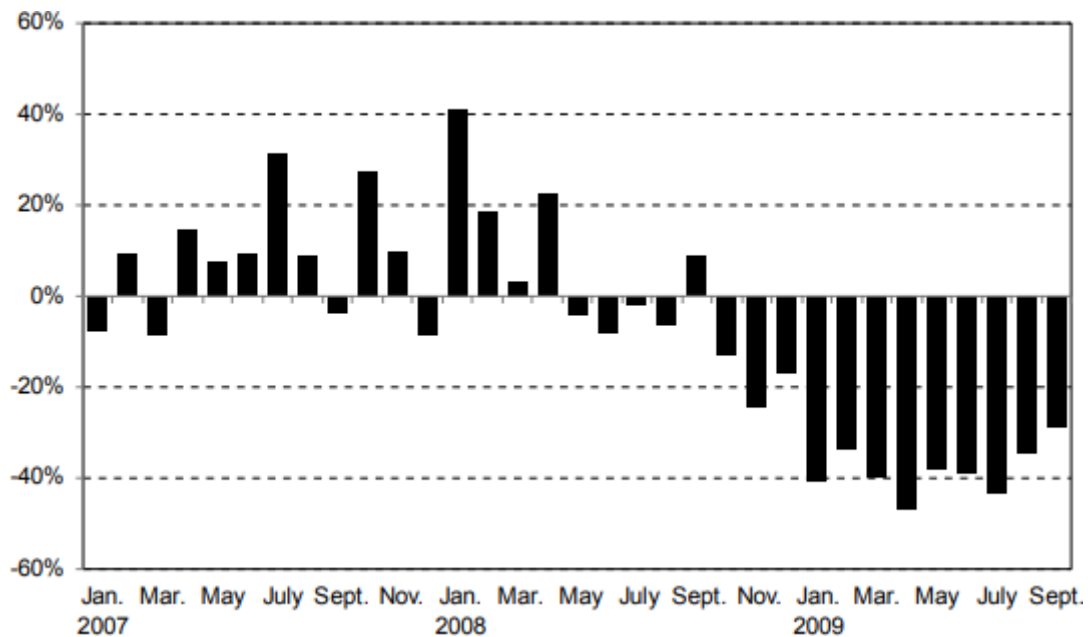
Podemos encontrar suficientes argumentos para correlacionar la crisis financiera de 2.008 con el descenso de operaciones en Capital Riesgo que se produce en el periodo mencionado. Por un lado, encontramos argumentos relacionados con el descenso de dinero destinado a fondos de inversión Capital Riesgo. Después de que la burbuja explotase en septiembre de 2.008 para los inversores era extremadamente difícil encontrar fondos para llevar a cabo sus proyectos empresariales y esto es debido principalmente a que los inversores de los fondos de Capital Riesgo obtenían los fondos de actividades como la banca y los seguros, que fueron las figuras más perjudicadas de la crisis

¹ Hipotecas *subprime*: hipotecas que se conceden a gente o empresas con muy pocos recursos. Las entidades, a cambio de este mayor riesgo, suelen requerir mayores tipos de interés.

financiera, llegando muchas de ellas a una situación de quiebra técnica, como es el caso de *Lehman Brothers*, muchas otras fueron rescatadas por el gobierno estadounidense, como *AIG* o *ABN AMRO*. Además, las entidades que llevaban a cabo operaciones de Capital Riesgo fueron obligadas a reducir su inversión en estas actividades a cambio del rescate que sufrieron.

En este gráfico podemos observar la variación en capital de las rondas de inversión producidas en Estados Unidos en el periodo que comprende los años del inicio de la crisis financiera.

Figura 5: Evolución en el número de rondas de captación de fondos (2007-2009)



Fuente: VentureXpert a partir de **de la Dehesa, Guillermo (2002)**. *Venture Capital in the United States and Europe*

Por otro lado, pese a todos los aspectos negativos que la crisis financiera provocó para el sector analizado, la *Figura 6* muestra cómo tras los años correspondientes a la crisis la tendencia global sigue siendo muy creciente, ya que tan solo cuatro años después del inicio de la crisis, en 2012, observamos el mayor número de operaciones de compra apalancada en EE. UU de la historia. Del mismo modo, más tarde se analizará la tendencia alcista que ha experimentado el Capital Riesgo en los años más recientes, en los que los

resultados obtenidos por las entidades dedicadas a la actividad han ido mejorando sus resultados año tras año en periodo que transcurre desde 2014, un año después de que finalizase la recesión provocada por la crisis económico-financiera hasta, de momento, 2018 incluido, situación que lleva a los analistas más expertos del sector a plantear la posibilidad de estar inmersos en una burbuja y de este mismo modo, a las firmas más importantes del panorama internacional a reducir el capital invertido y estudiar cada vez más a fondo las posibles inversiones.

Figura 6: Inversiones Capital Riesgo en los años posteriores a la crisis financiera



Fuente: Elaboración propia a partir de *National Venture Capital Association (NVCA)*.
(2019)

En esta figura también se puede observar de forma precisa una de las características más importantes del Capital Riesgo, y es la fácil adaptación del sector a las condiciones del mercado. Por ejemplo, si el mercado sufre una recesión por el descenso de la confianza de los inversores se observará una alta volatilidad en forma de descenso de las inversiones, pero por otro lado si la coyuntura es positiva esta también se verá reflejada en el rápido aumento de las inversiones producidas. Pero no solo se trata de un mercado

flexible, si no que sobretodo es extremadamente dinámico, y esto es por la facilidad que este tipo de entidades tienen para dejar de lado un sector en el que llevan invirtiendo últimamente para de una forma casi inmediata poder desviar su foco de interés hacia otra industria que en un determinado momento parezca mostrar una mejor rentabilidad. Un claro ejemplo de este dinamismo se puede observar después de la burbuja punto com, donde pese a que la mayoría de las inversiones Capital-Riesgo estaban enfocadas en el sector la recuperación del sector analizado fue prácticamente inmediata, llegando a registrar en el año anterior a la crisis financiera los máximos históricos. (Mercadé y Font, 2005)

Qué tipos de entidades Capital-Riesgo existen

Dentro del Capital Riesgo podemos encontrar distintas figuras que practican este tipo de operaciones, y a poco que se amplíe el abanico podemos observar que existen multitud de variantes del Capital Riesgo, que pese a las diferencias siempre comparten una base común, inversión en terceros con un alto componente de riesgo y un horizonte temporal. Desde que se inventó en Estados Unidos hasta la actualidad muchos términos relacionados con esta actividad se han ido tergiversando o mal traduciendo por lo que es importante realizar algunas aclaraciones.

Diferencia entre “Venture Capital” y “Private Equity”

Dentro del Capital Riesgo podemos encontrar distintos tipos de sociedades según su forma jurídica, su naturaleza etc. y unos de los términos que más confusión generan son estos dos, y probablemente sea porque pese a que en los países anglosajones los términos están diferenciados aquí ambos se traducen por Capital Riesgo.

Ambos términos, “*Private Equity*” y “*Venture Capital*” tienen como fin la inversión en Capital Riesgo y las diferencias entre estos radican en el momento en el que se realiza la inversión y la cantidad que es invertida.

Por un lado, el *Venture Capital* proporciona fondos a una sociedad en sus primeras fases de desarrollo, suele coincidir con los primeros ejercicios de operación en los que el EBITDA todavía es negativo y estas inversiones se caracterizan por el alto grado de riesgo e incertidumbre. Según la fase en la que se realice la asociación podemos estar hablando de:

Capital semilla: fase más temprana en la que la empresa ni siquiera ha comenzado a realizar su actividad, disponen de la idea de negocio y del plan previsto a ejecutar y previsiblemente la inversión durará hasta que la empresa genere su propio flujo de caja.

Capital de arranque: en este caso, la empresa ya está constituida y la inversión sirve para proveer a la empresa con la estructura básica para su desarrollo, principalmente activo inmovilizado.

Por otro lado, “*Private Equity*” hace referencia a aquellas inversiones de Capital Riesgo que tienen lugar en empresas consolidadas, en las que el riesgo y la incertidumbre están presentes en menor medida. Las distintas fases en las que el “*Private Equity*” se puede ejecutar son las siguientes:

- Capital expansión: como su nombre indica, la empresa está en fase de crecimiento y las asociaciones se realizan para inversiones puntuales tales como la expansión en un nuevo mercado geográfico, la integración vertical o el desarrollo de un nuevo producto, por ejemplo.
- Compra apalancada: hace referencia a las inversiones en las que parte del capital es aportado por los inversores y el resto es ajeno, de una entidad bancaria.
- Sustitución: la sociedad de Capital Riesgo entra en la empresa ocupando el lugar de otro inversor y de este modo garantiza la continuidad de la empresa.
- Reorientación: se produce como medida de financiación de empresas en graves situaciones económicas y financieras con el fin de sanearlas.

Diferencia entre *Business Angel* y Capital Riesgo

Es importante recalcar las diferencias que existen entre los *Business Angels* y las Sociedades de Capital Riesgo (SCR), ya que a pesar de realizar inversiones de las mismas características las formas distan en bastantes puntos.

Por un lado, el término “*Business Angels*” hace referencia a inversores individuales, empresarios o directivos que emplean su capital para captar una proporción –normalmente reducida– de un negocio en fase de desarrollo.

Estas inversiones en la gran mayoría de los casos son realizadas sobre negocios que tienen algo en común con el área de especialización del “Business Angel”, ya que, en este tipo de inversiones, no solo se aporta el capital necesario para llevar a cabo el plan de negocio diseñado, si no que el emprendedor financiado también puede hacer uso de muchos factores de su financiador que pueden ser de su interés tal y como una red de clientes y proveedores amplia y contrastada, asesoramiento constante y la colaboración de especialistas con experiencia en el sector que trabajen para el *Business Angel*, formando de este modo una asociación con multitud de beneficios para ambas partes, tal y como nos ha comentado José Vicente Cervera en la entrevista realizada por su experiencia en este tipo de operaciones. (Anexo 7.1)

El riesgo asumido para el inversor en este tipo de operaciones es muy elevado, por lo que un componente que suele estar presente en este tipo de inversiones es el espíritu altruista del inversor, que realiza una implicación tan significativa en el proyecto que aunque la relación tiempo y dinero invertido frente a la rentabilidad obtenida a priori no parezca rentable, para el inversor sí que lo es, puesto que la satisfacción de dar facilidades a un emprendedor que asume un riesgo muy elevado y para el cual la ayuda de este inversor, como su nombre indica, es como la aparición de un ángel en su negocio hace que merezca la pena.

Según el grado de frecuencia de actividad de los “*Business Angels*” podemos distinguir dos tipos²:

- ***Business Angels Operativos***, realizan operaciones ocasionalmente, con el objetivo de conseguir un determinado volumen de inversiones.
- ***Business Angels pasivos***, son aquellos que todavía no han realizado inversiones como “*Business Angel*” pero se encuentran en fase de estudiar la viabilidad de distintos proyectos para la posible entrada.

Por otro lado, las entidades de Capital Riesgo hacen referencia a aquellas entidades que a través del capital que han obtenido previamente operan como un instrumento financiero para empresas que necesitan capital para llevar a cabo su idea de negocio (capital semilla) o para realizar grandes inversiones en nuevos proyectos que pueden consistir desde la integración horizontal nuevos mercados hasta la ampliación de la línea de productos. Por

²A. Colomer (2009) Los *Business Angels*, innovando en la cultura de financiación de las empresas

lo tanto, la diferencia principal entre los *Business Angels* y las entidades de Capital Riesgo es que mientras el primero realiza la inversión con su propio capital y aportando principalmente su experiencia en el sector el segundo se dedica directamente a realizar inversiones con el capital obtenido de sus propios inversores, que actúan de forma colectiva con el objetivo obtener la rentabilidad esperada una vez la operación haya concluido (fase de desinversión). También podemos destacar otras diferencias entre ambas formas de financiación:

- Los *Business Angels*, a diferencia de las ECR, no están sometidas al control por parte la entidad que regula el Capital-Riesgo desde 2005, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Los *Business Angels* tienen la capacidad de decisión sobre las entidades en las que realizar inversiones, mientras que las Entidades de Capital Riesgo disponen de un gestor que es el que habla por todos los socios de la entidad.
- Las operaciones de las ECR suelen ser de un capital mayor que las de los *Business Angel*, que suelen ser entre 25.000 y 250.000.
- A pesar de que ambas formas de financiación plantean la permanencia en la participación en la empresa por un tiempo limitado, en el caso de los *Business Angels* este suele ser algo más duradero, pero también depende de muchos otros factores como el sector, la etapa en la que se encuentre la empresa o la filosofía de la entidad inversora.
- En otros aspectos los *Business Angels* también muestran una actitud más flexible frente a las ECR, como por ejemplo a la hora de permitir la entrada de nuevos inversores, de incluir cláusulas de penalización por impagos de cánones, o una menor necesidad de obtener alta rentabilidad de la desinversión en la empresa.

Con el objetivo de analizarlas diferencias de una forma más visual hemos realizado esta tabla que incluye algunas de las diferencias mencionadas y otras nuevas.

Figura 7. Diferencias entre *Business Angels* y las Entidades de Capital Riesgo (ECR)

	Business Angels	Capital Riesgo
Características personales	Emprendedores	Gestores financieros
Dinero invertido	Propio	Fondos obtenidos
Inversiones objetivo	Etapas iniciales	Etapas posteriores
Due Dilligence	Bajo coste	Más formal, más caro
Proximidad geográfica	Importante	Menos decisiva
Tipo de contrato	Simple	Complejo y exigente
Seguimiento de la inversión	Activo y de apoyo	Estratégico
Implicación en la gestión	Alta	Normalmente escasa
Salida de la inversión	Menos importante	Fundamental
Retorno de la inversión	Importante pero no único	Muy importante

Fuente: Elaboración propia a partir de Policy Makers (2006)

Empresas Capital-Riesgo según su forma jurídica

Dentro de los tipos de sociedades de se dedican a la actividad del Capital-Riesgo podemos realizar una clasificación en relación a la forma jurídica que adopten, que se encuentra establecido en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE, 2014).

Esta normativa recoge las entidades de capital-riesgo (ERC) y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) que comparten los requisitos fundamentales del Capital Riesgo:

- a) *Que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y*

b) que lo percibido por cada inversor o partícipe lo sea en función de los derechos que correspondan a cada uno de ellos, de acuerdo con los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones.

Además, ambos tipos de entidades han de tener al menos tres socios, 1.200.000€ de capital mínimo en caso de ser Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y 900.000 en caso de ECR-Pyme, mientras que para los Fondos de Capital Riesgo (FCR) el mínimo es de y todas se regulan bajo el impuesto de sociedades.

En cuanto a los tipos de sociedades que las entidades reguladas bajo la Ley 22/2014 podemos encontrar los siguientes tipos:

- Sociedades de Capital Riesgo (SCR)
- Fondos de Capital Riesgo (FCR)
- Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC)
- Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC)
- Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado (SGEIC)

Sociedades de Capital Riesgo (SCR)

Estas sociedades anónimas han de tener un capital mínimo de 1.200.000, que puede verse reducido en 300.000€ en caso de tratarse de una ECR-Pyme. En estas sociedades, al menos el 50% del capital social ha de estar suscrito y desembolsado en el momento de su constitución.

El objetivo de este tipo de entidades es la adquisición de participaciones de una empresa no cotizada con el fin de revenderlas pasado un tiempo determinado en el contrato obteniendo un beneficio de la operación de desinversión. En cuanto a la actuación de estas sociedades, puede ser como una sociedad gestora, es decir, auto gestionándose, o puede ceder su gestión a una Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva (SGEIC) o a una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC).

Fondos de Capital-Riesgo (FCR)

Los fondos no tienen personalidad jurídica, son patrimonios formados por un cierto número de inversores que se ponen en común para realizar un determinado tipo de inversiones Capital-Riesgo, el capital mínimo de los FCR es 1.650.000.

En los FCR los inversores no responden por las deudas en las que pueda incurrir el fondo, más allá de su capital invertido y estos, a diferencia de las SCR no pueden ser auto gestionados, la gestión será realizada por una SGEIC o una SGIIC. El contrato de constitución se puede formalizar mediante escritura pública o documento privado.

Sociedades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (SICC) Y Fondos de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (FICC)

Estas sociedades son reguladas bajo el régimen de las SCR y los FCR excepto las siguientes particularidades:

- Eliminación del requisito del capital mínimo
- Menores exigencias respecto al objeto de las inversiones y las actividades complementarias
- Las aportaciones al capital se harán en efectivo, ya sean en el momento de la constitución o más adelante

Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (SGEIC)

Son sociedades anónimas con el objeto de gestionar Sociedades de Capital-Riesgo y/o Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC). Realizarán todas las actividades relativas a la gestión de las mismas y, según indica el artículo 45 de la Ley 22/2014, han de cumplir los siguientes requisitos:

- *Autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*
- *Constituirse mediante escritura pública*
- *Inscribirse en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*

Para conseguir la autorización de la CNMV estas sociedades han de disponer de recursos económicos a parte de haber desembolsado el capital inicial, disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional, etc.

Empresas objetivo de inversores Capital-Riesgo

Normalmente se tiene a asociar la financiación a partir de capital privado a empresas que no han comenzado su actividad empresarial o que si la han desarrollado esta tiene poco recorrido, a estas formas de Capital Riesgo a lo largo del trabajo nos referimos como *Venture Capital*, que es una forma de practicar esta actividad que suele ser la más conocida pero la única forma de llevar a cabo la actividad comentada. Como decimos, probablemente sea la más conocida porque de todas las etapas en las que se puede invertir esta es en la que más riesgos se asumen por la parte del inversor y como consecuencia en la que la rentabilidad obtenida por la operación suele ser más elevada.

Cuando se invierte en otras fases de desarrollo, solemos decir que se invierte en *other later stage*, que se engloba dentro del término de *Private Equity*. A lo largo del trabajo se explicarán las distintas formas con las que una empresa puede recibir capital privado como método para financiar sus inversiones y los beneficios que estas pueden conllevar.

Últimamente, se está viendo que el mercado del capital privado ha aumentado considerablemente sus inversiones en empresas familiares, y esto se debe a varios aspectos. En primer lugar, en caso de que la gestión de la entidad sea realizada por una persona que no esté especializada en gestión de empresas inevitablemente aumentará el riesgo de que se tomen decisiones erróneas, por lo que la entrada de entidades de Capital Riesgo que no solo inyecten dinero, sino que se involucren en la gestión también puede ser muy positiva. Por otro lado, otro de los objetivos que se pretende defender en el trabajo es como el Capital Riesgo está aumentando su financiación a empresas privadas en detrimento de los bancos, que puede ser otro gran aliciente para la inversión en empresas familiares, tal y como explica Jorge Rioperez, socio responsable de *Corporate Finance* de *KPMG* “Lo que sostenga el crecimiento de las empresas en España en los próximos años será principalmente el capital, y no la deuda”.

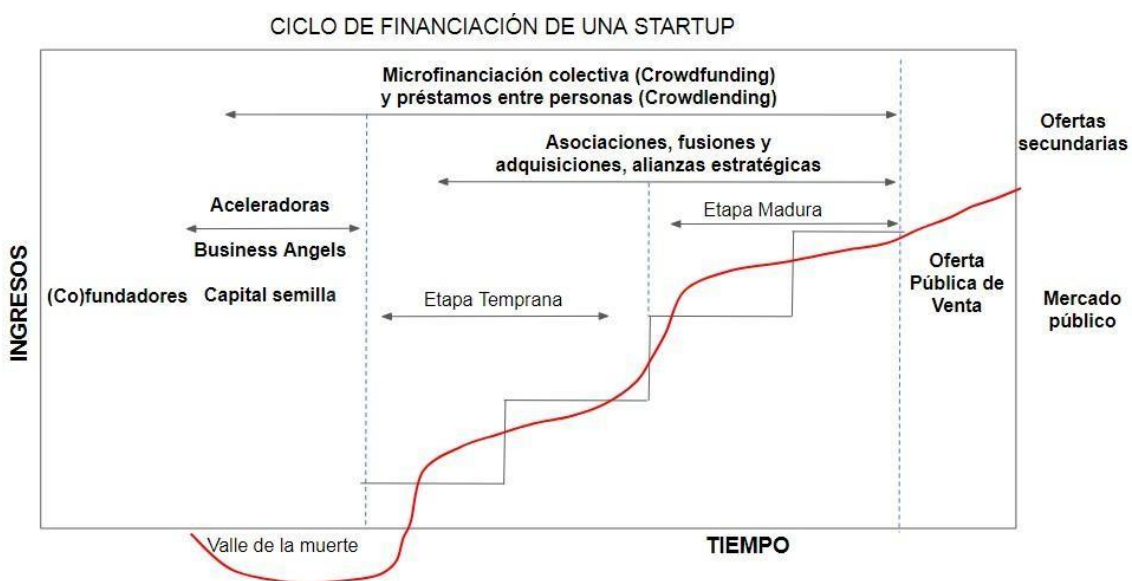
Tipos de inversiones Capital-Riesgo

Las *startups* tienen un ciclo de desarrollo muy marcado desde que surge la idea y se elabora el plan de negocio hasta que adquieren un tamaño suficiente que les permite en los casos más exitosos las salidas al mercado público mediante la oferta pública de las participaciones en mercados cotizados.

En este apartado vamos a estudiar cada una de las fases que componen el ciclo y los diferentes momentos en los que las entidades especializadas en Capital-Riesgo pueden entrar a formar parte de las *startups* o empresas ya desarrolladas.

En la *Figura 8* se puede observar el ciclo completo de las *startups*, que empieza desde que el fundador o fundadores desarrolla la idea hasta que acabe, o no, formando parte del mercado público.

Figura 8: Ciclo de financiación de una *startup*



Fuente: Elaboración propia a partir de StartupXplore
[\(https://startupxplore.com/en/blog/types-startup-investing/\)](https://startupxplore.com/en/blog/types-startup-investing/)

Una vez la empresa es constituida, antes de empezar la actividad comercial es el momento en el que puede optar a ser participada por una SCR que invierta en la fase conocida como capital semilla o asociarse con un "*Business Angel*". Una vez se supera el conocido como

valle de la muerte³, la empresa que ya es viable se encuentra en su etapa temprana (etapa conocida como *early stage* en los países anglosajones) y más tarde la etapa madura, donde, como la figura indica, tienen lugar las posibles alianzas estratégicas, fusiones, adquisiciones etc. Más tarde, puede que tenga lugar la Oferta Pública de Venta (OPV). En caso de que esto ocurra la empresa ya estará disponible en el mercado público como una empresa cotizada.

En función del momento en el que la sociedad reciba financiación externa podemos distinguir las siguientes etapas.

Inversión en fases iniciales

También conocida como *early stage*, puede desarrollarse de distintas maneras.

Capital Semilla

Esta inversión tiene lugar antes de la puesta en marcha de la actividad comercial de la empresa, aún no se han realizado inversiones ni se ha incurrido prácticamente en gastos. En este caso, el capital obtenido puede ser empleado para financiar la creación del producto que la *startup* pretende crear para desarrollar un software innovador, por ejemplo. En esta etapa puede que ni siquiera este definido el plan de negocio. El riesgo asumido por el inversor es muy elevado ya que la incertidumbre es la mayor en comparación con las otras etapas, y esto se traducirá en el beneficio que la entidad de Capital-Riesgo espera obtener. Se puede decir que entrar en esta fase es más propio de *Business Angels* que de ECR como tal, además, la inversión requerida no suele ser muy elevada.

Puesta en marcha y otras fases iniciales

Concepto conocido en los países anglosajones como (*Other-early-stage*), se emplea cuando la inversión tiene lugar en empresas que están comenzando la producción y distribución del producto objeto de negocio. La diferencia entre puesta en marcha (*startup*) y otras fases iniciales (*Other-early-stage*) radica en que el primer concepto hace

³ El “valle de la muerte”, según indica Juan Corbera es “el momento que va desde que iniciamos el proyecto hasta que este es capaz de cubrir los gastos generales del negocio”

referencia a inversiones en las que se ha aportado capital para la constitución de la sociedad directamente y el segundo cuando se entra en cualquier otro momento en el que el desarrollo es escaso y la empresa no genera beneficios.

Otras fases de expansión

Cuando se producen inversiones en cualquier otra fase del ciclo de vida de la empresa.

Expansión

Se produce la inversión en un momento en el que la empresa ya genera beneficios. El apoyo financiero puede servir para expandir la empresa en nuevos mercados, ampliar la gama de productos, realizar una gran inversión en I+D que permita la mejora de procesos o la reducción de costes, implementar una estrategia de integración vertical⁴ etc. En esta etapa, el riesgo asumido por la sociedad inversora es menor ya que la incertidumbre en cuanto al proyecto es mucho menor.

Financiación puente

Tiene lugar en una empresa en fase de expansión que desea realizar una Oferta Pública de Venta para formar parte de un mercado cotizado, por lo tanto, será temporal hasta que se consiga el objetivo.

Otras categorías

Hacen referencia principalmente a inversiones de *Private Equity*, y podemos encontrar las siguientes categorías:

⁴ La integración vertical ocurre cuando una misma empresa se hace cargo de actividades que tradicionalmente ha delegado a manos de terceros. Para ello, esta puede crear o adquirir otras empresas mediante las cuales pueda autoabastecerse en lo que se refiere al suministro de materiales e insumos, y/o hacerse cargo de algunas o la totalidad de tareas relacionadas con la distribución de los bienes que produce

3.9.3. 1. Operaciones apalancadas

Se trata de operaciones en las que gran parte del desembolso se ha financiado a través de deuda. En este caso, los tipos de interés son mayores porque si el proyecto no es fructuoso el riesgo de devolver el importe de la deuda se incrementa. Dependiendo de quién sea el adquirente posterior de las participaciones podemos encontrar los siguientes tipos de operaciones apalancadas:

- *Management Buy-Out (MBO)*, son los propietarios iniciales quienes se hacen con las participaciones de la ECR.
- *Management Buy-In (MBI)*, la ECR vende sus participaciones a otra sociedad que entra a formar parte de la *startup*.
- *Buy-In Management Buy-Out (BIMBO)*, situación mixta entre *Buy-Out* y *Buy-In*. El nuevo equipo directivo está formado por parte de los primeros inversores y la entrada de nuevos.

3.9.3. 2. Financiación entresuelo

Conocida como *Mezzanine finance*, que es un tipo de financiación mixta entre endeudamiento y fondos propios. En este tipo de financiación, los inversores tan solo recibirán los intereses si el resultado es positivo, por lo que el nivel de riesgo es mayor. La empresa siempre pagará los intereses, pero pagará dividendos si hay beneficio restante.

3.9.3. 3. Reorientación

Conocido en los países anglosajones como *Turnaround*, se da cuando la situación económico-financiera de la empresa es negativa y no mejora con el paso del tiempo. Los recursos obtenidos le deben servir para remontar la situación, en caso de que se cambie la directiva cuando se realice esta operación estaremos hablando de *Management Buy-In (MBI)*.

3.9.3.4. Capital de sustitución

En este caso se produce un cambio en la directiva sin una nueva entrada de fondos. La sociedad dedicada al Capital-Riesgo adquiere parte el capital social de una empresa a uno o varios accionistas. En este caso la SCR apoyará mediante el uso de su experiencia para realizar cambios en la empresa para los que no se necesita capital, es propio de empresas familiares en las que los propietarios no disponen de los conocimientos suficientes para la alta gestión de la entidad.

Contexto regulatorio

En términos generales, hasta la regulación vigente, se puede afirmar que la legislación del Capital Riesgo en España no ha sido un vehículo que haya servido de apoyo para la captación de capital extranjero para el desarrollo de la actividad. Encontramos los orígenes en la regulación del mismo a partir de la década de los 70 pero destacando las dos leyes más importantes en 2005 y 2014. Estas leyes, que sí que han servido de forma sustancial para incentivar la inversión extranjera y atenuar las condiciones para poder practicar dicha actividad, pero nunca se han realizado de forma pionera, de hecho, ambas han surgido de la necesidad de la adaptación del marco regulatorio vigente a las condiciones impuestas por la Unión Europea.

Antecedentes de la legislación del capital riesgo

Los primeros antecedentes que podemos encontrar con la regulación del Capital Riesgo en España aparecen en 1972, con la creación de las “Sociedades para el Desarrollo Industrial y las Sociedades de Promoción de empresas” mediante el Decreto 2182/1972, de 21 de julio. Años más tarde, en 1976, quedan constituidas las Sociedades para el Desarrollo Industrial (SODIs) que estaban totalmente ligadas al Instituto Nacional de Industria, ya que al menos un 51% de la sociedad debía pertenecer a este organismo del gobierno. Como características de las SODI podemos destacar el límite del 15% del capital disponible para invertir que pueden destinar a cada sociedad, una participación en de entre un 5 y un 45% en cada sociedad y un máximo de duración de las inversiones de hasta 10 años

Pese a que las SODIs siguen operativas a día de hoy, no se puede decir lo mismo del Instituto Nacional de Industria, que cerró sus puertas en 1992 tras la negativa de la Comunidad Europea a que las empresas públicas fueran financiadas por el Estado. Esta medida da lugar a la creación de la sociedad de carácter privado Teneo S.A, que tan solo duró cuatro años (1992-1996) que fueron suficientes para acumular hasta 4.000 millones de patrimonio, que fue transmitido en su totalidad a una sociedad de carácter público de nueva creación, la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), que fue creada en 1995 con la intención de modernizar el sector público para la gestión de las participaciones procedentes de las inversiones del Nacional de Industria e Instituto

Nacional de Hidrocarburos. Cabe mencionar que la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales es a día de hoy el único grupo empresarial cuyo dueño es el Estado.

Para favorecer la tributación de las Sociedades de Promoción de Empresas se crea en 1979 el “régimen fiscal de la inversión empresarial” y en 1982 un régimen fiscal especial para las entidades que practican lo que hoy en día conocemos como capital riesgo, a través del “Reglamento del Impuesto Sobre Sociedades”.

Haciendo referencia a los antecedentes de la legislación del Capital Riesgo en España no podemos pasar por alto el año clave en el desarrollo de la misma, y este es 1986 por distintos motivos. En primer lugar, este año corresponde con la entrada de España en la Comunidad Económica Europea, además, coincide con el año de creación de la Asociación Nacional de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI). También ocurre en este año la inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la primera Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR) y el Decreto-ley de 1986 que por primera vez emplea el término Capital-Riesgo, que define las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR) como "sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo será la promoción o fomento de sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital" y los Fondos de Capital-Riesgo (FCR) como "fondos patrimoniales administrados por una sociedad gestora con el concurso de un depositario”.

Años más tarde, en 1998, tiene lugar el “Plan de Acción para el Capital Riesgo” que se prolongó hasta 2003 y que tenía como objetivo el aumento de la inversión en I+D, que mientras en otros países de la Unión Europea se estaba financiando mediante el Capital Riesgo por el sector privado de forma autónoma, el escaso desarrollo de este tipo de inversión en nuestro país era inferior nos situaba como uno de los países que menos invertía en I+D. Por otro lado, la Unión Europea creó en 1997 un Plan de Acción del Capital Riesgo con el objetivo de reducir la excesiva regulación del Capital Riesgo en Europa en comparación con los estados Unidos.

Por otro lado, cabe destacar 2005 como uno de los años de mayor importancia para el desarrollo del Capital Riesgo en España, ya que se promulgó un nuevo marco regulador con el fin de “flexibilizar y modernizar el régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo, de manera que se imprima el impulso imprescindible a la competitividad y

oportunidades de inversión del sector para situarlo en un nivel equiparable al de los países de nuestro entorno”⁵

Prestando especial interés a “la agilización del régimen administrativo de estas entidades”, “la flexibilización de las reglas de inversión” y “la introducción de figuras de la operativa aceptada en la práctica de la industria del capital riesgo tomada de los países más avanzados”. Además de lo mencionado, esta Ley crea la figura de las entidades en régimen simplificado, a las cuales les confiere un trato administrativo diferenciado siempre y cuando la oferta de participaciones o acciones sea de carácter privado y la inversión mínima sea de 500.000 euros por inversor, a excepción de las inversiones institucionales. Otra de las cosas que indica esta novedosa Ley de 2005 es que el número máximo de inversores en las ECR simplificadas ha de ser igual o inferior a veinte.

Por otro lado, haciendo referencia al régimen de autorizaciones, dicha ley cede las autorizaciones de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Gestoras a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en vez del Ministerio de Economía. Además, también se producen grandes ampliaciones en lo referente a los sectores en los que las entidades de Capital-Riesgo pueden realizar inversiones.

Como ejemplo de iniciativas por parte del Estado español a partir de la Ley de 2005 podemos destacar la creación del programa NEOTEC, que consiste en un fondo de fondos con el objetivo de servir de gancho entre proyectos en sus primeras fases de desarrollo (semilla) y las Sociedades de Capital-Riesgo, también UNIFONDO, que gestionado por UNINVEST tiene como objetivo desarrollar proyectos relacionados con I+D, ciencia y tecnología, muchos de estos surgieron a partir de proyectos universitarios. Por último, destaca la creación de la Empresa Nacional de Innovación S.A. (ENISA), que adscrita al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio participó en diversos fondos de Capital Riesgo.

⁵ Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

Legislación actual

Desde 2005, última ley mencionada que hace referencia a la legislación del Capital Riesgo, no encontramos otra ley que haga referencia a la regulación de la actividad estudiada hasta 2014, y esta diferencia de tiempo tan amplia es debido a la gran repercusión que tuvo la crisis financiera de 2008 sobre las inversiones de Capital Riesgo, que enfrió considerablemente el desarrollo de la actividad y también al hecho de que cuando la economía europea comenzó a recuperar la práctica de la actividad el gobierno español no estuvo ágil a la hora de adecuar la normativa de nuestro país a los criterios de la comunidad económica europea, que para aquel entonces ya se regía con la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (GFIA).

Es a partir de 2012, coincidiendo con el final de la recesión y a partir de 2013, punto de inflexión, cuando el Capital Riesgo vuelve a desarrollarse en detrimento de la financiación bancaria que después de la crisis se mostró mucho más exigente a la hora de prestar dinero, lo que produjo que las inversiones de Capital Riesgo se disparasen hasta alcanzar niveles nunca antes alcanzados, lo que llevó a la consolidación del sector. Es en este momento cuando entra en vigor la Ley 22/2014, de 12 de noviembre la cual deroga la anterior Ley 25/2005 de 24 de noviembre “por la que se regulan las entidades de capital- riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado”

Esta ley tiene como objetivo adecuar el régimen jurídico nacional al correspondiente en la Unión Europea tal y como indica Violeta Mazo (2014) “modifica la actual Ley de Instituciones de Inversión Colectiva para adaptarla a la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (GFIA)” y por otro lado, atenuar las restricciones en lo referente al capital proveniente de otros países de la Unión Europea para facilitar conseguir una mayor atracción de fondos que impulse el crecimiento de las “Pymes”. Dicha ley considera Entidades de Capital Riesgo “aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtengan capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial y cuyo fin mercantil sea generar ganancias o rendimientos para los inversores. Su actividad principal consistirá en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro

mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE.”

En cuanto a las novedades que recoge el proyecto de ley, según García-Ochoa (2014) podemos destacar las siguientes:

- **La ampliación del ámbito de aplicación de la ley**, que se aplicará a las Entidades de Inversión Colectiva Cerrada, que a partir de este momento podrán constituirse como fondos y tendrán una mayor flexibilidad operativa en lo referente a la inversión en valores no cotizados y la diversificación de los capitales invertidos.
- **Flexibilización del régimen de inversiones de las ECR**, este Decreto de ley permite a las ECR optar a nuevos instrumentos financieros como los préstamos participativos. Además, los fondos podrán distribuir resultados periódicamente.
- **La creación de las ECR-Pyme**, siempre y cuando tengan el domicilio fiscal en la UE o en países no incluidos en la lista negra del Grupo de Acción Financiera Internacional y el 70% de su activo vaya destinado a inversiones en empresas no cotizadas, con menos de 250 empleados y cuyo activo anual no supere los 43 millones de euros o su cifra de negocios sea inferior a 50 millones. Por otro lado, estas no pueden tomar el control de la sociedad invertida ni tratarse de instituciones de inversión colectiva, empresas financieras o de naturaleza inmobiliaria.
- **Modificación del régimen aplicable a las sociedades gestoras**, medida por la que todas las sociedades dadas al capital Riesgo, ya sean Entidades de Capital-Riesgo (ECR) o Entidades de Inversión Colectiva Cerrada (EICC) pasan a ser Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva (SGEIC). Por otro lado, se reduce el capital mínimo para la formación de una SGEIC que pasa a ser 125.000 euros en vez de los 300.000 necesario antes de la existencia de la ley comentada. Por otro lado, si que se implementan unos requisitos mínimos de estructura para prevenir situaciones de escasa liquidez, conflicto de intereses o exceso de riesgos y, además, cada SGEIC deberá elaborar al menos anualmente un informe sobre cada una de las sociedades en las que esté invertidas.
- **Modificación del régimen de autorización de la CNMV**, es decir, ya no será necesaria la aprobación de la CNMV, tan solo se realizará un registro, siempre y cuando “la gestión haya sido delegada a una sociedad gestora”. En caso de que se

trate de autogestión de las ECR o las EICC, y de una SGEIC, sí que será necesaria la aprobación de la CNMV.

Como conclusión, podemos calificar esta ley como muy causa fundamental del crecimiento de Capital Riesgo en los últimos años en nuestro país, ya que esta ley atiende a la adecuación necesaria de nuestro marco regulatorio para adaptarlo a las necesidades del sector y de la normativa internacional, ya que es a partir de esta ley cuando ocurre la transposición a la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (GFIA).

En lo que se refiere al contexto regulatorio de la Sociedades de Capital de Riesgo en España encontramos su origen en el “Plan de Acción para el Capital de Riesgo” (1998-2003) en el que se reconoce la importancia de este tipo de inversiones para el desarrollo de sectores como la Innovación y el Desarrollo. Es en 2005 cuando se publica el “Proyecto de Ley reguladora de las Entidades de capital riesgo y sus Sociedades Gestoras”, dicha Ley 25/2005 facilita e impulsa la práctica de este tipo de actividades con medidas como “Reducción de la carga administrativa para las entidades de capital riesgo (ECR), atribuyéndose únicamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la competencia de constitución y autorización de las ECR” y “Flexibilización de las reglas de inversión, permitiéndose las operaciones *“public to private”* y la inversión en otras entidades de capital riesgo nacionales y extranjeras, siempre y cuando no se supere el 10% de sus activos invertidos.”. (de la Cruz Munguira, R. 2015)

Los aspectos regulados por la ley respecto a las SCR son:

- Las entidades que, acreditadas para realizar operaciones de Capital Riesgo, que son las SCR y los FCR, mediante la figura de la gestora en el caso de los FCR.
- El régimen fiscal al que estas entidades están sometidas, existiendo exenciones para las fases de desinversión.

Estos datos han sido obtenidos del Artículo 1 de la “Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras”, que indica “La presente Ley será de aplicación a las entidades de capital-riesgo, en su forma de sociedades y fondos de capital-riesgo, y a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo constituidas de acuerdo con lo previsto en el siguiente Título, así como a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital-riesgo.

Respecto a la última ley de 2014 opina Ángel García, Socio Responsable del área de *Private Equity* de OSBORNE CLARKE en Madrid, indicando que “En general, genera más confianza en el mercado y una mayor transparencia en un momento donde el sector empieza a florecer, apoyado por el FOND-ICO Global, y tras haber desarrollado un cambio de mentalidad importante. Hasta 2005, la inversión era más especulativa, ahora hay que apostar más por crear valor a través de la gestión. En definitiva, queda derogada la Ley 25/2005 y se traspone a la normativa española la directiva europea de Fondos de Inversión Alternativa entre los que se incluyen, entre otras, las entidades de capital riesgo. La norma flexibiliza el régimen financiero de las entidades y también el acceso a la actividad, permitiendo un abanico más amplio de instrumentos de inversión. Además, fomenta la financiación de empresas de pequeño y mediano tamaño con la creación de la sociedad de Capital Riesgo Pyme (ECR-Pyme), otro factor muy interesante, porque el private equity siempre ha sido un sector dinamizador de la economía y, ahora, puede reforzar y apoyar la recuperación. “

Recientemente se ha publicado una modificación de la CNMV mediante la cual se aumenta el control sobre los fondos de capital riesgo, según se publica en el diario “El Economista” por la autora Araceli Muñoz, que indica “A partir del próximo 30 de junio, las entidades de capital riesgo domiciliadas en España estarán más controladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), aumentando así la transparencia del sector y fomentando este tipo de inversiones.”

Fiscalidad Capital-Riesgo

El Capital-Riesgo en España se regula a través de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, que modifica el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, (LIRNR) continua con la tendencia de las últimas leyes analizadas, atenuar los gravámenes de la práctica del Capital-Riesgo debido a su gran influencia en el desarrollo económico de la nación. A pesar de esto, esta nueva reforma incorpora limitaciones a la deducibilidad fiscal de los intereses de la financiación que analizaremos más adelante.

En lo que se refiere a las entidades de Capital Riesgo (ECR SCR y FCR), a los dos últimos se les aplica la normativa general del impuesto, ya que se trata de sujetos pasivos. A pesar de esto, la Ley sobre el Impuesto de Sociedades aplica un régimen especial para la regulación de estas sociedades, que es recogido en el artículo 50 de la LIS, e indica las siguientes particularidades. (Guererios, L. 2015)

1) Dividendos recibidos de las sociedades en las que participan

La participación en los beneficios estarán exentos del pago de impuestos, independientemente del *payout*⁶ percibido y del tiempo que hayan permanecido en la empresa participada.

2) Plusvalías recibidas de las sociedades en las que participan

En principio, las plusvalías obtenidas de las sociedades en las que participan estarán exentas del pago de impuestos siempre y cuando antigüedad en la empresa participada sea superior a un año y la participación sea de al menos un 5% del capital social. En los casos en los que no se cumpla alguno de los requisitos mencionados la exención será del 99 por ciento en el caso de haber rentas positivas que:

- a) Sean fruto de la transmisión de valores que provengan de participaciones a las que hace referencia el artículo 2 de su ley reguladora, es decir, representativos de participación en operaciones de capital riesgo.
- b) Cuando la transmisión tenga lugar a partir del segundo año de tenencia de las participaciones y hasta el año 15 incluido, que se podría incrementar hasta 20 en función del cumplimiento de ciertos requisitos. Dicha exención podría no aplicarse en caso de:

⁶Payout: Porcentaje que una empresa destina de los beneficios al reparto de dividendos

- a. Empresas en las que el activo correspondiente a inmueble sea superior al 50 por ciento, donde tan solo se aplicará la exención en caso de que los inmuebles participen en el desarrollo de una actividad económica sean superiores al 85 por ciento del total de los inmuebles.
- b. Que las empresas pertenezcan a la cotización de un mercado regulado.
- c. El comprador provenga de un paraíso fiscal
- d. El adquirente sea una entidad de Capital-Riesgo

En lo referente a los intereses que se obtengan de la desinversión en las empresas participadas no corresponde la aplicación de ninguna variación, por lo que se aplicará el impuesto de sociedades, y en caso de que se produzcan minusvalías tampoco se encuentra en la ley de aplicación ninguna exención por lo que estas podrán minorar la base imponible a la hora de hacer frente al Impuesto de Sociedades.

En resumen, las SCR y FCR estarán exentas del pago de impuestos en su totalidad o al menos en un 99 por ciento con el fin de no incurrir en una doble imposición, por lo tanto, dichas entidades tan solo sufrirán tributación por el capital que inviertan en las sociedades participadas, cantidad que se verá disminuida por las posibles minusvalías de las operaciones no fructíferas y por aquellos gastos en los que inevitablemente la sociedad incurrirá, como las posibles comisiones de gestión.

Por otro lado, en las Entidades de Capital Riesgo se aplica un régimen de tributación especial que se creó principalmente para favorecer la entrada de capital extranjero, de dicho régimen especial podemos destacar los siguientes puntos:

- 1) Socios no residentes en España, al menos permanentemente.

No deberán tributar en España por los dividendos o plusvalías obtenidas por transmisión de sus participaciones a no ser que el socio que recibe la renta resida en un país reconocido como paraíso fiscal, caso en el cual si estará sometido al Impuesto sobre la Renta de no Residentes (IRNR).

- 2) Socios o partícipes personas jurídicas residentes en España.

En este caso será de aplicación la exención contenida en el artículo 21 de la LIS en el cual se indica que los socios o personas jurídicas residentes en España estarán exentos de tributar o cualquier retención independientemente de la antigüedad con

la que participen en la sociedad o del volumen de acciones del que disponga la ECR.

3) Socios o partícipes personas físicas residentes en España.

En este caso, las plusvalías o dividendos percibidos tributarán por la aplicación del IRPF sin la aplicación de ninguna exención o bonificación.

En cuanto a las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva (SGEIC), al igual que las personas físicas residentes en España no disponen de régimen especial alguno en la LIS, atendiendo a la determinación de la base imponible, esta se formará a partir del ajuste sobre el resultado contable, que a su vez se indicará en las “Circulares 7/2008, 3/2014 y 4/2015 de la Comisión del Mercado de Valores”.

En este sentido, la última reforma de la ley por la cual se regula el Capital-Riesgo en España ha traído cambios que han afectado de forma positiva a la inversión en este método de financiación, sobre todo por el incremento de las inversiones realizadas por no residentes. Esto se puede observar comparando los fondos conseguidos por entidades de Capital-Riesgo en 2013 y 2014 con 670 y 2.110 millones respectivamente, según los datos facilitados por Invest Europe⁷.

Los cambios más importantes que han permitido el auge de la actividad están relacionados con la imposición directa de los medios del capital riesgo y con el régimen especial de las SCR que les permite estar exentas en cuanto al cobro de dividendos y plusvalías se refiere. Uno de los objetivos principales de la reforma de la LIS ha sido favorecer la capitalización empresarial, aplicando limitaciones a los incentivos por endeudamiento y a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros relacionados con la compra de participaciones.

⁷ Invest Europe. (2019). *New funds raised by country of the fund management team, 2019*

Funcionamiento de los Fondos de Inversión

La forma de operar de los Fondos de inversión es distinta a los FCR y las SCR, necesitan un capital mínimo de 50 millones de euros, no son sociedades ya que no tienen personalidad jurídica. Están formados por un amplio número de socios que emiten participaciones en sociedades, el patrimonio generado es manejado por una sociedad gestora siguiendo unas pautas determinadas en lo que se refiere al riesgo al que las operaciones están expuestas, el tiempo de duración máximo de la inversión y el tipo de sociedades en las que se invierten, lo que forman un conjunto de políticas y principios del fondo. Por supuesto, la finalidad del fondo es conseguir que el fondo consiga los máximos beneficios para el partícipe.

Los Fondos de Inversión están regulados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y como hemos indicado anteriormente, la presión sobre ellos es cada vez más alta siempre con la intención de reducir la evasión fiscal en la que pueden incurrir, tal y como el gobierno promete ejercer contra las figuras de las SICAVS.

En lo que se refiere a los cambios en los Fondos de Inversión en los últimos años podemos destacar lo que indica Carlos Tusquets, presidente de la EFPA cuando se le pregunta por los principales cambios en la industria de los fondos de inversión y los planes de pensiones en los últimos diez años: “Desde mi punto de vista, los cambios más importantes en la industria de la gestión de IIC han ido en la línea de incrementar los mecanismos de control de riesgos, normalizar el cálculo del valor liquidativo, introducir nuevas figuras como los fondos y SICAVS de inversión libre, permitir la creación de series y clases en los fondos y SICAVS. Destacar también la regulación del funcionamiento de los traspasos de las posiciones de un cliente entre fondo y fondo, tanto en el ámbito de los fondos de inversión como en el de pensiones.” Entrevista realizada por el Observatorio Inverco

Régimen de inversiones

El régimen de inversiones de las ECR hace referencia a los requisitos que estas entidades han de cumplir para ser consideradas como tal por la autoridad competente, la CNMV. Estos requisitos están establecidos en la Ley 22/2014, del 12 de noviembre de 2014, e indican los siguientes obligatorios de inversión y los de libre disposición.

Coeficiente obligatorio de inversión

El coeficiente obligatorio de inversión, según el artículo 13 de la Ley 22/2014 consiste en “la obligación de invertir un porcentaje mínimo del activo computable definido de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 18 en determinados tipos de activos.”, además el artículo también indica que:

“Las Entidades de Capital Riesgo han de mantener, como mínimo, el 60 por ciento de su activo computable en los siguientes activos: Acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital de empresas que se encuentran dentro de su ámbito de actividad principal. Préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal y cuya rentabilidad esté completamente ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa de modo que sea nula si la empresa no obtiene beneficios. Otros préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal, hasta el 30 por ciento del total del activo computable”.

Coeficiente de libre disposición

El coeficiente de libre disposición hace referencia al resto de su activo que no pertenezca al coeficiente obligatorio de inversión y que se podrá invertir, según indica el artículo 13, de la siguiente manera:

- a) Valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados.
- b) Participaciones en el capital de empresas que no se encuentren dentro del ámbito de actividad principal de conformidad con el artículo 9, incluidas participaciones en instituciones de inversión colectiva y ECR que no cumplan lo dispuesto en el artículo 14 y en EICC.

- c) Efectivo. En aquellos casos en los que estatutaria o reglamentariamente se prevean reembolsos periódicos, formará parte del coeficiente de liquidez, junto con los demás activos especialmente líquidos que determine el Ministro de Economía y Competitividad, o, con su delegación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- d) Préstamos participativos.
- e) Financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal tal y como se define en el artículo 9.1.
- f) En el caso de SCR auto gestionadas, hasta el 20 por ciento de su capital social, en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad.

Diversificación del capital

El artículo 16 recoge las limitaciones impuestas a las ECR en lo referente a la diversificación de las inversiones, que se unen a otras limitaciones como el coeficiente mínimo de inversión. El artículo indica las siguientes:

1. Las ECR no podrán invertir más del 25 por ciento de su activo computable en el momento de la inversión en una misma empresa, ni más del 35 por ciento en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades, entendiéndose por tal el definido en el artículo 42 del Código de Comercio.
2. Las ECR podrán invertir hasta el 25 por ciento de su activo computable en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora, tal y como este se define en el artículo 42 del Código de Comercio, siempre que cumplan los siguientes requisitos.
 - a) Que los estatutos o reglamentos contemplen estas inversiones.
 - b) Que la entidad o, en su caso, su sociedad gestora disponga de un procedimiento formal, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita evitar conflictos de interés y cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo de la entidad. La verificación del cumplimiento de estos requisitos corresponderá a una comisión independiente creada en el seno de su consejo o a un órgano independiente al que la sociedad gestora encomiende esta función.
 - c) Que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo.

Tan sólo a los efectos previstos en este artículo se considerará que las empresas en las que participen directamente las ECR que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 9, no son empresas pertenecientes al grupo de la ECR de que se trate.

Incumplimientos temporales

El artículo que hace referencia a los incumplimientos temporales es el 17, en el cual se indican los periodos en los cuales se pueden incumplir los porcentajes indicados previamente en el apartado de coeficiente obligatorio de inversión. Tal y como indica el artículo 11⁸, este porcentaje puede ser *incumplido en las siguientes situaciones:*

1.º Durante los tres primeros años a partir de su inscripción en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2.º Durante veinticuatro meses, a contar desde que se produzca una desinversión computable en el coeficiente obligatorio que provoque su incumplimiento, siempre y cuando no existiese incumplimiento previo.

Fases de las inversiones Capital-Riesgo

En el Capital Riesgo se pueden distinguir tres fases que se pueden diferenciar claramente en toda operación, pero antes de llegar a la primera de las fases también ocurren otros sucesos. En primer lugar, se produce la constitución de la Sociedad de Capital Riesgo, que establece unos estatutos sobre la política de inversiones Capital-Riesgo que pretende realizar y los socios se van adhiriendo hasta disponer del capital suficiente para formar poder acometer inversiones.

El siguiente paso es la búsqueda de la/s entidades en la que realizar la inversión, se siguen patrones de búsqueda en función del objetivo de la SCR, se pueden buscar desde

⁸ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

inversiones en proyectos en las primeras fases de desarrollo que necesitan fondos para acometer su plan de negocio, etapa conocida como capital semilla, o también se pueden buscar empresas más maduras con escasez de fondos para llevar a cabo un plan estratégico como el desarrollo de un nuevo producto o la expansión internacional. Cabe destacar que el Capital Riesgo se trata de una actividad cíclica, una vez los fondos son captados se procede a realizar la inversión en la sociedad o proyecto escogido y esta no suele tener una duración de entre 3 y 7 años. Una vez haya pasado este tiempo se procederá a la última fase, la desinversión, en la cual se la SCR vende las participaciones tomadas previamente y es a través de esta transacción donde la SCR espera obtener una rentabilidad.

Fase de captación

La fase de captación es la primera de todas, donde se produce la captación de inversores que aporten el capital necesario para ejecutar las inversiones, esta fase es conocida en los países anglosajones como “*fundraising*”. Además, en esta fase se deciden aspectos tales como la forma jurídica que se va a adoptar, concepto relacionado con la gestión de los fondos logrados. En esta fase se realiza la formalización de las participaciones entre los inversores y la SCR.

En lo que se refiere a los inversores que participan en las Sociedades de Capital-Riesgo, se pueden encontrar perfiles muy diversos, particulares, empresas, fondos de pensiones organismos e instituciones públicas entre muchos otros a los que la SCR les presentará el proyecto con el objetivo de involucrarles. Pero también se da el caso de que sean los propios inversores los que se junten previamente para constituir la SCR. En España, en un principio el Capital-Riesgo comenzó a fomentarse por la figura del estado y se caracterizaba por una alta regulación del mismo. Con el paso de los años la figura del Estado ha ido perdiendo peso sobre el total de las inversiones de Capital-Riesgo en España y el marco regulatorio ha ido reduciendo sus trabas con el propósito de adecuarse a la normativa internacional y el de facilitar la entrada de capital extranjero que ha sido clave para la consolidación en España de esta forma de financiación.

En cuanto a la gestión del mismo, pese a que se pueden encontrar diversas variables de Entidades dedicadas a la actividad del estudio en la mayoría de los casos los inversores

no son partícipes de las decisiones que se toman a diario ya que existe la figura de la gestión, que se encarga de las tarea de gestión que debe informar de las áreas de especialización y además, desde la ley de 2014 ha de enviar un folleto informativo sobre cada una de las empresas en las que la sociedad participa, tal y como se ha indicado previamente en el punto 8 en el que habla de la fiscalidad del Capital-Riesgo.

Además de estos folletos obligatorios, para favorecer la comunicación entre los inversores y la entidad se establecen una serie de cláusulas restrictivas para que la comunicación entre los dos actores sea la más óptima posible, entre estas cláusulas Maite Seco, (2011) destaca las siguientes:

- a) Fijar una vida limitada a los fondos de capital riesgo, de forma que los gestores no puedan mantener los recursos permanentemente.*
- b) Escalonar la entrega de fondos, con la opción de no aportar fondos tras la entrega inicial o de retirarlos antes de la terminación de la vida del fondo.*
- c) Prohibir a la entidad de capital riesgo reservarse ventajas frente a las condiciones que ofrecen a los inversores del fondo.*
- d) Fijar la remuneración de la entidad de capital riesgo, que generalmente tiene dos componentes: comisión de gestión (fija) y comisión por resultados (variable).*
- e) Prohibir a la entidad de capital riesgo iniciar un fondo hasta haber invertido completamente el anterior.*
- f) Prohibir la inversión en determinadas empresas o sectores: por no conocerse bien, por ser más arriesgadas o por haber invertido la misma entidad de capital riesgo con un fondo anterior.*
- g) Fijar un esquema de distribución prevista de los resultados de las inversiones y su ordenación en períodos.*
- h) Definir la información y seguimiento de la actividad realizada que debe ofrecer periódicamente la entidad de capital riesgo.*
- i) Delimitar la estructura de decisión y control del fondo: comités de seguimiento y asesoramiento, y auditorías periódicas.*

En esta fase aparece el concepto de Asimetría de la Información, que hace referencia al hecho de que los inversores, que son quienes aportan los fondos no son los que gestionan las operaciones cotidianas de la SCR, si no que quedan sometidos a la información que

reciban, reclamen u obtengan por sus propios medios, por ello son tan importantes las cláusulas que Maite Seco (2011) indica y que ayudan a reducir el sesgo de la información.

Fase de Inversión

Esta es la fase que precisa de la mayor duración, ya que es en esta donde se producen la valoración de las empresas en las que se estima participar con los respectivos estudios previos y la adquisición de las participaciones que le permitan asociarse con la empresa en cuestión, posteriormente se realizará el seguimiento y el control. Dentro de la fase de inversión podemos encontrar diversos aspectos que se han de analizar, tales como:

- Identificación de proyectos potenciales, también conocido como generación del “*deal-flow*”
- Establecimiento de los parámetros de la negociación de la operación
- Seguimiento y control de la operación, por medios propios y externos
- Posible colaboración con la directiva de la empresa

El primero de los pasos, identificación de proyectos potenciales, se realizan a través de encuentros con emprendedores que se encuentren en necesidad de fondos para llevar a cabo sus proyectos, a través de contactos de los que pueda disponer la SCR o directamente jóvenes empresarios que se pongan en contacto con la SCR, también existen empresas de mediación entre entidades especializadas en el Capital-Riesgo y comunidades de emprendedores actuando como intermediarios.

En segundo lugar, la valoración de los proyectos se realiza mediante la aplicación de distintos filtros de los que dispone la SCR para estas situaciones, en caso de que el proyecto se considere de alta viabilidad y con gran certeza se vaya a producir se le realizan análisis más específicos sobre el mismo. Una de las primeras cosas que se mira a la hora de analizar una empresa en la que se estudia invertir es su estructura tanto económica como financiera, siempre y cuando esta ya esté en funcionamiento en caso de tratarse de capital semilla se estudiarán sus capacidades de generar efectivo.

En tercer lugar, podemos encontrar la fase de desarrollo del diseño y negociación de la operación, en esta fase se establecerá el acuerdo entre la SCR y la sociedad participada sobre el ciclo de la operación, es decir, cuando se va a producir teóricamente la

desinversión. En esta fase también se establece la cuantía de la inversión y el porcentaje del participado que va a ser adquirido por la SCR, así como la forma en la que el capital se va a inyectar y todas las condiciones pertinentes. Para determinar todas estas decisiones que suelen comprender una alta complejidad se realizan simulaciones de supuestos a partir del plan de negocio facilitado o elaborado por ambas partes. Todo este proceso se realiza una vez ha tenido lugar un procedimiento de *due dilligence* mediante el cual se comprueban las partidas de activo no corriente, disponible, pasivo etc.

En lo referente al seguimiento y control de la operación, cabe destacar de este punto que para las SCR este punto es muy importante porque dado el nivel de riesgo han de estar muy pendientes de la gestión de las empresas que poseen en su cartera de gestión, la forma con la que las SCR tratan de disminuir las asimetrías informativas es a través de los derechos de control, que son más frecuentes al en las primeras fases de la colaboración. Otro medio que emplean las SCR para gestionar el seguimiento y el control es a través del Consejo de Administración, donde habitualmente las SCR están más presentes que lo que les correspondería según su participación, este punto se ha de establecer en el contrato de colaboración elaborado.

Por último, la colaboración con la directiva de la empresa. Uno de los alicientes que llevan a las empresas en sus primeras fases de desarrollo a permitir la entrada de SCR en su participado es el hecho de que estas no solo aportan el capital necesario para acometer el proyecto, si no que en la mayoría de casos te dan un cierto caché que hace mucho más fácil el contacto con intermediarios como proveedores e instituciones, además, la experiencia de la SCR también es fundamental para la directiva dado el asesoramiento que pueden recibir, lo que en casos de Entidades de Capital-Riesgo de gran prestigio les puede ayudar a reducir la cuantía con la que entran en el participado.

Desinversión

La última fase del ciclo de las SCR, de este punto cabe destacar las diferentes formas por las que una SCR puede salir de la empresa, por lo que, tal y como indica Marta Berrio en su trabajo “*Impacto del Capital Riesgo*” (2015) se encuentran los siguientes procesos:

- *Identificación de posibles salidas.*
- *Formalización de la salida.*
- *Devolución de aportaciones y distribución de plusvalías entre inversores.*
- *Efectos fiscales*

Esta etapa es fundamental para las SCR porque es la que va a determinar cuál va a ser la rentabilidad final de la operación. Dentro las posibles salidas por las que puede optar, están la salida total o parcial, siendo esta última en caso de que la SCR después de la desinversión conserve parte del participado que en su día adquirió. Se identifican la siguiente posibles salidas de la empresa:

a) Venta en el mercado público u Oferta Pública Inicial (OPI)

Como su nombre indica, es cuando la SCR ofrece vía pública sus participaciones para que cualquiera las pueda adquirir. En ciertos casos se puede considerar una OPI como un mal momento de la situación de la empresa lo que puede llevar al descenso del valor de las participaciones, y es por esto que a veces las SCR suelen esperar en caso de optar por una OPI, pero que además es un requisito común conocido como *look up period*⁹.

b) Recompra de los propietarios iniciales

Se produce en caso de que sea n los propietarios iniciales los que se hagan con las acciones, no es el más común dado el gran desembolso que estas operaciones suelen requerir, pero depende de muchos más factores como el capital del que dispongan los propietarios, el sector de la empresa etc.

c) Venta a terceros mediante operación privada

Se produce cuando el adquirente es un tercero, siempre que no se trate de otra SCR.

d) Venta a otro inversor de capital riesgo

⁹*look up period*: periodo que transcurre desde que una entidad de Capital Privado decide realizar una oferta pública hasta esta ocurre, se produce con la intención de no devaluar las participaciones de la empresa por la intención de la venta y en algunos mercados, como Estados Unidos existe un periodo obligatorio.

Cuando otra entidad dedicada al Capital-Riesgo se hace con las participaciones de la SCR que desinvierte, este suceso en el mundo anglosajón es conocido como *secondary buy-out*¹⁰

- e) Liquidación de la operación por su propia naturaleza
Tiene lugar en sectores no muy corrientes en la actividad del Capital Riesgo tales como el inmobiliario, y se produce cuando una vez el ciclo ha finalizado se vende la totalidad del activo.
- f) Absorción del capital de la sociedad de capital riesgo por parte de la empresa financiada vía endeudamiento.
Es un caso parecido al punto b), recompra de los propietarios iniciales, solo que en este caso en vez de desembolsar el monto este se adquiere mediante endeudamiento.
- g) Liquidación por insolvencia
Ocurrirá en caso de que el proyecto fracase

¹⁰ *Secondary buyout*: Operación en la que un fondo de capital riesgo compra a otro fondo de capital riesgo su participación en una empresa previamente adquirida por éste.

4. Aportación Descriptiva del tema

En los siguientes apartados se presenta el análisis descriptivo realizado sobre el sector del Capital-Riesgo en los distintos mercados de interés del estudio: mundial, con especial interés en EE.UU como país pionero del desarrollo de la actividad, Europa, que desde que inició la práctica de la actividad ha experimentado un rápido crecimiento por la inversión recibida desde Norte América y por último, un análisis más extenso del sector en España, prestando atención a las entidades con mayor volumen de inversión, la variación de las inversiones en los últimos años y los sectores que reciben mayor financiación.

Análisis descriptivo del sector a nivel mundial

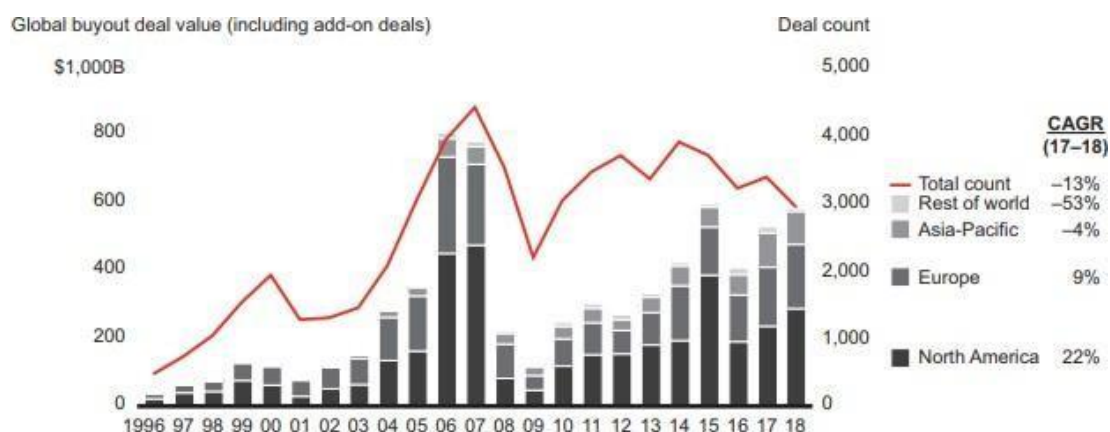
Una vez se han superado los nefastos resultados que en general tuvieron lugar a partir de la crisis económica que comenzó en 2008, y una vez concluida la fase de recesión, el Capital Riesgo ha visto como las cifras conseguidas han ido aumentando durante los últimos 5 años de forma ininterrumpida. De momento, no parece que la tendencia vaya a cambiar, las firmas más importantes se muestran optimistas en cuanto al futuro del Capital Riesgo se refiere, ya que la cantidad de *dry powder* aumenta anualmente y se muestra paciente mientras espera nuevas oportunidades de negocio y certeza sobre los sectores más disruptivos en el corto plazo. A esta situación hace referencia Ludovic Phalippou, profesor de finanzas en la *Oxford Saïd Business School*, que indica “Hay un montón de dinero desesperado por ser asignado a una inversión de un fondo de *Private Equity*”

En cuanto a las inversiones que tuvieron lugar en 2018, podemos observar un descenso del 13% acumulando un total de 2.936 operaciones. A pesar de esto, el valor total de las inversiones producidas ha aumentado un 10% llegando a un total de 582 billones, lo que supone el mejor resultado de estos cinco años de ascensos consecutivo, que, si no fuese por los resultados conseguidos en los años previos a la crisis financiera, 2006 y 2007, estaríamos hablando de que cada año de estos últimos 5 se ha superado el record histórico.

De este periodo de continuos ascensos destaca la mayor experiencia del sector, adquirida con la devastadora crisis financiera, que ayuda a identificar las inversiones en las que puede merecer la pena permanecer y realizar nuevas rondas de financiación y por otro lado identificar los sectores en los que depositar capital supone arriesgar demasiado, ya

que la incertidumbre es alta y las experiencias previas no son positivas. La evolución de las inversiones a nivel global se puede observar en la *Figura 9*.

Figura 9. Valor de las operaciones de Capital-Riesgo a nivel global en billones de euros, en el periodo 1996 – 2018 por Continente

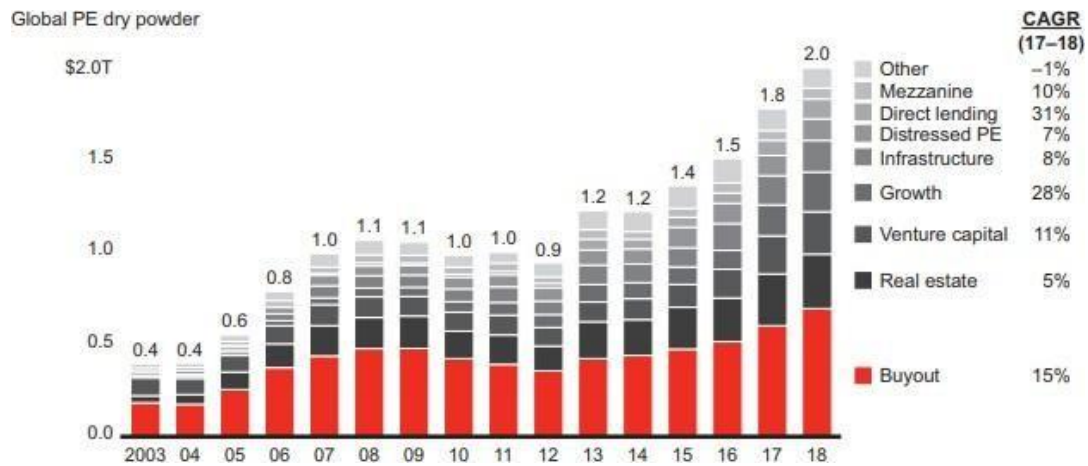


Fuente. *Global Private Equity Report 2019* elaborado por BAIN & COMPANY 2019

En cuanto a las grandes operaciones, estas han sido de suma importancia a nivel global, y en especial en Estado Unidos, donde han supuesto un 22% del total de las operaciones producidas el pasado año, y entre las cuales destaca la compra por 17 billones de la unidad financiera y de riesgo de *Thomson Reuters* por el grupo *Blackstone* y el *Canada Pension Plan Investment Board*.

En lo que respecta al *dry powder*, hemos ido comentando a lo largo del trabajo que desde que finalizó la recesión provocada por la crisis económica y se inició la recuperación económica las firmas con mayor influencia en el sector del Capital-Riesgo a nivel mundial han mostrado una mayor precaución a la hora de realizar inversiones, siendo cada vez más frecuentes las *due dilligences* y los controles exhaustivos sobre las entidades que están dispuestas a autorizar la entrada de capital ajeno ya sea como Venture Capital o Private Equity. Estas nuevas medidas restrictivas adoptadas por las gestoras internacionales y sufragadas por las autoridades reguladoras ha provocado que el *dry powder* haya ido aumentando considerablemente, llegando a situarse en la actualidad por encima de los 2 trillones de dólares, y soportando un aumento de más del 65% desde 2013. Podemos observar la evolución del *dry powder* en la *Figura 10*.

Figura 10. Evolución del *dry powder* a nivel global en trillones de dólares en el periodo 2003 – 2018



Fuente. *Global Private Equity Report 2019* elaborado por BAIN & COMPANY 2019

Como hemos comentado, el precio que se están pagando por los activos de Capital-Riesgo ha estado aumentando considerablemente en los últimos años, y esto es debido al gran *dry powder* y al gran aumento del número de compañías dedicadas a la actividad, que ha producido que se lleguen a pagar hasta 11 veces el EITDA de una empresa en las compras apalancadas, igualando niveles previos a la crisis de 2008. Pese a esto, las grandes firmas no se están echando para atrás a la hora de realizar nuevas inversiones. Consideran que el sector aún tiene margen de aumento y se deciden a apostar por aquellos sectores y empresas en las que depositan su confianza. Para esto, están invirtiendo más en los controles que realizan sobre las empresas en las que desean invertir y establecen medidas de control para que las inversiones sean consensuadas y de este modo reduzcan los niveles de riesgo.

Respecto a los mercados en los que se están centrando las inversiones de Capital-Riesgo a nivel global, destaca el mercado chino como vía de escape de la inmensa cantidad de liquidez de la que disponen las empresas de Capital-Riesgo. El auge de las compañías tecnológicas chinas está siendo uno de los principales focos de inversión en la actualidad, de hecho, solo en 2018 se han invertido 81 billones en startups de origen chino, que ya supone un 32% del Venture Capital invertido a nivel global. Las inversiones en Private Equity en el mercado chino suponen un 50% del capital invertido en Asia pacífico, el

ritmo con el que ascienden las *startups* de este país asiático mejora al mejor que han tenido las de origen estadounidense y el 85% del *Private Equity* que se invierte en china se realiza en empresas del sector tecnológico o internet. Como es evidente, se plantea la posibilidad de que el mercado chino este sufriendo un sobrecalentamiento de su economía dado sus elevados niveles de crecimiento y se espera que la burbuja se rompa más pronto que tarde (Bain, 2019).

Por último, en lo que a desinversiones se refiere, pese a que 2018 no fue tan exitoso como 2017 se puede catalogar como un buen año, en el que se produjeron un total de 1.146 desinversiones valoradas en 378 billones de dólares, valores lejos del máximo alcanzado en 2014 y que acumulan una cifra cercana a los 2 trillones en estos últimos 5 años.

Figura 11. Número de desinversiones producidas a nivel global, 2009 – 2018



Source: Preqin Pro

*Denotes lead investor.

Fuente: Preqin Pro (2019) en 2018 *BUYOUT DEALS AND EXITS*

Análisis descriptivo del sector a nivel europeo

A nivel europeo, los datos que presenta el sector son muy positivos, ya que el crecimiento ha sido constante en los últimos años y se prevé que en 2019 se superen los cien mil millones en captación de recursos para la inversión, objetivo que será alcanzado fácilmente si observamos el vertiginoso aumento que ha tenido la captación de recursos desde 2015, que se puede observar de forma precisa en la tabla adjuntada.

Figura 12. Inversión en miles de euros en Europa en el periodo (2012 – 2018)

Año	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inversión (miles de €)	28.526.738	60.809.095	57.037.083	54.742.850	84.103.375	96.627.414	97.319.716
Porcentaje respecto al año anterior	-	213%	94%	96%	154%	115%	101%

Fuente. Elaboración propia a partir de *Invest Europe, European Private Equity data (2007 – 2018)*

En lo que se refiere a las fases que más despiertan la atención para los inversores, tampoco se destacan grandes cambios en los últimos años a nivel europeo, en el sector de *Private Equity*, la compra de participaciones con el objetivo de reestructurar la empresa mediante la mejora de procesos, la reducción de costes etc. conocida como *Buyout* sigue siendo la que más inversiones ha recibido, consiguiendo un total del 68,4% de los fondos invertidos en 2018 pero sufriendo un descenso de 6,8 puntos porcentuales respecto a 2017, donde este tipo de operaciones supusieron el 75,2% del total. Los datos que reflejan la inversión por fases se pueden encontrar en la *Figura 13*.

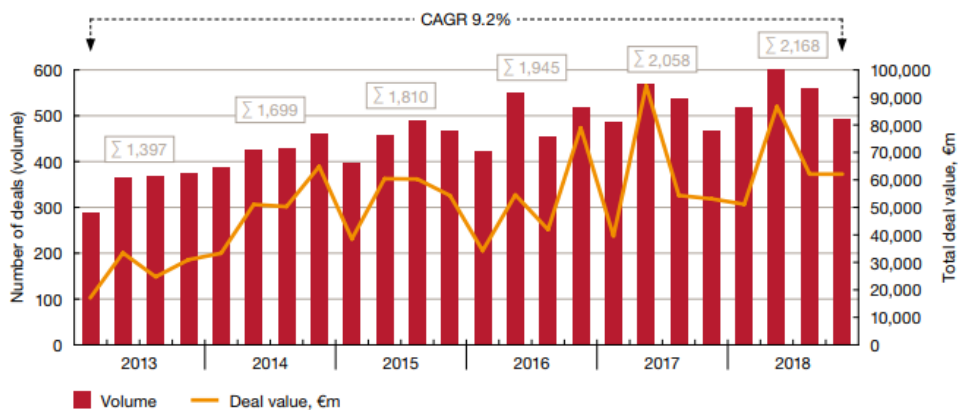
Figura 13. Distribución de la inversión en miles de euros por fases en Europa en el periodo (2012 – 2018)

	2015		2016		2017		2018	
Amounts in € thousands	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Early-stage	1.842.384	3,4	3.433.451	4,1	2.528.356	2,6	4.214.068	4,3
Later stage venture	1.143.400	2,1	356.113	0,4	701.941	0,7	1.898.459	2,0
Venture	3.746.995	7	5.284.002	6	7.042.186	7	5.306.438	5
Total Venture	6.732.778	12,3	9.073.565	10,8	10.272.483	10,6	11.418.965	11,7
Growth capital	3.308.436	6,0	4.789.887	5,7	7.412.596	7,7	7.763.965	8,0
Buyout	33.546.925	61,3	62.665.186	74,5	72.661.130	75,2	66.538.003	68,4
Mezzanine	3.396.546	6,2	758.884	0,9	1.022.977	1,1	1.045.253	1,1
Generalist	7.758.165	14,2	6.815.853	8,1	5.258.228	5,4	10.553.531	10,8
Total funds raised	54.742.850	100	84.103.375	100	96.627.414	100	97.319.716	100

Fuente. Invest Europe, *European Private Equity data (2007 – 2018)*

En lo que respecta al valor de las operaciones producidas, en 2018 se ha producido un máximo histórico de transacciones en *Private Equity*, ya que el aumento del 8,6% que ha tenido lugar ha elevado las inversiones producidas hasta un total de 262,1 billones de euros, además, el número de operaciones que han tenido lugar ha aumentado en un 5% respecto al curso anterior alcanzando un total de 2.168. (PWC, 2019)

Figura 14. Volumen y valor en miles de euros de las operaciones de *Private Equity* en Europa en el periodo (2013 – 2018)



Fuente. *Private Equity Trend Report 2019* elaborado por PWC

Se puede observar un gran aumento de *megadeals*, operaciones de más de 100 millones, que se han producido un total de 57 en 2018, cifra que supera considerablemente las 30 que tuvieron lugar en Europa en 2017. De entre todas estas operaciones gigantes, en términos económicos, podemos destacar en primer lugar la compra realizada por *Carlyle Group* y el fondo soberano de *Singapour GIC's* del grupo químico *Nouryon* por más de 10,1 billones de euros, este grupo químico pertenecía previamente a *AzkoNobel*. En segundo lugar, destaca la operación producida por *CVC Capital Partners*, que adquirieron el grupo farmacéutico italiano *Recordati* por 6,3 billones de euros. Además, destaca España especialmente en lo que se refiere a los *megadeals* ya que es en este país donde se han tenido lugar tres de los diez *megadeals* de mayor tamaño, como son: la venta del negocio inmobiliario de *Caixabank* a *Lone Star* por una cifra aproximada a los 7 billones de euros, la venta del 20% de *Naturgy* y otro porcentaje de *Financiera Alba* a *CVC Capital Partners*.

En cuanto a las perspectivas, son bastante positivas ya que, pese a que superar los resultados obtenidos tanto en 2017 como en 2018 es una tarea verdaderamente difícil hay constancia de que los grandes fondos están en fase de aumento d fondos para realizar nuevas inversiones o incluso están actualmente realizando dichas inversiones. Entre los fondos que se encuentran en esta situación podemos destacar grandes firmas como son: *Apax Partners*, *Cinven*, *Permita*, *Partners Gorup* etc., de hecho, se dice que tan solo están cuatro firmas pueden llegar a acumular un total de 32 billones de euros basándonos en otras etapas de levantamiento de fondos que han realizado previamente.

Respecto a los sectores que están despertando un mayor interés para la inversión de *Private Equity* en los últimos años, destaca el hecho de que no se han producido cambios en los últimos 6 años, siendo el químico, industrial, tecnológico, el de comunicaciones y media (TMT) y servicios enfocados a los negocios los que mayor volumen de operaciones han soportado. De entre estos, destaca el sector de los servicios enfocados a los negocios el que más ha aumentado en los últimos años, pasando del quinto puesto en la clasificación por volumen al segundo, y que ya supone el 13% de las inversiones realizadas a nivel europeo. Por otro lado, desciende considerablemente el sector de consumo, que ha pasado e la tercera a la sexta posición, influenciado por la incertidumbre del sector y las altas barreras de entrada.

Análisis descriptivo del sector a nivel nacional

A nivel nacional, hay que destacar en primer lugar que 2018 ha sido el mejor año, por segunda vez consecutiva, en inversión de *Private Equity* y *Venture Capital*, alcanzando una inversión de 6.013 millones repartidos entre 740 inversiones.

Además, este dato está acompañado de una reducción respecto a Europa en lo que a la brecha de inversión en capital riesgo se refiere, ya que, pese a ser por pocas décimas, la inversión en Capital Riesgo respecto al PIB en España (0,47%) ha sido superior a la media europea (0,50%).

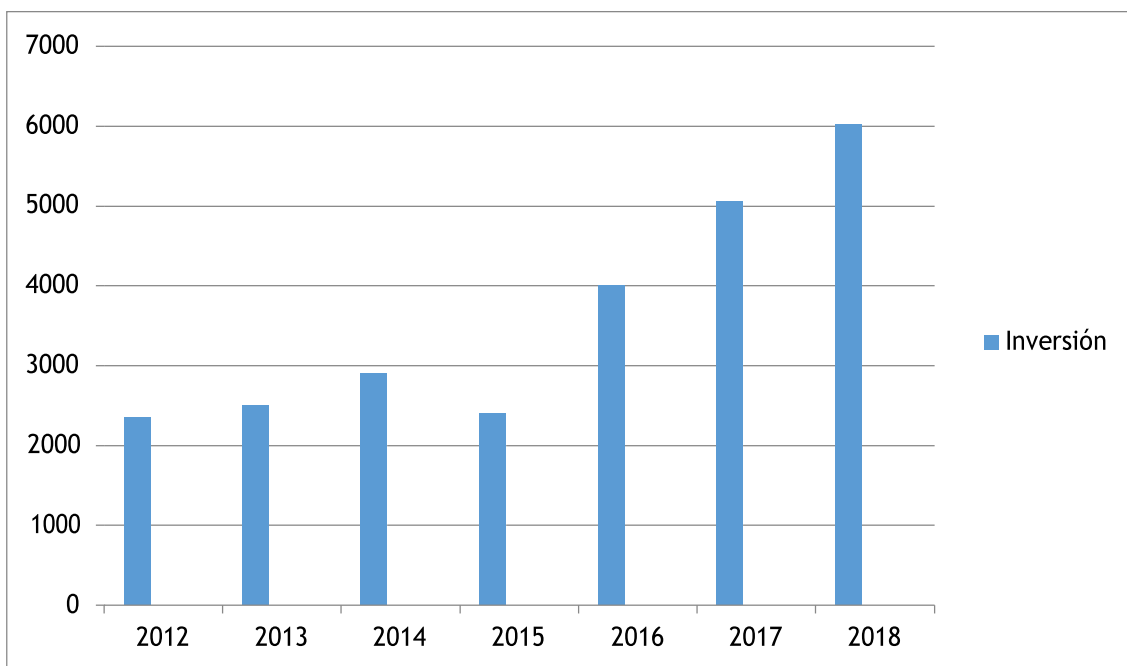
Respecto a la inversión internacional, en 2018 se ha conseguido el record, ya que, de los 6.013 millones invertidos, las gestoras internacionales han supuesto un 76%, lo que es equivalente a 4.570 millones.

Por otro lado, el crecimiento de las operaciones de *middle market*, operaciones entre 10 y 100 millones, sigue con la tendencia positiva que adquirió en los años de recuperación de la crisis.

Respecto a *Venture Capital*, las sumas de todas las inversiones producidas en esta etapa de desarrollo superan en total los 500 millones en 2018, siendo un total de 459 las *startups* invertidas.

En la siguiente figura se puede observar el volumen registrado en inversiones de Capital Riesgo en el periodo que ha transcurrido desde el inicio de la recuperación de la crisis, 2012, hasta la actualidad.

Figura 15. Inversión en *Private Equity* y *Venture Capital* periodo 2012-2018
(millones de euros)



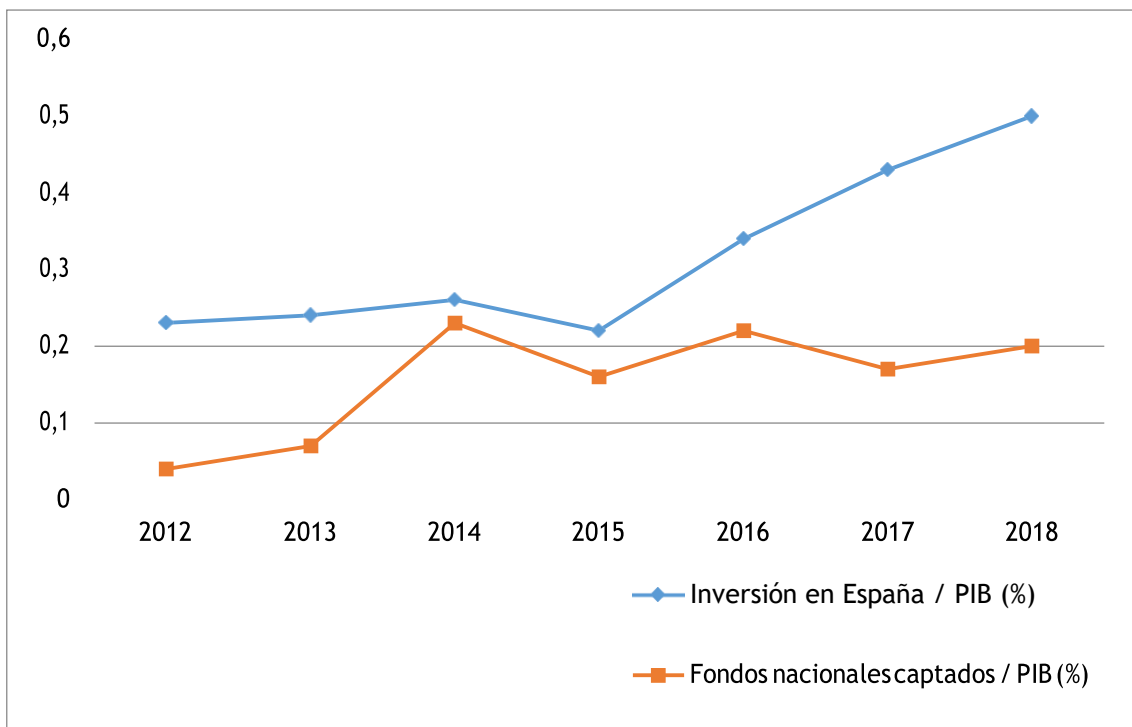
Fuente: Elaboración propia a partir de ASCRI (2018).

Por otro lado, uno de los aspectos más importantes de la actividad del Capital-Riesgo es la captación de recursos, ya que aseguran la continuidad de la actividad y cuanto más aumenten significaran dos cosas, por un lado indicarán que la confianza en la actividad sigue aumentando y por otro, aumentará la competitividad en caso de que estas captaciones se produzcan en nuevas entidades, y es que como venimos comentando la competitividad ha aumentado tanto en el sector, que los márgenes de beneficio se han reducido, lo cual autor regula el sector disminuyendo la entrada de más actores. (Ana Alcázar, Capital & Corporate, 2019).

Los datos que refleja el sector en cuanto a la captación de nuevos recursos indican tres cosas, por un lado, que las gestoras españolas privadas han aumentado su captación de recursos en un 16.7%, llegando a un total de 2.178 millones, y por otro lado que el *Private Equity* mejora, aumento del 26% en captación de recursos con un total de 1.995 millones y que el *Venture Capital* disminuye, tan solo 192.9 millones captados, lo que supone un descenso del 35%.

Estos datos indican que los principales actores están apostando por la inversión en empresas que: muestran un considerable desarrollo, poseen un resultado del ejercicio positivo y obtienen la inyección de capital para consolidar su posición en el mercado o diferenciarse de sus competidores. Esta cifra de aumento de la captación de nuevos recursos se puede observar en la Figura 10, que muestra la inversión y la captación de recursos respecto al PIB en el periodo que transcurre desde 2012 hasta 2018.

Figura 16. Inversión y Captación respecto al PIB (en porcentaje)



Fuente. Elaboración propia a partir de ASCRI 2019

Por último, en lo que refiere al análisis descriptivo de la desinversión producida en el último curso, la *Figura 17* muestra los datos de las desinversiones producidas, que, pese a que en *Venture Capital* han aumentado, en general han disminuido considerablemente.

Figura 17. Desinversión en España en el año 2018 (millones de euros)

-41.4% respecto a 2017	-43.9% respecto a 2017	+88.4% respecto a 2017
2.039, 3M Desinversión (a precio de coste)	€1.826 Desinversión en <i>Private Equity</i>	€213M Desinversión en Venture Capital

Fuente: Elaboración propia a partir de ASCRI 2018

Respecto al análisis por zona geográfica, en 2.018 siguen liderando con gran diferencia la Comunidad de Madrid y Cataluña, que recogen un total de 2.693 y 1.756 millones de euros en volumen de inversión en 2.018, respectivamente. En tercera posición se encuentra el País Vasco con 609 millones y en cuarta posición la Comunidad Valenciana, con 232 millones.

Captación de fondos en 2018

Destaca el crecimiento de la captación de fondos en 16.7 puntos porcentuales, siendo un total de 2.178 millones captados. Aparentemente se puede considerar un muy buen dato, pues respecto a las cifras captadas en España en otros periodos, 2.018 es el segundo mejor año, tan solo superado por 2.007, año anterior al inicio de la crisis financiera, pero la realidad es que todavía estamos extremadamente alejados de nuestros socios europeos. Por ejemplo, la captación de fondos en Francia el curso anterior fue superior a 14.000 millones, y 49.200 en Reino Unido.

Pese a todo, las cifras son positivas y en cuanto a los factores que han supuesto el aumento comentado podemos destacar el apoyo por parte del sector público mediante *Fond-ICO Global*, el fondo de fondos que representa el sector público en la actividad del Capital-Riesgo, las facilidades para los inversores internacionales promovidas por la comentada ley 22/2014, los bajos tipos de interés actuales en la economía mundial acompañados por la aparente estabilidad política acompañada por el aumento del PIB.

En lo que refiere a la distribución de los nuevos fondos captados en España, cabe destacar que el 65% de los fondos captados se distribuyen entre cinco fondos, que son los de mayor

importancia del panorama nacional. En la *Figura 18* se puede observar la distribución de este 65% de los fondos mencionados.

Figura 18. Fondos con mayor captación de recursos en 2018 en España (millones de euros)

SOCIEDAD	FONDO	CAPTACIÓN 2018
Proa Capital	Capital Iberian Buyout III	475 M
Miura Private Equity Fund	Miura Fund III	325 M
Corpfin Capital	Corpfin Capital Fund III	278 M
MCH Private Equity Investments	Spain Oman Private Equity Fund	204 M
Nexus Iberia	Nexus Iberia Private Equity Fund I	130 M
Formentor Capital	Formentor Capital I	120 M
Sherpa Capital	Sherpa Capital Private Equity	150 M
Suma Capital	Suma Capital Efficiency & Environment	150 M

Fuente. Elaboración propia a partir de ASCRI 2018

Haciendo referencia a la captación de fondos, cabe destacar que actualmente, los fondos españoles disponen de 4.462 millones de fondos que no están invertidos en ninguna operación, en los países anglosajones y en general en la práctica del Capital-Riesgo, a los recursos no invertidos se les conoce como *dry powder*, que viene a decir polvo seco, ya que es dinero del cual no se obtiene ninguna rentabilidad. En el año que comenzó la crisis financiera, el *dry powder* aumentó por encima de los 6.000 millones, que es el máximo histórico.

Otro dato importante de la captación de fondos durante 2018 en España es el hecho de la inversión crece respecto al PIB por encima de la media europea. Actualmente la inversión respecto al PIB es del 0.5% y la media europea es de 0.47%. Es un dato positivo para el sector que confirma la trayectoria positiva, pero que sigue muy alejado de los referentes

del Capital-Riesgo en el panorama europeo, por ejemplo, la inversión respecto al PIB en Dinamarca es del 1.037% y en Holanda 0.7%.

En cuanto a la proveniencia de los recursos captados por las entidades privadas nacionales, podemos encontrar en primera posición a los fondos de fondos¹¹, que llegan a captar el 26% del total de los recursos captados, entre estos destaca el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), En segundo lugar, se encuentran los *family office*¹², que representan el 22%. Este dato muestra una diferencia respecto a la mayoría de datos de este apartado del trabajo, y es porque a diferencia de en otros puntos destaca el gran porcentaje que proviene de *family office* españoles, que representan el 61% del total de los fondos captados por este grupo, mientras que, en otras captaciones, el porcentaje de recursos provenientes de España se sitúa normalmente por debajo del 30%. En tercer lugar, se encuentran los fondos de pensiones, aportando el 11% de los recursos captados, que suponen 241 millones, de los cuales tan solo 50.3 han sido aportados por fondos de pensiones nacionales.

Por otro lado, la proveniencia de los recursos captados por el sector público no ha variado prácticamente respecto a 2017, con una aportación de 239,7 millones. Asimismo, las compañías de seguros suponen el 9,7% de los recursos captados, que son equivalentes a 212,8 millones. De estos, tan solo provienen de aseguradoras de origen español 49,5 millones.

En lo que refiere a los recursos conseguidos para *Venture Capital*, en lugar se sitúan los *family office*, que representan un 48% del total, mientras que las empresas de carácter no financiero aportan el 14,7%.

En cuanto al origen de los fondos captados, el inversor internacional representa un 67,9% del total, es decir, 1.478 millones de los 2.178 que el sector del Capital-Riesgo captó en 2018, con un aumento del 36,7% respecto a 2017. Este aumento de la inversión extranjera

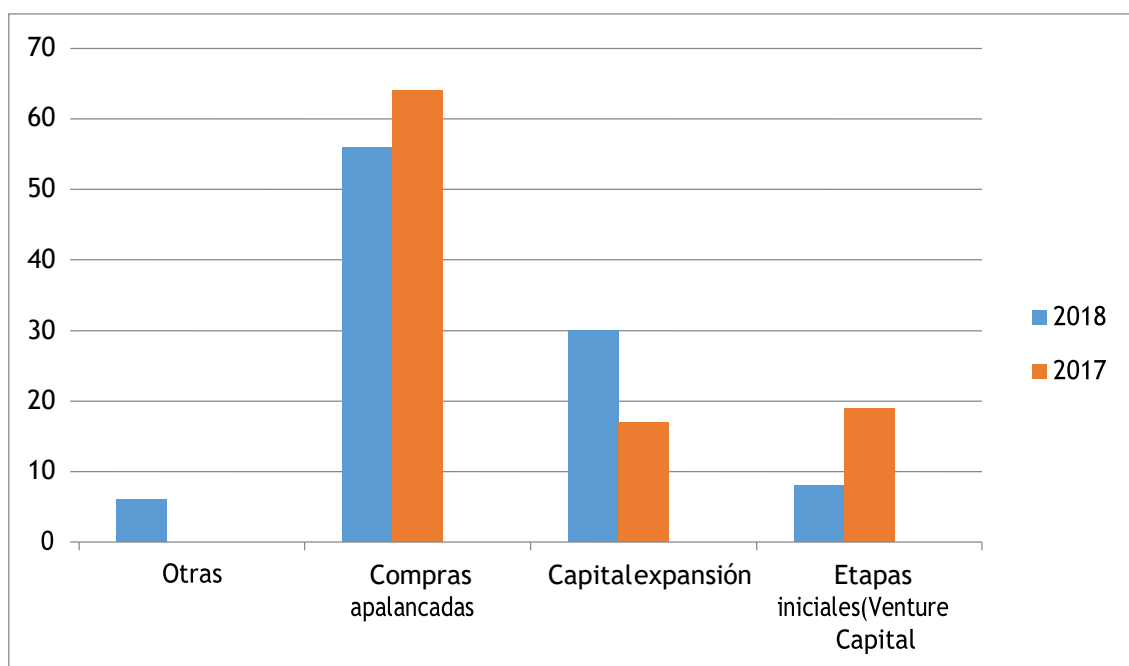
¹¹ Fondos de fondos: vehículo que no invierte directamente en activos financieros, sino que compra participaciones de otros fondos o acciones de sociedades de inversión y ofrece al inversor ventajas, como disfrutar de las condiciones de los inversores institucionales, una gestión profesionalizada

¹² *Family office*: plataformas de inversión dedicadas a llevar íntegramente los grandes patrimonios: las inversiones financieras, inmobiliarias y empresariales, la fiscalidad, la sucesión, la planificación global, etc.

ha supuesto un descenso del 10% del capital con origen español. En relación a los países que más apuestan por el Capital-Riesgo español podemos encontrar Luxemburgo, Francia, Alemania, Dinamarca y Estados Unidos.

En lo que refiere al destino de los recursos captados en el contexto actual del Capital-Riesgo podemos encontrar el siguiente reparto, un 56% de los nuevos recursos captados van destinados a compras apalancadas, término mostrado anteriormente como *buyouts*, que, en el periodo anterior, 2017, constituyeron un 65% de los recursos captados. En segundo lugar, el 30,5% de los recursos captados fueron destinados a empresas en fase de expansión, mientras que los recursos destinados a empresas que se encuentran en otras fases como semilla, arranque o *late stage venture* tan solo representan el 8,4% de los nuevos recursos captados. En la Figura 18, podemos observar el destino de los nuevos recursos captados tanto por entidades de *Venture Capital* y de *Private Equity* de carácter privado en España.

Figura 19. Destino de los nuevos recursos captados en 2018 por entidades privadas
(millones de euros)



Fuente. Elaboración propia a partir de www.webcapitalriesgo.com

Análisis descriptivo de la inversión en Capital-Riesgo en España en 2018

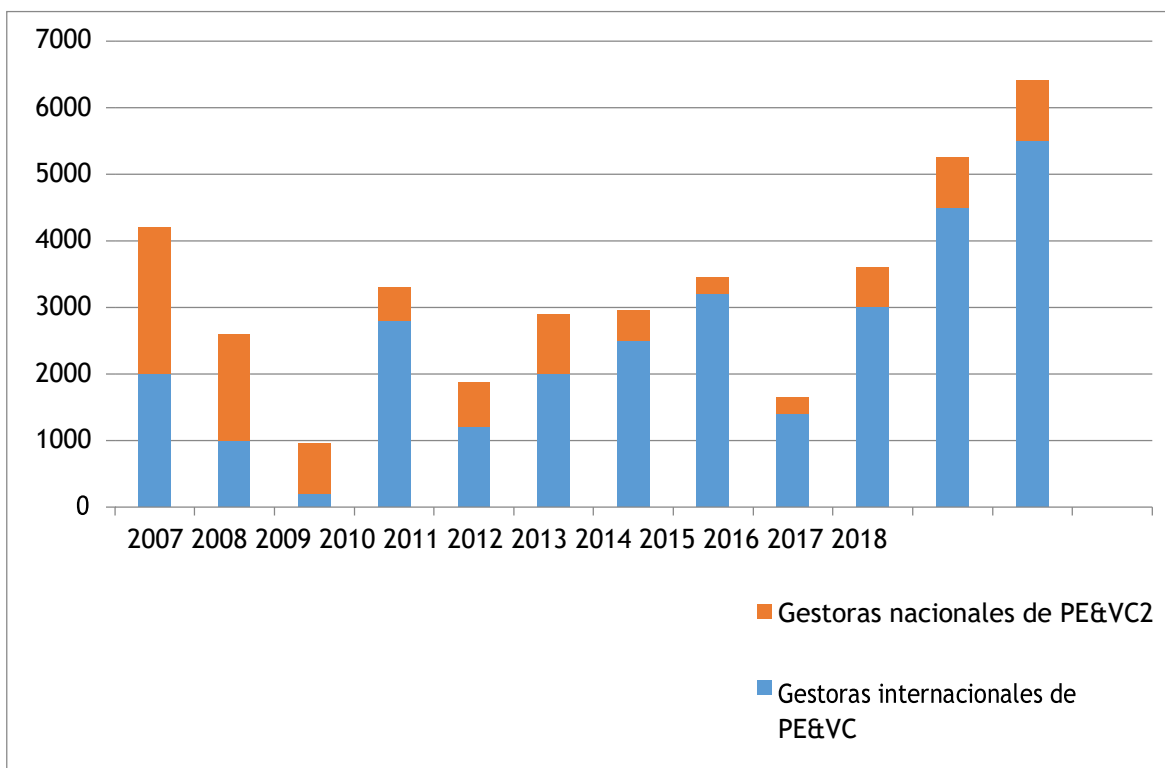
Cabe destacar en primer lugar que 2018 ha sido un año histórico para el sector del Capital-Riesgo, ya que se ha superado por primera vez los 6.000 millones invertidos, siendo concretamente 6.013 millones. Esta cifra supone un incremento del 21% respecto a 2017, un gran aumento teniendo en cuenta que las cifras registradas en el año anterior ya ostentaban el record de inversión en Capital-Riesgo.

De los recursos invertidos, el 84,8% del volumen ha estado destinado a nuevas operaciones mientras que el resto ha sido destinado a nuevas rondas de financiación de operaciones existentes.

En lo referente al número de inversiones realizadas, se ha registrado un aumento del 23%, con un total de 740 operaciones frente a las 601 que tuvieron lugar en 2017. De estas operaciones producidas, el 64,2% han sido producidas en empresas que anteriormente no habían recibido la financiación de sociedades dedicadas al Capital-Riesgo.

En cuanto a los factores que explican el crecimiento experimentado, podemos destacar la estabilidad económica, el gran *dry powder* actual de la economía, el atractivo de España para los inversores internacionales y la escasez de trabas a la hora de acceder a créditos bancarios en 2018 y el descenso de atracción que ha sufrido Londres debido a la incertidumbre provocada por el *Brexit*. Estos factores explican la gran inversión proveniente de fuera de nuestro país, ya que el 76% del capital invertido tiene su procedencia en mercados nacionales, que representan 4.582 millones de los 6.013 invertidos,

Podemos observar de forma muy visual la distribución entre el capital invertido de origen nacional y extranjero en la *Figura 20*.

Figura 20. Inversión según su procedencia en 2018 (millones de euros)

Fuente. Elaboración propia a partir de Diana Capital 2019

En cuanto a la distribución de la inversión extranjera, destacan sobre todo los *big deals*, o grandes operaciones, que han acumulado un total de 3.763 millones de los 4.582,2 de inversión extranjera. Estos *big deals* consisten en nueve grandes operaciones de las 117 que han realizado los inversores internacionales, otro record producido en el Capital Riesgo en España en 2018.

Respecto a las entidades de carácter privado de origen nacional, se han invertido un total de 1.376,5 millones de euros distribuidos en 503 inversiones, lo que supone, respecto al año anterior, un aumento del 11%. A diferencia de los inversores internacionales, las Entidades de Capital Privado nacionales privadas apuestan más por el *middle market*.

Respecto a las características de las inversiones realizadas, destacan las operaciones apalancadas llegando a representar el 60% de las operaciones realizadas en 2018, este dato está sustentado principalmente por el capital extranjero, que como se ha comentado anteriormente ha centrado sus inversiones en grandes operaciones, siendo estas las que superan más de 100 millones de inversión, de estas, la gran mayoría han sido *Buyouts*,

que acumulan 3.053 millones de euros invertidos en 22 operaciones. En segundo lugar, se encuentran las de la categoría conocida como “otras”, que como se destacó en el apartado que hacía referencia a los tipos de inversiones de Capital-Riesgo, hace referencia a las inversiones que tienen como objetivo reestructuración, reorientación o refinanciación.

En la categoría que hace referencia al capital expansión, cabe destacar que el peso de las inversiones provenientes de entidades nacionales es mucho superior que el representado por entidades internacionales, y es que las primeras acumulan 536 millones invertidos en 2018 frente a los 122,7 que provienen de mercados internacionales. De este tipo de operaciones se produjeron un total de 96 en 2018, que, pese a ser un número elevado está muy lejos de los datos registrados en periodos anteriores a la crisis, con más de 150 operaciones de este tipo.

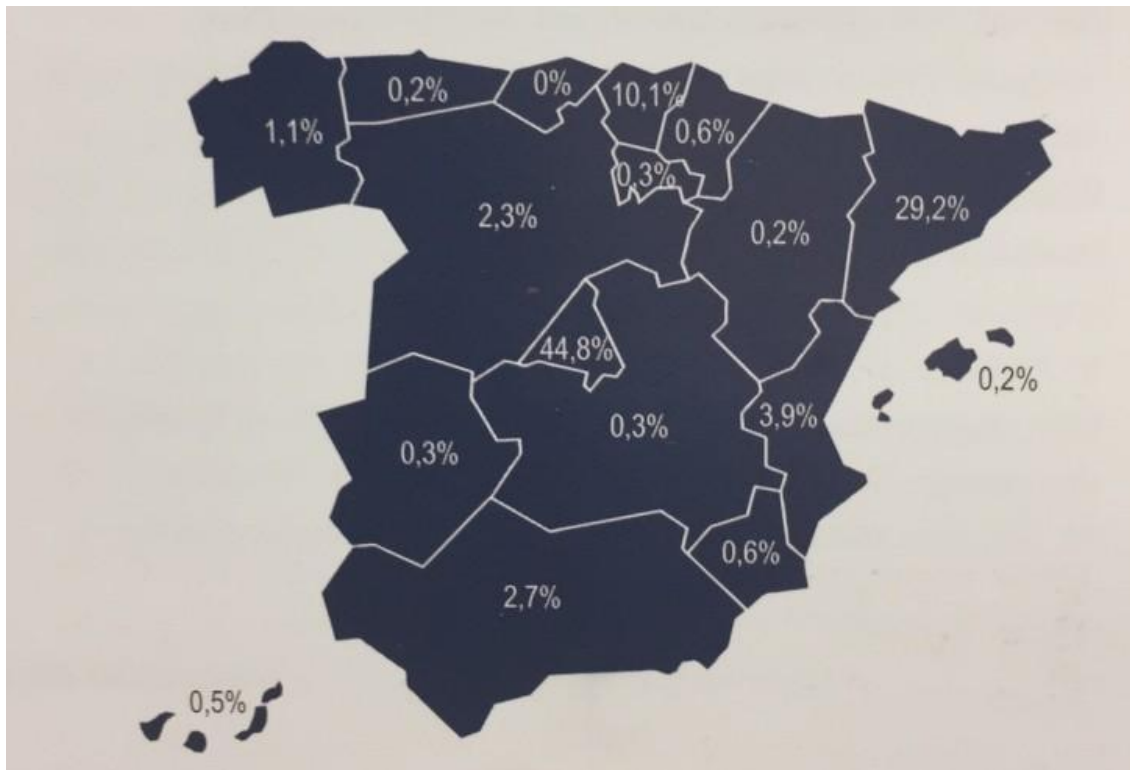
En cuanto tipo de inversiones más realizadas, de las 461 que tuvieron lugar, 588 fueron *Venture Capital*, es decir, más del 80% del total de las realizadas. De estas, 231 en fase *startup*, 178 en otras etapas tempranas, 97 de capital semilla y 82 en etapas posteriores, según los datos recogidos por Diana Capital en 2019.

Por otro lado, haciendo referencia a los sectores en los que predominan las operaciones producidas, destaca en primer lugar Energía y Recursos Naturales, con un 19,9% del total de los recursos invertidos y destacando operaciones como las realizadas por *Gas Natural* o el *Grupo Neoelectra*, en segundo lugar se encuentran las inversiones producidas en el sector de las comunicaciones, que acumulan un 17,1% y destacan como operaciones con mayor relevancia las realizadas por *Grupo Ingenium* o *Aire Networks*. Los otros dos sectores que siguen la lista de mayor volumen invertido en 2018 son “Otros servicios” y “Productos de consumo”, según recoge la página web “webcapitalriesgo”.

En lo que refiere a las regiones con mayor influencia, España muestra un reparto de las inversiones en el sector del Capital Riesgo muy desigual, ya que las regiones de Madrid y Cataluña abarcan la gran mayoría de inversiones producidas en el sector. De este modo, en 2018 Madrid ha abarcado el 44,8% de las inversiones realizadas en España en 2018 y Cataluña el 29,3%. En tercera posición se encuentra el País Vasco, que ha acumulado el 10,1%, la siguiente Comunidad Autónoma que más porcentaje de inversión acumula es

la Comunidad Valenciana, que acumula un 3,9%, lo que equivale a 230 millones anuales de inversión, cifra que ha conseguido en los últimos tres años. En la *Figura 15* se puede observar el porcentaje que se ha invertido en cada Comunidad Autónoma.

Figura 21. Porcentaje de inversión de Capital Privado por Comunidad Autónoma en 2018



Fuente. ASCRI, Informe de actividad 2019.

En cuanto al número de inversiones realizadas en cada Comunidad Autónoma, destaca en primer lugar Cataluña, en donde se han producido un total de 220 inversiones, seguido por Madrid, que ha acumulado 168 y el País Vasco en tercera posición, con 85, en cuarta posición se encuentra la Comunidad Valenciana, con 57 inversiones.

Por otro lado, respecto al tipo de empresa en la que se han realizado las más de 700 inversiones de Capital Privado que han tenido lugar en España en 2018 cabe destacar que hasta 628 han tenido como destino una pequeña o mediana empresa, siendo estas las de menos de 100 trabajadores.

Además, el 66% de las inversiones han sido menores a un millón de euros, el 18,2% de las empresas invertidas recibieron una cuantía entre 1 y 5 millones de euros, el 5,5% entre 10 y 25 millones y el 1,2% destinados a operaciones de más de 100 millones de inversión. Asimismo, el importe medio de las inversiones producidas es de 8 millones, dato que ha aumentado respecto a 2017, cuando la media fue de 6,9 millones, otro signo de las inversiones en grandes operaciones tendencia del capital extranjero que invierte en España.

En cuanto a las inversiones en operaciones medianas, también llamadas *middle market*, que engloba aquellas operaciones entre 10 y 100 millones de euros, destaca su gran aumento mostrando similitudes con los datos recabados en periodos previos a la crisis financiera, ya que se han invertido un total de 1.557,8 millones divididos en 63 inversiones. Este dato mejora a los 1398,5 millones que se recogieron en 2017, los cuales se repartieron en 56 inversiones en este caso. Estos datos nos hacen olvidar la escasa inversión en *middle market* que tuvo lugar a lo largo del periodo post crisis, es decir, desde 2009 hasta 2014 y se asemeja más al máximo, que se alcanzó en 2007.

Respecto a la procedencia del capital invertido en vehículos de *middle market*, destaca la fuerte apuesta del capital nacional, con un total de 1.005 millones invertidos, lo cual supera las cifras de 2017 en un 9,2%. El total de las inversiones nacionales en este tramo del mercado han sido 48 inversiones, más del triple de las que han realizado los inversores internacionales, que han realizado 15 inversiones acumulando un total de 552,5 millones.

En referencia a las operaciones apalancadas, las facilidades de financiación están impulsando las operaciones de este tipo, llegando a suponer en 2018 un total de 895 millones en España.

En lo que respecta a los operadores internacionales, sus operaciones en este tramo de inversión se han caracterizado principalmente en *buyouts*, constituyendo un 82,9% de sus operaciones en este tramo, que han consistido en un total de 10 operaciones. Por otro lado, los nacionales han diversificado más sus inversiones, que se han distribuido de la siguiente manera: 49,7% en *buyouts* y 37% en capital expansión, con 18 y 23 operaciones respectivamente. Los sectores que han recibido más inversión de capital privado en

operaciones de *middle market* no han variado respecto a otros años, destacando los tradicionales como productos de consumo o salud.

Haciendo referencia a las grandes operaciones, en primer lugar, cabe destacar que son aquellas operaciones en las que la inversión ha sido superior a 100 millones de euros.

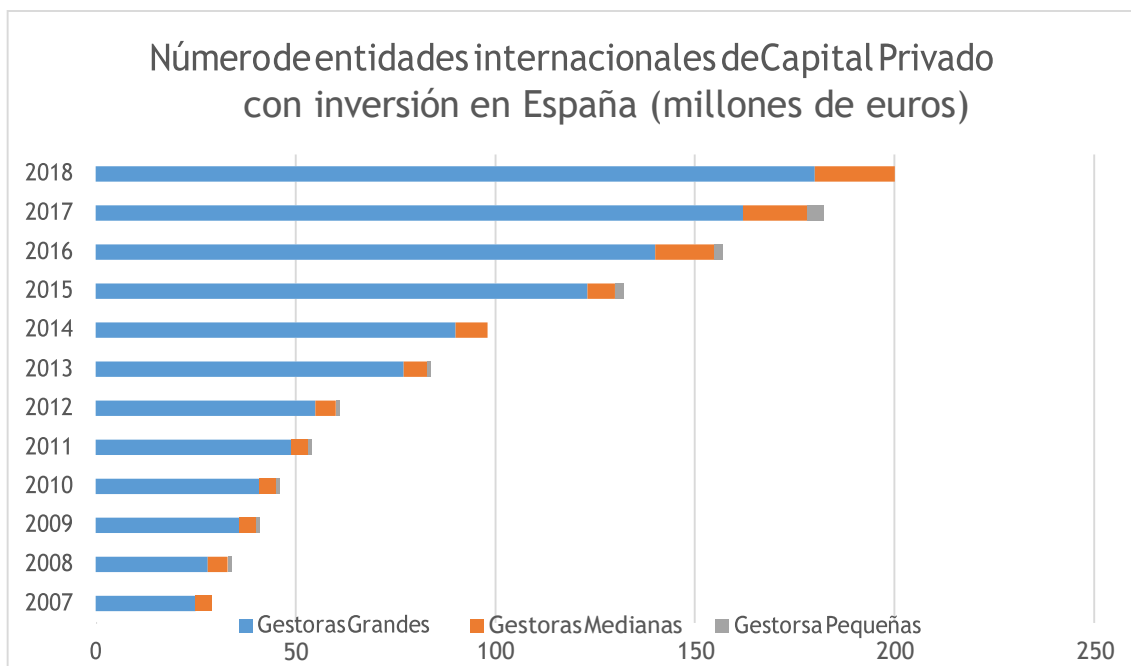
Es importante dedicar un apartado a este tipo de operaciones porque tanto en 2018 como en 2017 han conseguido records históricos en volumen de facturación

En la actualidad, la gran mayoría de operaciones de este tipo en el mercado español son realizadas por fondos con procedencia internacional, y a menudo reciben el nombre de *megadeals*. En España, en 2018 se produjeron un total de 9 operaciones de este tipo y destacan las principales gestoras internacionales tales como *CVC Capital Partners*, *Blackstone*, *Cinven*, *Ardian*... En cuanto al peso aportado por este tipo de operaciones a la inversión total, suponen más del 50% del total invertido, 3.763,7 millones concretamente.

Es de destacar la gran apuesta que las gestoras internacionales están realizando sobre el mercado español. En los últimos años la inversión internacional ha aumentado exponencialmente, y esto es debido a varias razones entre las cuales destaca la situación de estabilidad presente actualmente en nuestro país, pese a las variaciones en el gobierno y la inestabilidad con el conflicto catalán, el elevado *dry powder* del que disponen las gestoras internacionales y el potencial de crecimiento del conjunto empresarial español. Estos motivos explican el record de inversión de carácter extranjero que se ha producido en el último año, con un total de 4.582 millones invertidos, que se distribuyen a su vez de la siguiente forma: 6.763 millones destinados a *megadeals*, 552,5 a operaciones medianas y los otros 266 millones en *equity*, con operaciones de menos de 10 millones. En términos de número de inversiones, encontramos un total de 117, de las cuales 85 han tenido lugar en empresas no invertidas anteriormente y 32 se tratan de nuevas rondas de financiación en proyectos en los que ya se ha apostado anteriormente.

Una forma precisa y visual de observar el aumento de interés de las gestoras internacionales por el mercado español se refleja de forma óptima en la *Figura 16*, que indica el número de entidades internacionales que están presentes en el mercado del Capital Riesgo español desde 2006 hasta la actualidad, divididos según el tamaño de la gestora.

Figura 22. Número de gestoras internacionales que invierten en España, por tamaño de fondos en el periodo 2007 – 2018 (millones de euros).



Fuente. Elaboración propia a partir de *Informe de Actividad PE&VC 2018* elaborado por ASCRI (2019)

Las gestoras internacionales tienen actualmente 15.892 millones invertidos en el mercado español, si tenemos en cuenta tanto *Venture Capital* como *Private Equity*, divididos en un total de 306 inversiones. Pese a que tradicionalmente las gestoras internacionales han apostado por empresas consolidadas a la hora de invertir en nuestro país, cada vez la tendencia va cambiando y se puede observar un desplazamiento de los fondos hacia las inversiones en empresas que se encuentran en otras etapas de maduración. Actualmente la distribución indica que el 64,4% de los fondos están invertidos en empresas consolidadas mediante operaciones de *buyout*, el 12,5% se encuentra en otras operaciones, considerando como tales las operaciones PIPE¹³, las de reestructuración o refinanciación y el 11,6% de en empresas que se encuentran en fase de sustitución y

¹³ PIPE: Inversión privada en acciones públicas. Inversiones de un fondo de capital privado en una compañía que cotiza, generalmente con un descuento.

expansión. En cuanto a las inversiones en etapas tempranas que como hemos comentado han ido aumentando en los últimos años, las inversiones en *startups* constituyen el 9,6%. En cuanto a la distribución por sectores, esta se encuentra perfectamente detallada en la *Figura 17*, que muestra la distribución por sectores de las inversiones realizadas por gestoras internacionales.

Figura 23. Distribución porcentual de los sectores con mayor inversión de entidades internacionales en 2018



Fuente. Elaboración propia a partir de webcapitalriesgo.com

Análisis descriptivo de la desinversión en Capital-Riesgo en España en 2018

En lo que se refiere a las desinversiones, respecto a 2017 se ha producido un ligero descenso, aunque en teoría no es alarmante porque predomina una situación favorable para la venta de empresas, además, como se ha indicado anteriormente el *dry powder* se encuentra en unos niveles elevados, por encima de los 4.000 millones. Es posible que este año las desinversiones no hayan sido tan elevadas como el año anterior porque en 2017 se produjeron máximos históricos, con desinversiones que cuando comenzó el ciclo superaban los 100 millones de inversión.

Concretamente, el descenso ha sido de un 41,5%, y el total de las desinversiones ha acumulado un total de 2.093,5 millones de euros repartidos en 321 operaciones. En cuanto a 2017, se produjeron un total de 243 desinversiones que acumularon casi 3.000 millones. La gran diferencia entre los datos de los respectivos años está influenciada por las desinversiones en grandes operaciones, de las cuales tan solo se produjeron 4 en 2018 respecto a las 10 que tuvieron lugar en 2017. Respecto a las desinversiones en el *middle market*, en 2018 tuvieron lugar un total de 35, datos muy similares a 2017.

En cuanto a la distribución de las desinversiones producidas en 2018 podemos observar que la gran mayoría tuvieron lugar en operaciones *Private Equity*, donde se desinvertió un total de 1.826 millones, que supone un 90% del total.

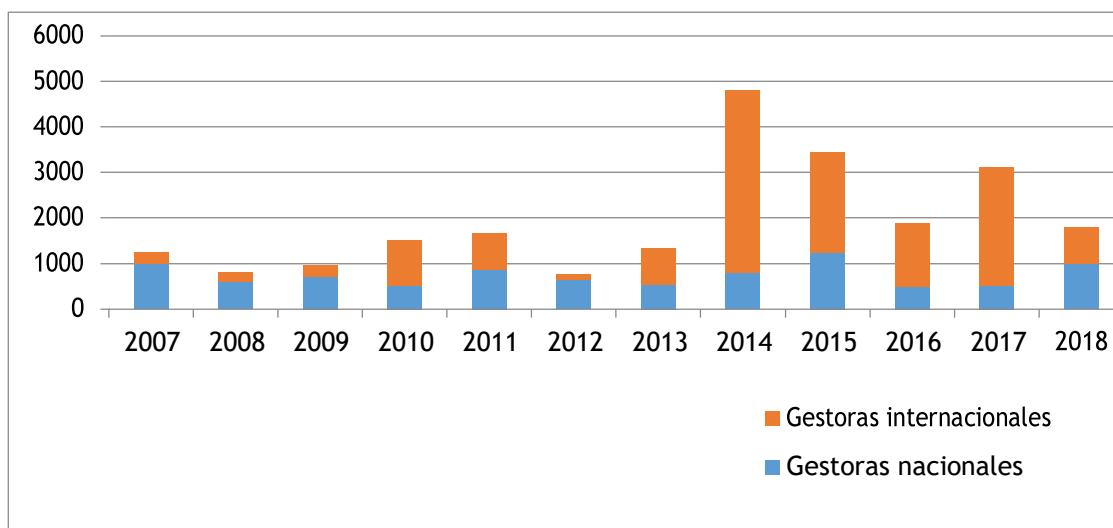
Si comparamos los datos registrados en España con los de otros países, podemos observar que las desinversiones también se han contraído, pero al igual que hemos indicado para el mercado español, los datos siguen siendo favorables. En Europa se han desinvertido un total de 32 billones de euros, y la cifra ha disminuido un 28% respecto a 2017.

Respecto al tipo de entidades en las que estas operaciones han tenido lugar, en este aspecto destacan las entidades de origen nacional, que han acumulado 1.044 millones de desinversión repartidos en 222 operaciones. Las desinversiones en entidades nacionales han aumentado un 30,8% respecto a 2017 y en cuanto a los fondos nacionales públicos, las desinversiones se han mantenido, pasando de 35,3 millones en 2017 a 27 en 2018

En lo que refiere a los sectores en los que más desinversiones se han producido, en primer lugar encontramos el sector informático con un total de 115 desinversiones, en segundo lugar Productos y servicios Industriales con 43 y Productos de Consumo con un total de 32 desinversiones, según se indica en el *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España* elaborado por ASCRI en 2019.

En cuanto a las desinversiones más importantes que han tenido lugar podemos destacar algunas operaciones en el sector de *Private Equity* como la de Eurazeo en *Desigual*, Torreal en *Imagina Media Audiovisual*, Alantra Private Equity en *MBA* y *Salto Systems*, Corpfin Capital en *Volotea* etc. Del mismo modo, podemos destacar las siguientes desinversiones Venture Capital: Correlation Ventures en *Alien Vault*, Seaya Ventures en *ticketea*, Axis en *Stat Diagnóstica*, Bullnet en *Zhilabs*, Venturecap en *Captio Tech* etc.

Figura 24. Desinversiones producidas en 2018 por entidades nacionales privadas e internacionales (en millones de euros)



Fuente. Elaboración propia a partir del *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España* elaborado por ASCRI en 2019

En cuanto a la duración media de las inversiones, encontramos que las operaciones en España tienen una duración superior a la que presentan en otros países, en España, la permanencia media es de 5,8 años en 2017 mientras que a nivel mundial la media se sitúa entre los 4 y los 5 años.

5. Conclusiones

A modo de conclusión, en esta última parte del trabajo procedemos a resaltar los aspectos analizados que nos han parecido más relevantes durante la realización del mismo.

En primer lugar, podemos afirmar que el Capital-Riesgo se encuentra en una situación de bonanza tanto a nivel nacional como internacional. Las grandes cantidades de liquidez de las que disponen las principales entidades del sector acompañadas por unos tipos de interés negativos y un creciente aumento de la competencia facilitan la financiación a través de Capital-Riesgo, que desde 2014 se encuentra en un estado de constante evolución superando los records históricos prácticamente todos los años.

Así mismo, los resultados analizados y el crecimiento exponencial que reflejan los informes analizados nos invita a reflexionar sobre la posibilidad de que nos encontremos sumergidos en una burbuja de financiación global a través de capital privado, como muchos inversores ya indican sobre el sector tecnológico de las startups de origen chino.

Por otro lado, los informes de *due diligence* que las entidades de Capital-Riesgo exigen a las empresas que autorizan este método de inversión son más exigentes y se realizan con una mayor previsión temporal, no solo por las exigencias impuestas por los organismos reguladores si no por el propio interés de las entidades inversoras de disminuir los riesgos de las operaciones. lo cual dista bastante de las escasas medidas cautelares empleadas antes de la crisis financiera de 2008.

En este sentido, el análisis realizado nos permite concluir que en caso de que en los próximos años el Capital-Riesgo no obtenga unos resultados tan fructíferos como los obtenidos en los años posteriores a la reciente recesión económica no significará que sea el fin de este método de financiación, ya que estos vehículos de inversión se caracterizan por su dinamismo y su fácil adaptación a la coyuntura del mercado, siendo capaces de modificar su estrategia de inversión en un plazo de tiempo muy reducido y sin apenas incurrir en costes adicionales.

6. Bibliografía

Libros:

ALCALÁ OLID, F. (1995). *El Capital Riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación.* Madrid: Civitas.

ALCÁZAR, A. (2019). *Las Cotizadas, En El Punto De Mira De Los Fondos Extranjeros.* Madrid: Capital & Corporate.

ALEMANY, L (2004). Impacto de las inversiones de capital riesgo en España: Un análisis empírico regional. Biblioteca Digital de la Universidad Complutense de Madrid. Tesis doctoral. Pág. 21-70

ÁLVAREZ, J, ET AL. (2008). *El Capital Riesgo: Análisis De Su Industria* (p. 3)
Barcelona: Universidad Pompeu Fabra.

ARANGO VASQUEZ, L. (2014). *Private Equity y Venture Capital: Diferenciación y principales características.* Medellín: Institución Universitaria Esumer.

BRUTON, G.; MANIGART, S.; FRIED, V. Y SAPIENZA, H. (2002). “Venture capitalists in Asia: A comparison with the U.S. and Europe”. Vlerick Leuven Gent Management School, Vlerick Working Papers 2002/15.

CHELÉN, R. Y GUTIÉRREZ BELLO, G. (2014). *Capital de Riesgo para el Desarrollo de Empresas Innovadoras.* Madrid: Civitas

FONT, M. Y MERCADÉ. G. (2005). *Un Repaso a la Historia del Capital Riesgo y una Mirada Hacia Su Futuro a partir de Su Funcionamiento y Agentes Protagonistas*

FRIED, V.H. Y HISRIC, R.D. (1994). Towards a model of Venture Capital investment decision making. *Financial Management*, volumen 23, número 3, pp. 28-37.

GUERERIOS, L. (2015). *El marco fiscal del capital-riesgo español.*

SARASA URTASUN, J.A. (1986). Capital Riesgo: Un Modelo para el Desarrollo Empresarial.

TYEBJEE, T.T. Y BRUNO, A.V. (1984). “A Model of Venture Capitalist Investment Activity”. Management Science, volumen 30, número 9.

Revistas:

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO. (2014).

“Informe Anual del capital Riesgo 2013. Madrid: ASCRI

BAIN & COMPANY. (2019). *Global Private Equity Report 2019.* Vol. 1.

BERENGUER, I. (29/04/2015). *El Capital Riesgo se inventó en España.* Madrid. Vol. 1.

BALBOA, M. Y MARTÍ, J. (2004). Impacto de la demanda y la liquidez sobre la captación de nuevos fondos de capital riesgo en Europa. Revista Española de Financiación y Contabilidad. Vol. 33, núm. 122, pág. 773-805.

FUNCAS, FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORRO, (2015). *Previsiones económicas para España en 2015-2016.* . Vol. 1.

INVEST EUROPE. (2019). New funds raised by country of the fund management team, 2019. Vol. 1.

PWC. (2019). Private Equity Trend Report 2019. Vol. 1.

Artículos:

BENSON, D. (2006). *Corporate venture capital and the returns to acquiring entrepreneurial firms.* London: London School of Economics. (pp. 80-112)

Disponible en:

<https://pdfs.semanticscholar.org/f999/d472eb0c63df7242a62e76b3368f6ac7b249.pdf>

BOTTAZZI, L. Y DA RIN, M. (2002). Financing entrepreneurial firms in Europe: facts, issues, and research agenda. (pp. 35-40)

Disponible en:

https://econpapers.repec.org/paper/cesceswps/_5f958.htm

COLOMER, A. (2009). Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas. (pp. 14-28)

Disponible en: http://www.ipyme.org/publicaciones/businessangels_culturaфинanciacion.pdf

DE LA DEHESA, G. (2002). Venture Capital in the United States and Europe. (pp. 11-18)

Disponible en:

https://group30.org/images/uploads/publications/G30_VentureCapitalUSEurope.pdf

DEMARIA, C. (2013). Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO & Turn-Around Capital, United Kingdom. (pp. 1-74)

Disponible en: [https://www.wiley.com/en-](https://www.wiley.com/en-us/Introduction+to+Private+Equity%3A+Venture%2C+Growth%2C+LBO+and+Turn+Arou)

[nd+Capital%2C+2nd+Edition-p-9781118571927](https://www.wiley.com/en-us/Introduction+to+Private+Equity%3A+Venture%2C+Growth%2C+LBO+and+Turn+Arou)

EL ECONOMISTA. (2014). “La empresa familiar, objetivo del capital riesgo, según KPMG.”. (pp. 1-3)

Disponible en: <https://www.eleconomista.es/emprendedores->

[pymes/noticias/5503467/01/14/La-empresa-familiar-objetivo-del-capital-riesgo-segun-KPMG.html](https://www.eleconomista.es/emprendedores-pymes/noticias/5503467/01/14/La-empresa-familiar-objetivo-del-capital-riesgo-segun-KPMG.html)

FINANCIAL TIME, ESPINOZA, J. (18/06/2019). Private equity groups prepare to raise mega funds. (pp. 112-140)

Disponible en: <https://www.ft.com/content/ceacac4e-8eba-11e9-a1c1-51bf8f989972>

Gómez-Acebo & Pombo (2014). Principales novedades de la Ley 22/2014 de 12 de noviembre respecto a las entidades de capital-riesgo, las denominadas "otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado" y sus sociedades gestoras. Análisis GA&P.

Disponible en: <https://www.ga-p.com/publicaciones/principales-novedades-de-la-ley-22->

[2014-de-12-de-noviembre-respecto-a-las-entidades-de-capital-riesgo-las-denominadas-otras-entidades-de-inversion-colectiva-de-tipo-cerrado-y-sus-socied/](https://www.ga-p.com/publicaciones/principales-novedades-de-la-ley-22-2014-de-12-de-noviembre-respecto-a-las-entidades-de-capital-riesgo-las-denominadas-otras-entidades-de-inversion-colectiva-de-tipo-cerrado-y-sus-socied/)

MUÑOZ, A. (2018). El sector del capital riesgo reclama más financiación institucional. (pp. 12-45)

Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/9457214/10/18/El-sector-del-capital-riesgo-reclama-mas-financiacion-institucional.html>

SAGNIER, M.T. (2006). Régimen Jurídico Y Tributario Del Capital Riesgo En España Entidades Y Operaciones. (pp. 65-80)

Disponible en: <https://www.marcialpons.es/media/pdf/100771892.pdf>

SECO BENEDICTO, M. (2008). Capital riesgo y financiación de pymes; Primera Edición; Colección EOI Empresas. (pp. 27-30)

Disponible en: <https://www.eoi.es/es/savia/publicaciones/20579/capital-riesgo-y-financiacion-de-pymes>

Legislación:

BOE. (2005). Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital- riesgo y sus sociedades gestoras.

BOE. (2014). Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital- riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

BOE. (2014). Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

7. Anexos

Entrevista a José Vicente Cervera

Entrevista a José Vicente Cervera, encargado de la Planificación Estratégica de Zumex S.A., empresa dedicada a la fabricación y distribución de soluciones de exprimido y que ha realizado diversas colaboraciones con empresas en calidad de socios tecnológicos o aportando capital para la reorientación de la empresa, donde José Vicente, con más de 10 años en consultoría estratégica trabajando para empresas de conocida reputación como PWC o Accenture y habiendo cursado masters de Dirección Financiera y Consultoría de Negocio en IESE aporta una visión estratégica sobre la forma de llevar a cabo estas inversiones y cuyas respuestas han sido de gran influencia para la realización del análisis.

P: ¿Cómo inversor, cuales son las características que debe tener una empresa para que os fijéis en ella como oportunidad de negocio?

Si hablamos de una empresa con historia profundizamos en analizar su modelo de negocio y sus principales indicadores financieros (ROE, Márgenes, EBITDA vs Deuda, etc.). Si está enfocada en un sector interesante (de crecimiento, innovador, disruptivo, etc.), detectamos grandes oportunidades de mejora y confiamos en el actual fundador y gestor pues entramos...

En proyectos semilla o en otras etapas tempranas es más una “prueba de fe”, es necesaria una confianza plena en el *business case* y el gestor que lo patrocina. Ya que son las dos únicas formas que tienes como referencia sobre la idea de negocio.

P: ¿Cuáles son las cualidades que ha de tener un emprendedor para conseguir que un “Business Angel” se fije en él, en caso de necesitarlo?

Yo diría que dos esenciales: entusiasmo y compromiso. Lo demás lo aportará el *Business Angel*...

P: Poniéndote en el otro lado, ¿consideras que siempre es fructuosa la asociación con un *Business Angel*?

No, no siempre es fructuoso... si no están alineados ambos en su visión futura del negocio, por ejemplo. Por otro lado el emprendedor debería valorar en profundidad el aporte de valor que le va a generar asociarse con un BA, quizás éste no sea suficiente o el específico que precisa para acompañarle en la aventura empresarial.

P: ¿Cuáles pueden ser las consecuencias de que los objetivos de un *Business Angel* no estén alineados con los del emprendedor?

Acabará mal sin duda...

P: ¿Cómo contactáis con emprendedores o proyectos viables para vosotros? ¿Habéis usado plataformas, ferias, o algún otro medio para conectar con emprendedores?

Si, lo hemos usado, pero nunca nos ha dado resultado positivo. Al final siempre ha sido gracias al conocimiento personal del emprendedor en medios o entornos no habilitados para ese fin, pero es un buen punto de partida para muchos emprendedores por supuesto..

Índice de figuras

Figura 1. Volumen operaciones <i>Venture Capital</i> en el periodo 1980-2003	14
Figura 2. Operaciones de compra apalancada en EEUU clasificadas por volumen	15
Figura 3. Fondos de capital de riesgo recaudados, por origen.....	16
Figura 4. Valor (millones de euros) y número de LBOs en Europa periodo 1981- 2009	17
Figura 5: Evolución en el número de rondas de captación de fondos (2007-2009)	20
Figura 6: Inversiones Capital Riesgo en los años posteriores a la crisis financiera.....	21
Figura 7. Diferencias entre <i>Business Angels</i> y las Entidades de Capital Riesgo (ECR)26	
Figura 8: Ciclo de financiación de una <i>startup</i>	30
Figura 9. Valor de las operaciones de Capital-Riesgo a nivel global en billones de euros, en el periodo 1996 – 2018 por Continente.....	55
Figura 10. Evolución del <i>dry powder</i> a nivel global en trillones de dólares en el periodo 2003 – 2018	56
Figura 11. Número de desinversiones producidas a nivel global, 2009 – 2018	57
Figura 12. Inversión en miles de euros en Europa en el periodo (2012 – 2018)	58
Figura 13. Distribución de la inversión en miles de euros por fases en Europa en el periodo (2012 – 2018)	59
Figura 14. Volumen y valor en miles de euros de las operaciones de <i>Private Equity</i> en Europa en el periodo (2013 – 2018)	59
Figura 15. Inversión en <i>Private Equity</i> y <i>Venture Capital</i> periodo 2012-2018 (millones de euros).....	62
Figura 16. Inversión y Captación respecto al PIB (en porcentaje)	63
Figura 17. Desinversión en España en el año 2018 (millones de euros)	64
Figura 18. Fondos con mayor captación de recursos en 2018 en España (millones de euros)	65
Figura 19. Destino de los nuevos recursos captados en 2018 por entidades privadas (millones de euros).....	67
Figura 20. Inversión según su procedencia en 2018 (millones de euros)	69
Figura 21. Porcentaje de inversión de Capital Privado por Comunidad Autónoma en 2018	71
Figura 22. Número de gestoras internacionales que invierten en España, por tamaño de fondos en el periodo 2007 – 2018 (millones de euros).....	74

Figura 23. Distribución porcentual de los sectores con mayor inversión de entidades internacionales en 2018	75
Figura 24. Desinversiones producidas en 2018 por entidades nacionales privadas e internacionales (en millones de euros)	77