

CARACTERIZACIÓN DEL CAPITAL RIESGO

IMPACTO DE FOND – ICO GLOBAL, PRIMER FONDO DE FONDOS PÚBLICO ESPAÑOL



AUTORA: MARIA JESÚS GADEA MOYA

DIRECTOR: FRANCISCO GUIJARRO MARTINEZ

CODIRECTOR: ROBERTO CERVELLÓ ROYO

TRABAJO FINAL DE MÁSTER – 31.08.2014

MÁSTER EN DIRECCIÓN FINANCIERA Y FISCAL

UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENCIA



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



INDICE

1. RESUMEN	8
2. OBJETIVOS	8
<i>I PARTE: CARACTERIZACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO</i>	
<i>10</i>	
3. ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO	10
3.1 DEFINICIÓN.....	10
3.2 TIPOS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.....	11
3.3 TIPOS DE INVERSIONES.....	12
3.4 EMPRESA OBJETIVO.....	13
4. ANTECEDENTES	14
4.1 EL CAPITAL RIESGO A NIVEL INTERNACIONAL.....	14
4.2 EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA.....	18
5. CONTEXTO	22
5.1 MERCADO DE CAPITAL RIESGO ESTADOUNIDENSE Y EUROPEO.....	22
5.2 MERCADO DE CAPITAL RIESGO ESPAÑOL.....	24
6. LEGISLACIÓN.....	27
6.1 AMBITO DE APLICACIÓN.....	28
6.1.1 Sociedades de Capital Riesgo (SCR)	28
6.1.2 Fondos de Capital Riesgo (FCR).....	29
6.1.3 Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo.....	29
6.2 RÉGIMEN DE INVERSIONES.....	30
6.2.1 Coeficiente obligatorio de inversión.....	30
6.2.2 Coeficiente de libre disposición	31
6.2.3 Limitaciones de grupo y diversificación de inversiones	32
6.2.4 Incumplimientos temporales.....	32
6.3 CONDICIONES DE ACCESO Y EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD.....	32
6.3.1 Entidades de capital riesgo de régimen común.....	32
6.3.2 Entidades de capital riesgo de régimen simplificado.....	33
6.4 OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN.....	34
6.5 TRIBUTACIÓN.....	34
6.5.1 Régimen fiscal de las sociedades y los fondos de capital riesgo	34
6.5.2 Tratamiento fiscal de los socios y partícipes.....	36

7. PROCEDIMIENTO	37
7.1 GENERACIÓN DE FLUJOS	37
7.2 ETAPAS.....	38
7.2.1 Conocimiento	38
7.2.2 Evaluación.....	39
7.2.3 Valoración.....	40
7.2.4 Contrato.....	42
7.2.5. Capitalización – estrategia de salida	44
8. IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL.....	45
9. EL SECTOR PÚBLICO EN EL MERCADO DEL CAPITAL RIESGO	47
9.1 ADAPTACIÓN LEGISLATIVA	47
9.2 CREACIÓN DE ENTIDADES PÚBLICAS	48
9.3 PLAN DE ESTÍMULO ECONÓMICO Y APOYO AL EMPRENDEDOR	51
<i>II PARTE: ANÁLISIS Y REPERCUSIÓN DE FOND - ICO GLOBAL</i>	53
10. LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL.....	53
10.1 LA FINANCIACIÓN EN TÉRMINOS HISTÓRICOS	53
10.2 ALTERNATIVAS A LA FINANCIACIÓN BANCARIA.....	57
11. INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (ICO)	57
11. 1 HISTORIA Y FUNCIONALIDADES	57
11.2 CAPTACIÓN Y APLICACIÓN DE RECURSOS	58
11.3 PARTIDAS CONTABLES RELEVANTES.....	64
11.4 PARTICIPACIÓN DEL ICO EN OTRAS SOCIEDADES	67
12. AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES S.G.E.C.R., S.A.	68
12.1 CÓDIGO DE CONDUCTA.....	70
12.2 FUNCIONES.....	70
12.3 FONDOS GESTIONADOS.....	71
12.4 ANÁLISIS CONTABLE	72
13. COOPERACIÓN PÚBLICO PRIVADA.....	80
13.1 INTERVENCIÓN PÚBLICA EN ESTADOS UNIDOS.....	81
13.2 INTERVENCIÓN PÚBLICA EN INGLATERRA	82
13.3 INTERVENCIÓN PÚBLICA EN ISRAEL.....	82
14. FOND-ICO GLOBAL, F.C.R. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	83
14.1 FONDOS OBJETO DE INVERSIÓN.....	84



14.2 CONVOCATORIAS Y PROCESO DE SELECCIÓN.....	85
14.3 OBJETIVO DE FOND – ICO GLOBAL	87
14.4 FONDOS SELECCIONADOS	88
15. REPERCUSIÓN ESTIMADA DE FOND- ICO GLOBAL.....	93
15.1 REPERCUSIÓN SEGÚN OBJETIVOS	93
15.2 REPERCUSIÓN SEGÚN REFERENTES HISTÓRICOS.....	97
15.3 REPERCUSIÓN SEGÚN ESCENARIOS.....	98
15.3 REPERCUSIÓN SOCIAL.....	109
16. CONTEXTO ECONÓMICO ACTUAL.....	110
17. CONCLUSIONES	113
18. BIBLIOGRAFÍA	117
19. ANEXOS.....	120

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Índice NASDAQ 100 desde 1994-2004.	17
Gráfico 2. Evolución de la inversión en Capital Riesgo según países	19
Gráfico 3. Evolución de la inversión en capital riesgo.....	21
Gráfico 4. Fondos captados e invertidos en capital riesgo en España, Europa y EEUU.....	21
Gráfico 5. Inversión de capital riesgo en España y número de operaciones.....	25
Gráfico 6. Volumen de inversión y número de operaciones en España por sectores.....	26
Gráfico 7. Inversión en capital riesgo y operaciones en España en 2013 por semestre	27
Gráfico 8. Materialización de los flujos en el Capital Riesgo	38
Gráfico 9. Captación de recursos según tipo de inversor	59
Gráfico 10. Captación de recursos según países.....	59
Gráfico 11. Evolución de los préstamos formalizados	61
Gráfico 12. Evolución del activo del ICO desde 2005.....	65
Gráfico 13. Evolución del activo de AXIS.....	75
Gráfico 14. Comparativa del volumen de inversión comprometido	91
Gráfico 15. Comparativa del volumen medio de inversión de ICO y los participados según convocatorias resueltas	92
Gráfico 16. Comparativa de la aportación anual realizada	94
Gráfico 17. Comparativa del volumen de inversión realizado respecto a la media anual y movilización estimada	95
Gráfico 18. Número de fondos que superan cada cierre según escenario pesimista	102
Gráfico 19. Número de fondos que superan cada cierre según escenario optimista	105
Gráfico 20. Número de fondos que superan cada cierre según escenario realista	108
Gráfico 21. Agentes que han aportado fondos durante el primer semestre de 2014	111
Gráfico 22. Captación de recursos para invertir por semestres según operadores	112

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Expectativas de creación de empleo en fases iniciales.....	23
Tabla 2. Detalle de la entidad pública CDTI	49
Tabla 3. Variación del capital invertido de CDTI	49
Tabla 4. Detalle de la Entidad Pública ENISA	50
Tabla 5. Variación del capital invertido de ENISA	50
Tabla 6. Razones que dificultaron la concesión de préstamos financieros.....	53
Tabla 7. Resultados por tipo de financiación (en porcentaje)	54
Tabla 8. Empresas que solicitan préstamos financieros	54
Tabla 9. Empresas que acuden a financiación de capital.....	55
Tabla 10. Grado de éxito de la obtención de préstamos financieros.....	56
Tabla 11. Grado de éxito en la obtención de financiación de capital	56
Tabla 12. Préstamos formalizados hasta 2013 (en millones de euros).....	60
Tabla 13. Composición del total de préstamos formalizados	61
Tabla 14. Operaciones directas formalizadas por el ICO en 2012	62
Tabla 15. Operaciones directas formalizadas por el ICO en 2013	62
Tabla 16. Préstamos de mediación formalizados en 2012 según líneas	63
Tabla 17. Préstamos de mediación formalizados según líneas.....	64
Tabla 18. Balance consolidado resumido del ICO a 31/12/2013	64
Tabla 19. Cuenta de resultados del ICO por márgenes consolidada a 31/12/2013.....	66
Tabla 20. Entidades asociadas y dependientes del ICO	67
Tabla 21. Variaciones contables de las entidades asociadas y dependientes del ICO	68
Tabla 22. Calendario histórico desde la creación de AXIS S.G.C.R.S.A.	69
Tabla 23. Balance contable de AXIS a 31/12/2013 y 31/12/2013.....	74
Tabla 24. Detalle de las inversiones crediticias de AXIS.....	75
Tabla 25. Detalle de la situación fiscal de AXIS	76
Tabla 26. Detalle de los fondos propios de AXIS.....	76
Tabla 27. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de AXIS	78
Tabla 28. Detalle de las comisiones devengadas de AXIS	78
Tabla 29. Detalle del gasto de personal de AXIS	79
Tabla 30. Detalle de los gastos generales de AXIS	79
Tabla 31. Detalle del patrimonio gestionado de AXIS.....	80
Tabla 32. Inversión comprometida y puestos de trabajo creados por SBA en 2009 y 2012	81
Tabla 33. Inversión comprometida y puestos de trabajo creados por el SBA desde 2008	81
Tabla 34. Detalle de la dotación del ICO a FOND – ICO Global según años estipulados	88
Tabla 35. Canalización objetivo de FOND – ICO Global según años estipulados	88
Tabla 36. Repercusión estimada de FOND – ICO Global respecto la dotación del ICO	88
Tabla 37. Fondos de FOND – ICO Global seleccionados en la primera convocatoria.....	89
Tabla 38. Detalle de los fondos y el compromiso de inversión de la 1ª convocatoria	89
Tabla 39. Fondos de FOND – ICO Global seleccionados en la 2ª convocatoria.....	90
Tabla 40. Detalle de los fondos y el compromiso de inversión de la 2ª convocatoria	90
Tabla 41. Detalle de las dos convocatorias	92
Tabla 42. Aportación anual del ICO y compromiso de inversión según datos históricos	93

Tabla 43. Repercusión objetivo de FOND – ICO Global por periodos	96
Tabla 44. Repercusión actual de FOND – ICO Global por periodos	96
Tabla 45. Repercusión actual y objetivo de FOND – ICO Global en términos comparativos	97
Tabla 46. Creación de empleo real y estimado	98
Tabla 47. Fechas de cierre de las convocatorias resueltas	98
Tabla 48. Inversión estimada de los fondos de la 1ª convocatoria según escenario pesimista .	100
Tabla 49. Inversión estimada de los fondos de la 2ª convocatoria según escenario pesimista .	101
Tabla 50. Inversión estimada de los fondos de la 1ª convocatoria según escenario optimista .	103
Tabla 51. Inversión estimada de los fondos de la 2ª convocatoria según escenario optimista .	104
Tabla 52. Inversión estimada de los fondos de la 1ª convocatoria según escenario realista.....	106
Tabla 53. Inversión estimada de los fondos de la 2ª convocatoria según escenario realista.....	107
Tabla 54. Inversión total de los 14 fondos asignados según escenario y cierres	108
Tabla 55. Inversión total según parámetros en las dos convocatorias	108

1. RESUMEN

Los recursos financieros y la accesibilidad a los mismos condicionan la situación económica de un país. Las compañías españolas dependen principalmente de las instituciones financieras en el aprovisionamiento de dichos recursos. En momentos recesivos, el limitado acceso a la financiación bancaria dificulta la inversión en innovación, la creación de empleo y consecuentemente el crecimiento económico del país.

El capital riesgo difiere del endeudamiento bancario tradicional. Es considerado un instrumento financiero donde las Entidades de Capital Riesgo invierten como accionistas en compañías potencialmente atractivas con el fin de generar valor, estimulando su gestión a través de una participación activa en la sociedad para desinvertir en un establecido escenario temporal obteniendo una alta rentabilidad. Los recursos proporcionados, la gestión administrativa y la profesionalidad facilitada fomentan la innovación y la productividad, incentivando la creación de empleo y la competitividad.

El impacto económico que supone y el retraso de su desarrollo en comparación con otros países justifican la mayor implicación del Sector Público en la actividad. Como consecuencia, además de las adaptaciones legislativas, en el año 2013 se desarrolló el Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor. A través del mismo se estipularon una serie de medidas para atraer inversión nacional e internacional y fomentar el emprendimiento empresarial. Se constituye así el primer fondo público español de capital riesgo que invierte en fondos de capital privado que participen en empresas españolas en cualquier fase de desarrollo.

FOND-ICO Global se crea en el año 2013 con el objeto de canalizar la inversión para incentivar el desarrollo de las compañías españolas y dinamizar la economía mediante la cooperación público-privada. Para ello, el Instituto del Crédito Oficial (ICO) ha aportado a la sociedad gestora pública AXIS Participaciones Empresariales, S.G.E.C.R. un total de 1.200 millones de euros para ser invertidos en fondos privados a través de licitaciones públicas periódicas durante un periodo de cuatro años.

Debido a la relevancia financiera que supone y a la expectación que su creación ha generado en el sector del capital riesgo como motor de desarrollo de la actividad, el trabajo se ha focalizado en el análisis de las políticas gubernamentales establecidas y en la estimación de la repercusión económico-financiera que implica el FOND – ICO Global.

2. OBJETIVOS

El trabajo expuesto pretende conocer el mercado de capital riesgo, su desarrollo histórico y las políticas gubernamentales y adaptación legislativa que han tenido lugar en consecuencia. Se pretende demostrar el impacto que esta modalidad de inversión genera en la economía, viéndose intensificado en situaciones de recesión donde la escasez de financiación bancaria impide el desarrollo empresarial.

La primera parte del trabajo se focaliza en el sector, en la caracterización de los agentes intervinientes y en el análisis de la actividad de capital riesgo, demostrándose el retraso de

España en su desarrollo en comparación con otros países, justificando así la necesidad de intervención pública que explica la segunda parte del trabajo.

A través de esta última se pretende lograr el objetivo principal de la investigación, el entendimiento por parte del lector del nuevo instrumento de capital riesgo creado por la iniciativa pública, el primer fondo público que invierte en fondos de capital privado con el fin de que estos financien a su vez empresas españolas en diferentes fases de crecimiento.

Mediante el análisis de los datos disponibles hasta la fecha se persigue anticipar el impacto económico y social de esta medida de cooperación público-privada, contrastando los resultados vaticinados con los objetivos estipulados y las expectativas que el FOND-ICO Global ha supuesto en el sector del capital riesgo, quien exigía mayor intervención pública para su desarrollo.

El trabajo mantiene un carácter investigador que se ha fundamentado en la información histórica y actual disponible del sector y de las medidas empleadas, aplicando en la extracción de conclusiones los conocimientos adquiridos en el máster asociado cursado¹.

¹ Las asignaturas del máster de Dirección Financiera y Fiscal (MDFF) principalmente implicadas en el trabajo expuesto han sido: *Finanzas Internacionales, Dirección Contable de la Empresa, Contabilidad de Sociedades, Mercados Financieros y Valoración de Empresas, Banca y Operaciones Financieras, Auditoría, Planificación Fiscal, Sistemas y Mercados Financieros.*

I PARTE. CARACTERIZACIÓN DEL CAPITAL RIESGO

3. ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

3.1 DEFINICIÓN

El capital riesgo -también conocido como capital inversión, capital desarrollo, *Private Equity* o *Venture Capital*²- es la actividad financiera consistente en la aportación temporal de fondos propios a empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y no cotizadas en mercados primarios de valores. Dicha modalidad de inversión es llevada a cabo por entidades especializadas con el objeto de desarrollar y expandir la compañía invertida en aumento de su valor para posteriormente desinvertir y materializar así los rendimientos obtenidos.

Atendiendo a 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 participaciones 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)*”.

Las operaciones de capital riesgo engloban por tanto aquellas transacciones en las que instituciones especializadas invierten los fondos de un conjunto de partícipes en el capital de compañías específicas, proporcionando financiación mediante un proceso de negociación y participando directa o indirectamente en su gestión con el objeto de vender la acción adquirida tras un cierto periodo temporal.

Como se ha nombrado en párrafos anteriores, los requisitos esenciales que debe cumplir una compañía para poder ser financiada por esta modalidad de inversión son no ser una empresa financiera y de naturaleza inmobiliaria y no cotizadas en el primer mercado de la Bolsa de valores o en cualquier mercado regulado equivalente dentro de la Unión Europea. Las ECR podrán tomar participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en las bolsas de valores siempre y cuando dichas empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación.

² En castellano es habitual utilizar el término “capital riesgo” para referirse a todas las fases de desarrollo de esta actividad. Sin embargo en el mundo anglosajón existe una definida diferencia entre las inversiones en proyectos empresariales en etapas tempranas (*Venture capital*) y las inversiones aquellas empresas que no están listadas en la bolsa de valores con el objetivo de potenciar su desarrollo (*private Equity*), tendiendo a invertir mayor cantidad de dinero en menor número de operaciones y adquiriendo normalmente porcentajes mayoritarios de la compañía, en contraste con la modalidad *Venture capital* que adquieren un porcentaje minoritario.

3.2 TIPOS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Según su forma jurídica

Las ECR pueden adoptar diferente forma jurídica, distinguiendo entre sociedades de capital riesgo o fondo de capital riesgo.

- **Sociedad de capital-riesgo (SCR).** Son sociedades anónimas capaces de actuar de manera autónoma sin necesidad de intermediar con los servicios de una entidad gestora. Su objeto social principal reside en la toma de participaciones temporales en el capital de compañías, la aportación de préstamos participativos u otras formas de financiación, así como la realización de actividades de asesoramiento. Como sociedad anónima, se debe suscribir un capital social mínimo de 1.200.000 euros, desembolsándose al menos el 50 por 100 en el momento de la constitución y el resto en una o varias veces dentro de un plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. El desembolso será en efectivo o en activos aptos para llevar a cabo la actividad inversora o bienes que integren su inmovilizado siempre que estos no superen el 20 por 100 de su capital social.
- **Fondo de capital riesgo (FCR).** A diferencia de las sociedades de capital riesgo, tal y como Zozaya N. y Rodríguez J. (2007) definen en el informe “Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo”, son un “*patrimonio separado sin personalidad jurídica perteneciente a una pluralidad de inversores cuya gestión y representación corresponda a una sociedad gestora que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo*”. El objeto principal es, al igual que la SCR, la toma de participaciones temporales. Será la sociedad gestora quien facilite los préstamos participativos u otras alternativas de financiación y quién realice las actividades de asesoramiento. En este caso el patrimonio mínimo inicial del fondo es de 1.650.000 euros.

Según su naturaleza

Las entidades expuestas a continuación están determinadas por el tipo de inversor por el que son constituidas y consecuentemente por el objeto de inversión.

- **ECR tipo VIP.** Son entidades nacionales o extranjeras promovidas tanto por inversores privados como por instituciones financieras que operan a escala nacional realizando inversiones muy selectas de gran cuantía.
- **ECR privada.** Promovida por inversores privados, este tipo de entidad de tamaño medio opera a escala regional y las inversiones son de menor cuantía que la modalidad anterior.
- **ECR pública.** Estas entidades con criterios de inversión de naturaleza pública nacen con objeto de promover el desarrollo regional.

Según el régimen acogido

Las entidades de capital riesgo pueden ser de dos clases dependiendo de las características de oferta de acciones y el número de accionistas. El régimen acogido determinará la legislación a aplicar a cada entidad.

- **Entidades de régimen simplificado.** Se acogerán al régimen simplificado aquellas que, según la Ley 25/2005 del 24 de noviembre que regula las entidades de capital riesgo, reúnan estas características:
 - a) Carácter privado. La oferta de acciones o participaciones se realice con carácter estrictamente privado sin actividad publicitaria sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
 - b) Compromiso de inversión. La oferta de acciones o participaciones se realice bajo un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros exigible a cada inversor, exceptuando aquellos que sean institucionales³ y realicen de manera habitual y profesional inversiones en valores negociables o instrumentos financieros. Tampoco será aplicable dicho compromiso a los administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital riesgo.
 - c) Ámbito reducido. El número de accionistas o participaciones sea igual o inferior a veinte⁴.

- **Entidades de régimen común.** Aquellas que no reúnan los requisitos anteriores.

3.3 TIPOS DE INVERSIONES

Se destacarán a continuación las diferentes operaciones-tipo considerando la fase de desarrollo en la que se encuentra el proyecto empresarial.

- I. **Capital Semilla** (*Seed*). Aportación de recursos en proyectos de corte tecnológico que se encuentran en una fase donde no existe todavía ni producción ni comercialización. Se aspira a materializar una idea, estando la inversión incluso encaminada a establecer la viabilidad de la misma antes de su puesta en marcha.

- II. **Capital Arranque** (*Start -up*). Apoyo financiero para proyectos que se encuentran en su primera fase de producción y comercialización, con incertidumbre respecto la viabilidad y rentabilidad pero con alto potencial de crecimiento.

³ Se consideran inversores institucionales los fondos de pensiones, las instituciones de inversión colectiva, las entidades aseguradoras, entidades de crédito o las empresas de servicios de inversión.

⁴ En el cómputo de este número no se tendrán en cuenta ni los inversores institucionales ni aquellos que sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad de gestora de la entidad.

- III. **Capital Expansión.** A diferencia de las anteriores, la viabilidad está mayormente demostrada, la compañía ha sido per sé capaz de generar beneficios. Los recursos aportados suelen destinarse para adquirir activos fijos, acceder a nuevos mercados o incrementar el fondo del maniobra para facilitar el desarrollo de nuevos productos o servicios. Debido a la información previa existente son inversiones de menor riesgo que los casos anteriores.
- IV. **Capital Sustitución** (*Replacement*). Consiste en la adquisición de acciones ya existentes que obran en poder de accionistas o de otra entidad de capital riesgo, con el objetivo de impulsar de nuevo la compañía y profesionalizarla para lograr un mayor valor de empresa. Esta modalidad no implica entrada de dinero al ser éste destinado a pagar la propiedad accionarial.
- V. **Operaciones mixtas.** Combinación tanto de desarrollo y expansión de la sociedad objetivo como sustitución accionarial.
- VI. **Adquisición con apalancamiento.** Compra de sociedades donde una cuantía relevante del precio de la operación es financiada con recursos ajenos que son a su vez garantizados por los propios activos de la compañía invertida. Dentro de esta actividad de inversión encontramos a su vez diferentes tipos de operaciones:
- a) Management Buy-Out (MBO): adquisición mayoritaria de las acciones de una sociedad por parte de los directivos de la misma, apoyados por una institución de capital privado ajena que facilita la financiación necesaria, compartiendo el control de la entidad.
 - b) Management Buy In (MBI): en este caso la adquisición de la sociedad es llevada a cabo por personal de dirección externo ajeno, también pudiendo ser apoyados por una entidad de carácter privado.
 - c) Management Buy In Management Buy-Out (BIMBO): un conjunto de directivos internos apoyados por directivos externos llevan a cabo la adquisición de la sociedad mediante la compra de acciones.
- VII. **Refinanciación de deuda:** sustitución de recursos ajenos de la empresa participada por recursos propios con el fin de reducir el nivel de endeudamiento de la entidad.
- VIII. **Reorientación** (*turnaround*). Aportación de recursos a sociedades con dificultades financieras para facilitar su reflotamiento en épocas recesivas.

3.4 EMPRESA OBJETIVO

Toda entidad de capital riesgo pretende con su inversión lograr la mayor rentabilidad y desinvertir su participación en un momento óptimo consensuado con el resto de partícipes. Esta rentabilidad es obtenida vía dividendos hasta el momento de la desinversión y vía plusvalías al vender la participación.

Para optimizar sus beneficios las ECR tratan de invertir en empresas y proyectos atractivos. Aunque cada inversor tiene su propia filosofía, una entidad puede considerarse atractiva cuando:

- Tiene un potencial de crecimiento significativo. En este sentido las pequeñas y medianas empresas son las que más posibilidades de desarrollo y expansión ofrecen.
- El sector en el que opera es dinámico, atractivo y activo en adquisiciones para asegurar la futura salida de la entidad.
- Existen fuertes barreras de entrada para los competidores.
- El nivel de endeudamiento es bajo.
- Consta capacidad para generar futuras prospecciones de caja prominentes y estables.

Cuando tras un proceso de análisis y negociación, que será analizado más adelante, la empresa es elegida objeto de inversión, la entidad capital riesgo proporcionará al proyecto:

- Recursos en forma de capital sin exigibilidad de coste y devolución como la financiación tradicional.
- Profesionalización. La ley 25/2005 en su artículo 10 puntualiza que los directores generales y asimilados tengan una “*reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional*”.
- Credibilidad al proyecto frente clientes, proveedores y la comunidad bancaria, al incorporar un socio profesional en la gestión, pues aunque no intervengan en la gestión diaria del proyecto sí exigirán una gestión profesionalizada que pueda acarrear acometer diversos cambios de actuación.
- Conocimiento y experiencia de gestión.

4. ANTECEDENTES

4.1 EL CAPITAL RIESGO A NIVEL INTERNACIONAL

La actividad del capital riesgo presenta orígenes remotos que se remontan al siglo XV con la financiación de grandes expediciones marítimas. Especialmente es al inicio de la Revolución Industrial cuando se comenzaron a adquirir negocios y hacer inversiones minoritarias en compañías privadas, financiando proyectos industriales potenciales⁵. El capital privado era dominio principalmente de individuos ricos y familias, quienes llevaron a cabo notables inversiones en firmas privadas⁶.

⁵ Los banqueros y hermanos franceses Isaac y Jacob Pereire fundaron en el año 1854 Credit Mobilier. Junto con Jay Cooke financiaron el proyecto industrial *the United States Transcontinental Railroad*.

⁶ Los *Vanderbilts*, *Warburgs*, *Whitneys* y *Rockefellers* fueron algunos de estos inversores. Laurance S. Rockefeller ayudó a la creación de *Eastern Air Lines* y *Douglas Aircraft (1938)*.

Pese a la iniciativa inversora esta actividad financiera no fue profesionalizada hasta después de la Segunda Guerra Mundial, cuando en Estados Unidos algunas familias decidieron apoyar negocios prometedores con sus grandes fortunas. Como consecuencia, en el año 1946 comienza a emerger el mercado con la fundación de dos empresas de capital riesgo apoyadas por un amplio conjunto de inversores: *American Research and Development Corporation* (ARDC)⁷ y *J.H. Whitney & Company*, con el objetivo de promover el sector privado de las inversiones en negocios emprendidos por soldados que volvieron de la Segunda Guerra Mundial.

La profesionalización de las entidades de capital riesgo fue motivada a su vez por la Ley de Inversión en Pequeñas Empresas (*Small Business Investment Act*) impuesta en el año 1958 con el fin de ayudar a la financiación y gestión del pequeño negocio en Estados Unidos. Según esta Ley, aquellas sociedades que dedicaran su actividad a aportar recursos temporales minoritarios a pequeñas y medianas empresas podrían obtener tanto garantías como financiación de la *Small Business Administration* (SBA)⁸. Esta aprobación legislativa es el primer hecho público en promoción de la actividad capital riesgo.

Durante los años 1960 y 1970 las entidades de capital riesgo estaban primordialmente enfocadas a empresas en fases iniciales y de desarrollo de sectores electrónicos, sanitarios y de tecnología de procesamiento de datos. En la década de los ochenta gran cantidad de empresas tecnológicas como *Tandem Computers*, *Apple Inc* o *Compaq* habían impulsado su negocio gracias a las nuevas entidades profesionalizadas, quienes jugaron un destacado papel en el desarrollo de estas compañías por su aportación de recursos monetarios, experiencia y asesoramiento.

Debido al éxito de estas operaciones fueron impuestas nuevas regulaciones con el fin de promover la actividad y atraer las inversiones en proyectos con alto nivel de riesgo. Se destaca así el llamado *Economic Recovery Tax Act of 1981* (ERTA), que reflejó una bajada de impuestos sobre las ganancias de capital⁹.

Desde este impulso al mercado han tenido lugar diferentes etapas caracterizadas por un alto crecimiento de inversiones en capital y una caída financiera resultante:

- El primer boom del capital inversión (1982 – 1993)

El éxito publicitado de las operaciones de capital privado, la nueva regulación y el mercado de valores con precios crecientes que garantizaban salidas rentables para los inversores

⁷ ARCD, fundada por Georges Doriot, es considerada la entidad de capital riesgo con la inversión de mayor éxito de la historia, cuando su inversión de 70.000 dólares en Digital Equipment Corporation se valuó en el año 1968 en 355 millones de dólares.

⁸ Agencia del gobierno de Estados Unidos que proporciona ayuda a emprendedores y pequeños negocios con el fin de mantener y fortalecer la economía nacional.

⁹ El impuesto fue rebajado ocho puntos porcentuales, del 28 por ciento al 20 por ciento.

proliferaron la inversión de las ECR¹⁰. Esta iniciativa trajo consigo un elevado grado de apalancamiento, financiando la aportación privada con bonos de alto riesgo (*junk bonds*) que, junto con la bajada de cotización del mercado de valores por la sobrevaloración empresarial y la inexperiencia de muchos administradores, propiciaron un claro decrecimiento de la actividad.

- El segundo auge y los orígenes del capital moderno (1993 – 2000)

El fracaso de muchas inversiones por el enfriamiento del mercado de ofertas públicas iniciales, el alto endeudamiento y la inexperiencia empresarial, conllevó a considerar el capital riesgo con un nuevo grado de respeto y legitimidad. Las entidades y operaciones de capital privado comenzaron a emerger, focalizando su actividad en reestructurar su portfolio y aportar valor a las compañías invertidas con una óptima gestión en lugar de realizar nuevas inversiones.

El resultado de esta filosofía empresarial fue exitoso y atractivo. Como consecuencia, se produjo un nuevo crecimiento más destacable que el de la década anterior. El final de los noventa es considerado una época de auge para el capital riesgo, donde compañías como *Sand Hill Road* y *Sillicon Valley* se beneficiaron del aumento de interés en la tecnología de Internet y otras tecnologías informáticas. Las ofertas públicas iniciales de acciones de tecnología crecieron considerablemente, por lo que las empresas de capital riesgo estaban cosechando grandes ganancias inesperadas¹¹. Es el comienzo de una fuerte corriente económica especulativa.

- El estallido de la Burbuja de Internet y la crisis del capital privado (2000 – 2003)

Los beneficios imprevistos y las altas expectativas empresariales en las recientes empresas de Internet atrajeron considerablemente las inversiones. Los capitalistas de riesgo apostaron por el crecimiento de las compañías de esta nueva economía, recompensado por las subidas en las cotizaciones de sus títulos. La gran disponibilidad del capital riesgo junto con un vertiginoso aumento de los precios de las acciones del índice Nasdaq¹² originó el término conocido como *la crisis de las punto.com*¹³.

Esta sobrevaloración accionarial conllevó la aparición de fracasos empresariales que generaron pánico en la especulación. Las expectativas ahora desfavorables propulsaron la salida de capitales y con ello la desaparición de alrededor de cinco mil empresas dedicadas al comercio electrónico, proveedoras de Internet y servicios en red.

¹⁰ El número de empresas se multiplicó en la década de los ochenta, incrementándose el capital invertido de 28 a 31 billones de dólares.

¹¹ *Amazon.com*, *E-bay* y *America Online* fueron algunas de las empresas de Internet que se beneficiaron del boom financiero del año 2002.

¹² National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) es la bolsa de valores más grande de Estados Unidos que comprende compañías de alta tecnología en sectores punteros como la electrónica, informática, biotecnología y telecomunicaciones.

¹³ Empresas a destacar afectadas por la Burbuja.com fueron *Yahoo!*, *World.com*, *Ebay*, *Amazon.com*, *Priceline.com* y *E*Trade*.

La caída del Nasdaq y el desplome en la valoración de empresas de tecnología de arranque sacudió a casi toda la industria del capital riesgo. Se cancelaron gran cantidad de inversiones y muchas de las que se llevaron a cabo originaron grandes pérdidas al ser los valores de las inversiones inferiores al capital invertido. Como consecuencia del colapso del sector, también el apalancamiento en las adquisiciones de empresas conocido como *leveraged buyout* significativamente disminuyó.

La sobrevaloración empresarial, salida de inversiones y las duras condiciones crediticias del momento generaron durante el año 2002 y 2003 el registro de las mayores pérdidas en empresas de la nueva economía, compañías de telecomunicaciones y tecnología.



Gráfico 1. Índice NASDAQ 100 desde 1994-2004.
Fuente: www.nasdaq.com

- El tercer auge y la edad de oro del capital riesgo (2003 – 2007)

Ante este contexto la disminución de los tipos de interés y la relajación en las normas de crédito se hizo necesaria para motivar la actividad económica. Para generar confianza en el mercado se establecieron cambios regulatorios para las empresas cotizadas en bolsa¹⁴ así como leyes de protección al inversor. Consecuentemente, grandes empresas vieron la propiedad de capital privado más potencialmente atractiva que otras alternativas de inversión. Durante los cinco años siguientes el capital riesgo comenzó a resurgir, teniendo lugar grandes transacciones de

¹⁴ Fue impuesta la Ley Sarbanes Oxley (*Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745) con el fin de monitorizar las empresas cotizadas en el mercado secundario para evitar fraudes y riesgos de bancarrota.

compras acompañadas del mayor apalancamiento de la historia suscitado por los bajos tipos de interés¹⁵.

- La crisis crediticia y el capital riesgo moderno (2007 – 2010)

La burbuja tecnológica de la que se ha hablado con anterioridad y la desconfianza que ocasionó propició que muchas inversiones fueran direccionadas a bienes inmuebles. Los capitales de inversión estaban destinados a la compra de viviendas con un alto endeudamiento a cargo de hipotecas. El incremento de la demanda elevó los precios de los inmuebles, generando con ella una alta inflación.

Con el fin de controlar la inflación y el alto apalancamiento provocado por las familias y las entidades capital riesgo en las adquisiciones de compañías, la Reserva Federal subió los tipos de interés, ocasionando el impago de deudas y problemas de liquidez. La tasa de morosidad y el nivel de ejecuciones hipotecarias desataron señales de alarma para los inversores, puesto que las hipotecas habían sido transferidas a los fondos de inversión en forma de titularizaciones, comprometiendo sus activos a una enorme volatilidad y falta de liquidez.

Esta inestabilidad económica provocó fuertes alteraciones y una gran desconfianza en los mercados de valores que se contaminó al terreno internacional, ocasionando una fuerte crisis económica global.

Como consecuencia de esta situación, las firmas de capital privado han comenzado a perseguir nuevas operaciones para implementar sus fondos de inversión masivos, invirtiendo tanto en patrimonio público como adquiriendo deuda de operaciones apalancadas existentes para reestructurar compañías y aumentar su valor basándose en una óptima gestión de activos.

4.2 EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

En España, al igual que en el resto de Europa, el capital inversión se ha desarrollado con mayor retraso que en Estados Unidos, donde las primeras operaciones de capital riesgo comenzaron en el año 1946 con la creación del fondo *American Research & Development* y el apoyo del gobierno mediante el ya nombrado SBA para incentivar el desarrollo de la actividad.

Dentro del marco europeo Reino Unido destaca como pionero en el desarrollo del capital inversión, seguido de Alemania y Francia. En España e Italia la actividad fue desarrollada de manera más tardía, siendo consecuentemente su peso económico inferior al resto de los países:

¹⁵ 13 de las 15 operaciones más apalancadas hasta el momento tuvieron lugar en esta época, según Trehan, R. con

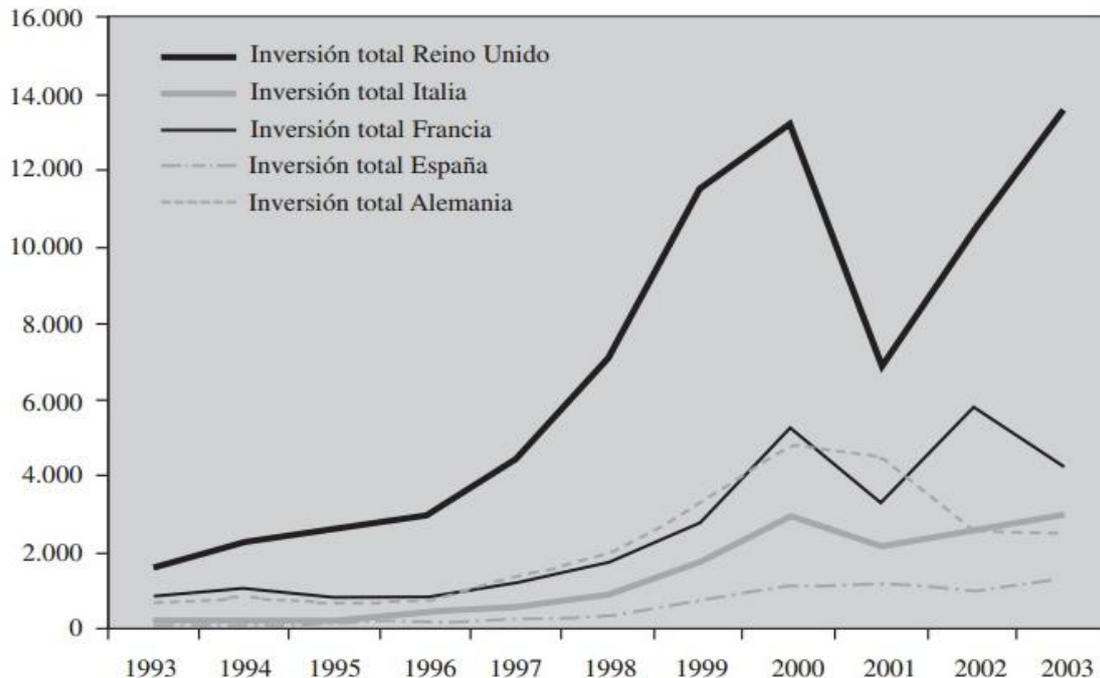


Gráfico 2. Evolución de la inversión en Capital Riesgo según países (en millones de euros)

Fuente: EVCA Yearbook; www.evca.eu

A continuación se analiza la historia del capital riesgo en España considerando cuatro diferentes etapas:

- Comienzos del capital riesgo (1972-1986)

Es en el año 1972 cuando comienza a estar profesionalizada esta modalidad de inversión en España. Con el fin de promover las zonas económicas desfavorecidas y motivar el desarrollo industrial se crea en Galicia la primera sociedad de capital riesgo SODIGA (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia), promovida por las Cajas de Ahorro locales y regionales y el Instituto Nacional de Industria.

Pese al desconocimiento del sector, la inexistencia de legislación específica y la desconfianza en la capacidad de desinvertir, durante dicha década la actividad se extendió por Canarias, Extremadura y Andalucía, constituyéndose diferentes sociedades mediante iniciativa pública con objeto de tomar participaciones minoritarias en empresas en fase de constitución o arranque para incentivar su crecimiento y el de la Comunidad Autónoma en la que estuviese ubicada con el fin de llevar a cabo posteriormente una estrategia de salida materializando así el rendimiento obtenido en ese periodo temporal.

- El papel de la iniciativa privada (1986 – 1991)

El mayor conocimiento del sector, la entrada en la Unión Europea y el mayor número de recursos promovieron la creación de sociedades por parte de la iniciativa privada. Esta etapa es caracterizada por un cambio de protagonismo, donde el sector público comienza a tener un

papel secundario limitándose a la regulación de la actividad y no a la aportación de recursos económicos. Nace así la Ley 1/1986, primera legislación del sector. Esta nueva estructuración y la aparición de las primeras sociedades gestoras de fondos y asociaciones de entidades aproximaron el mercado del capital riesgo español al existente en otros países del entorno que estaban avanzando a un ritmo mayor¹⁶.

- Consolidación del capital riesgo (1991 – 1999)

Los primeros años de la década de los noventa no fueron un periodo atractivo para desarrollar la actividad por la falta de incentivos fiscales y la dificultad en la desinversión que se preveía por el leve decrecimiento económico producido tras los Juegos Olímpicos de Barcelona y la Exposición Mundial de Sevilla.

Sin embargo, una vez los primeros capitalistas llevaron a cabo su ciclo de inversión y materializaron resultados, se contempla una madurez en la actividad que, junto con las altas expectativas empresariales que implicaba la entrada al euro, la actividad del capital riesgo contempló un crecimiento espectacular caracterizado por una intensa captación de recursos.

El incremento de la actividad promulgó la Ley 1/1999 con fecha 5 de enero en la regulación de las Entidades de Capital Riesgo y de las Sociedades Gestoras de Entidades Capital Riesgo.

- Ralentización de la inversión y nuevos impulsos y crecimiento (2000 – 2007)

Pese ser una actividad financiera supervisada, regulada y organizada la crisis de los valores tecnológicos y la recesión económica global consolidada afectó la expansión del capital riesgo. Organizaciones públicas trataron de promover la inversión mediante comunicados al Consejo y Parlamento Europeo motivándolos en el esfuerzo de completar el Plan de Acción del Capital Riesgo adoptado en el año 1998. El Fondo Europeo de Inversiones junto con la Generalitat de Catalunya crearon además fondos para la financiación de proyectos innovadores en pequeñas y medianas empresas de la nueva economía emergida.

El elevado consumo y la facilidad de crédito por parte de instituciones financieras suscitaron un elevado crecimiento del capital inversión durante estos últimos años vinculado con las operaciones apalancadas.

A continuación se observa gráficamente la evolución de la inversión y el número de operaciones capital riesgo en España:

¹⁶ Nace en el año 1986 la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), con “ la misión principal de desarrollar y fomentar la inversión en capital de compañías no cotizadas, así como la representación, gestión y defensa de los intereses profesionales de sus socios”, según se afirma en la página web propia <www.ascr.org>.



Gráfico 3. Evolución de la inversión en capital riesgo
Fuente: www.ascrri.org

De acuerdo con los datos aportados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), se observa como tanto el volumen de fondos captado como el invertido han incrementado rápidamente, aunque, como se aprecia en el gráfico contiguo, España se situaba en el año 2006 todavía lejos en comparación con los países europeos y Estados Unidos.

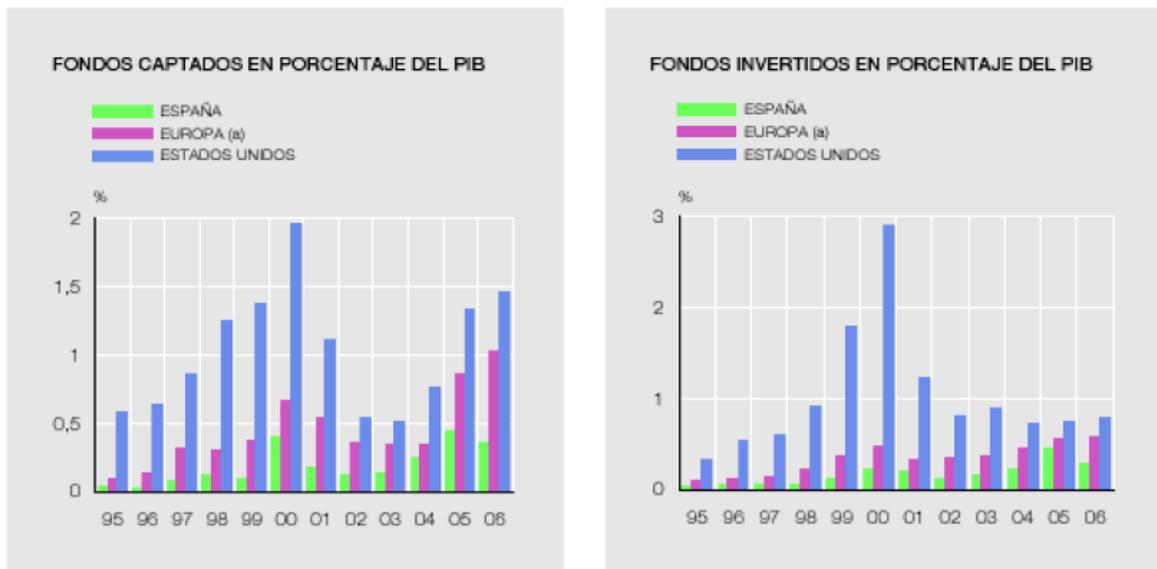


Gráfico 4. Fondos captados e invertidos en capital riesgo en España, Europa y EEUU
Fuente: ASCRI www.ascrri.org

(*) El PIB utilizado es el agregado representante del 93% del total de fondos captados el año 2005 en Europa, pertenecientes a Alemania, Holanda, Italia, España, Suecia y Reino Unido.

5. CONTEXTO

La crisis financiera ha suscitado una recesión económica global caracterizada por una disminución en el consumo, un mayor desempleo y desconfianza en las instituciones públicas y entidades financieras por una ineficiencia en la supervisión y gestión.

Ante esta tesitura económica actual las condiciones financieras se han endurecido, dificultando el acceso al crédito a las familias y compañías, cohibiendo así la creación y expansión empresarial y afectando consecuentemente la inversión en capital.

5.1 MERCADO DE CAPITAL RIESGO ESTADOUNIDENSE Y EUROPEO

Como se ha observado en los apartados anteriores, la toma de participaciones temporales en compañías en forma de capital ha evolucionado en los últimos años. La inversión en recursos propios transitorios se ha regularizado, consolidado y desarrollado, aunque con diferente tendencia y velocidad dependiendo del entorno de cada país.

Pese que la crisis económica ha afectado la actividad de capital riesgo de manera global, la historia y características de los Estados reflejan distintos comportamientos en los mercados. A continuación se enumeran algunas de las diferencias entre el estadounidense, cuna del capital inversión, y el europeo, con una trayectoria menos prolongada y un peso económico menor.

- Tasa interna de rentabilidad. El mercado estadounidense oferta mayor rentabilidad que las inversiones europeas. Según EVCA (2012) en su informe “*Performance Benchmarks Study*” la rentabilidad en capital riesgo en fases iniciales o de semilla con un horizonte temporal de tres años es en Estados Unidos del 8,56%, mientras que en Europa es del 2,04%. Las adquisiciones apalancadas tienen en Estados Unidos una tasa interna de rentabilidad del 14,81%, tres puntos porcentuales más que en Europa (11,69%).

- Características de los fondos. El número de operaciones de inversión y desinversión en Estados Unidos es inferior al número de transacciones llevadas a cabo en Europa, aunque las primeras son de un volumen mayor destinadas en su mayoría a empresas en fases de expansión del sector informático. Los fondos europeos están más dirigidos al *middle market*¹⁷, predominando las transacciones pequeñas en compañías de telecomunicaciones en fase de inicio.

- Liquidez de los mercados. La inversión en empresas en fases de semilla no asegura que el mercado sea posteriormente lo suficientemente maduro como para encontrar una posición contraria a la hora de desinvertir. La existencia de un menor número de operaciones facilita a su vez la posibilidad transformar las inversiones en dinero líquido al finalizar la etapa de inversión.

- Diversificación. El éxito de las operaciones capital riesgo radica principalmente en la minimización de riesgos mediante la diversificación de los fondos. En este sentido el mercado

¹⁷ Se considera *middle market* las transacciones entre 10 y 100 millones de euros.

europeo ofrece importantes facilidades en la creación y gestión de inversiones por la proximidad de los países y la pertenencia a la Unión Europea en el establecimiento de las relaciones entre empresas.

■ Cultura financiera y emprendedora. Las diversas fases que el capital riesgo estadounidense ha atravesado desde que se instauró profesionalmente en el año 1946 ha consolidado la actividad y facilitado la madurez del mercado. El *know how*¹⁸ y la cultura financiera respaldada por diferentes instituciones, escuelas de negocios y universidades caracterizan el mercado americano como un mercado innovador y emprendedor consolidado y especializado con elevadas expectativas de crecimiento.

País	Expectativas de trabajo		
	0-5 empleos	5-19 empleos	20 o más empleos
UNION EUROPEA			
Austria	5,2	0,8	0,4
Bélgica	2,9	1,1	0,2
Dinamarca	2,9	1	0,7
Estonia	5,8	3,8	1,6
Finlandia	4,1	0,7	0,4
Francia	3,1	0,9	0,4
Alemania	3,3	0,8	0,6
Grecia	3,3	0,7	0,2
Hunbría	5	1,5	1,6
Irlanda	3,2	1,1	0,9
Italia	2,9	0,5	0,3
Latvia	3,9	4	3,1
Lituania	1,7	1,9	1,4
Países Bajos	6,9	1,2	0,7
Polonia	4,8	1,8	1
Portugal	3,6	1,5	0,5
Rumania	2,6	2,9	1,6
Eslovaquia	4,3	2,2	1,3
Eslovenia	2,5	0,7	0,7
España	4	0,6	0,2
Suecia	4,6	0,8	0,3
Reino Unido	5,3	1,9	0,9
Media Europea	3,9	1,5	0,9
ESTADOS UNIDOS			
Estados Unidos	6,6	2,2	1,7

Tabla 1. Expectativas de creación de empleo en fases iniciales
(en porcentaje sobre población adulta)

Fuente: Global Entrepreneurship Monitor

¹⁸ Expresión inglesa para indicar que la experiencia ha aportado conocimientos prácticos en cuanto a saber llevar algo a cabo.

- Inversión en I+D. El capital riesgo alienta la innovación por el impulso empresarial y la oportunidad de desarrollo que supone para las compañías invertidas, estimulando así el conocimiento y la competitividad. El capital humano se convierte por tanto en el motor del desarrollo, motivo por el cual la salida de la población junto con la falta de inversión extranjera se convierten para los países emisores en un obstáculo para la innovación y el progreso del país. La mayor tradición del capital riesgo y la recepción de inversión extranjera y de capital humano que presenta Estados Unidos favorecen el clima de innovación y desarrollo del mercado americano.

- Marco legal. El capital riesgo genera un efecto positivo tanto en las empresas participadas como en el empleo y la innovación, motivo por el cual las políticas se han ido adaptando con el fin de promover y regular la actividad¹⁹. La legislación juega por tanto un papel fundamental en el desarrollo del capital inversión. En este sentido el Estado participa activamente en la implantación de reformas y la generación de programas para consolidar y regularizar la inversión. Se destaca así el Fondo Europeo de Inversiones (FEI)²⁰ y la *American Competitiveness Initiative (ACI)*²¹ con el objeto de alcanzar dicho fin.

5.2 MERCADO DE CAPITAL RIESGO ESPAÑOL

En los últimos años la recesión económica consecuencia de la crisis financiera global ha afectado considerablemente la actividad del capital riesgo. Las restricciones financieras consecuencia del endeudamiento, la disminución del poder adquisitivo de las familias, el bajo consumo y el aumento del desempleo resultante han estimulado la inestabilidad económica y la necesidad de establecer pautas de crecimiento para impulsar la productividad, garantizando así la sostenibilidad del país, pues en términos de volumen de inversión capital riesgo España sigue estando alejada de los países más avanzados del entorno.

Como se refleja en el gráfico 5, según *Capital & Corporate* (2012) en el año 2007 el capital riesgo alcanzó su mayor volumen de inversión (€3.800M), aproximadamente un 36% más que el año anterior. Consecuencia del decrecimiento económico posterior y las dificultades financieras para captar fondos y generar operaciones el número de transacciones y el volumen de inversión se ha visto disminuido desde entonces, con su menor tamaño en 2009 (€1.400M), concentrándose el 34% de la inversión en las cinco operaciones de mayor volumen del periodo.

¹⁹ ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2012) “Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España” [en línea] <ascri.org> <http://www.ascri.org/impacto/> [15.01.14]

²⁰ El Fondo Europeo de Inversiones (FEI) creado en 1994 proporciona recursos propios a medianas y pequeñas empresas focalizadas en el sector tecnológico así como garantías en respaldo de los préstamos de éstas frente instituciones financieras.

²¹ *American Competitiveness Initiative (ACI)* fue un programa impulsado en el año 2006 para promover la innovación y la competitividad empresarial estadounidense, ofreciendo conocimiento y recursos para fomentar la vocación empresarial y con ella la inversión.

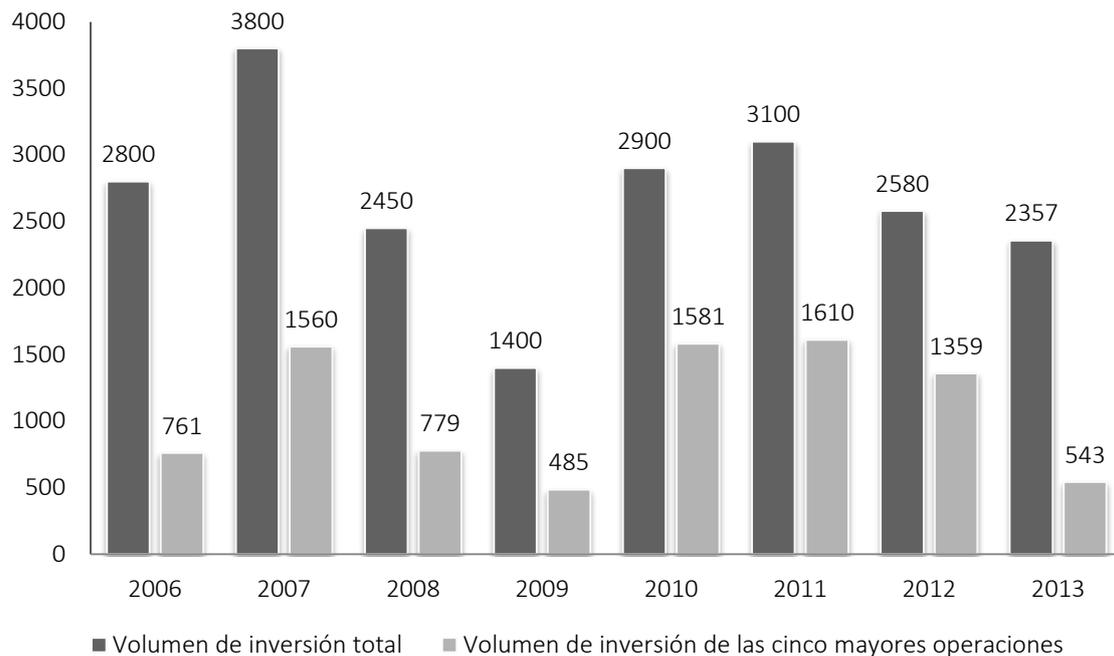


Gráfico 5. Inversión de capital riesgo en España y número de operaciones (en millones de euros)

Fuente: *Elaboración Propia*

En el año 2013 la actividad de capital riesgo se contrajo un 7,5 por cien respecto al periodo anterior. En este último año registrado el volumen de inversión en capital riesgo ha alcanzado los 2.357 millones de euros, mientras que en el año 2012 fue de €2.580M, un 82% mayor que el nivel mínimo de 2009, pero aproximadamente un 15% inferior al volumen alcanzado los años 2010 y 2011, con €2.900M y €3.100M aproximadamente²².

La inversión de las entidades de capital riesgo en España en el año 2013 se ha materializado en un total de 543 operaciones, de las cuales el 91 por cien fueron operaciones de menos de cinco millones de euros de capital, siendo por tanto las empresas en fases de arranque y expansión las principales receptoras de esta modalidad de inversión.

Tal y como ha reflejado el estudio llevado a cabo por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (2014), las operaciones entre 10 y 100 millones de euros, consideradas *middle market*, ascendieron a 19, suponiendo una inversión total de 475 millones de euros (20 por cien del volumen de inversión del periodo). Se destaca la participación de *Softonic* por Partners Group, *Iberchem* por Magnum, *Probos Plásticos* y *Salto Systems* por N+1 Capital, *Gestamp* por Cofides, y *Aston Martin* por Torreal, entre otras.

²² ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2014) "Informe Anual del capital Riesgo 2013" [en línea] [ascr.org](http://www.ascr.org/informe_2013/es/), <http://www.ascr.org/informe_2013/es/> [05.02.14]

Se destacan como sectores con mayor volumen de inversión recibida y número de operaciones participadas Productos y Servicios Industriales e Informática respectivamente, con el detalle que se indica a continuación:

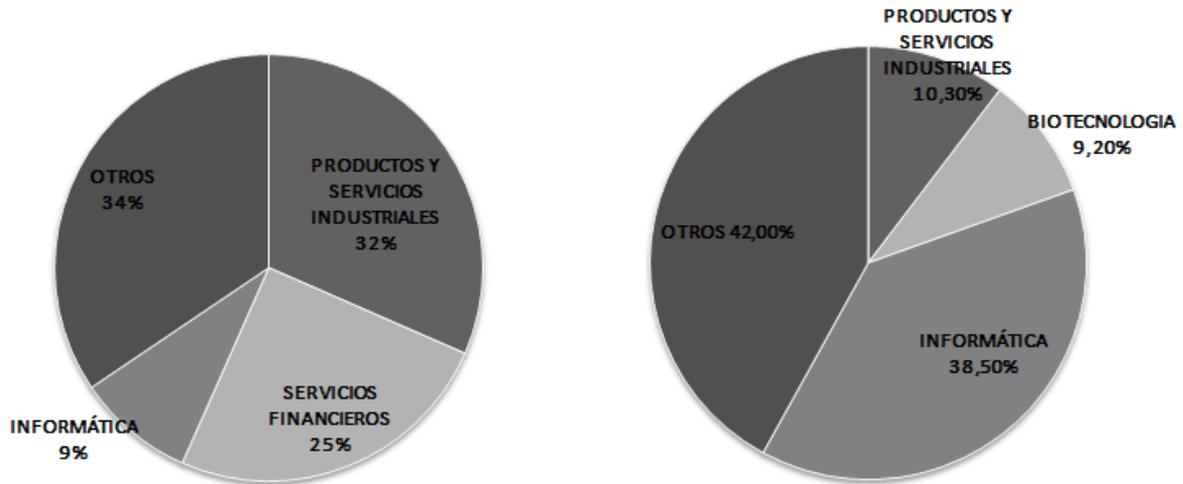


Gráfico 6. Volumen de inversión y número de operaciones en España por sectores (en porcentaje)

Fuente: *Capital & Corporate*

Pese a la menor participación de capital riesgo en el año 2013, es destacable el aparente cambio de tendencia producido en el segundo semestre del periodo. El volumen de inversión del primer semestre alcanzó los 483 millones de euros, mientras que en el segundo ascendió a 1.874 millones de euros, el 80% del volumen total invertido en todo el ejercicio materializado en 293 operaciones:

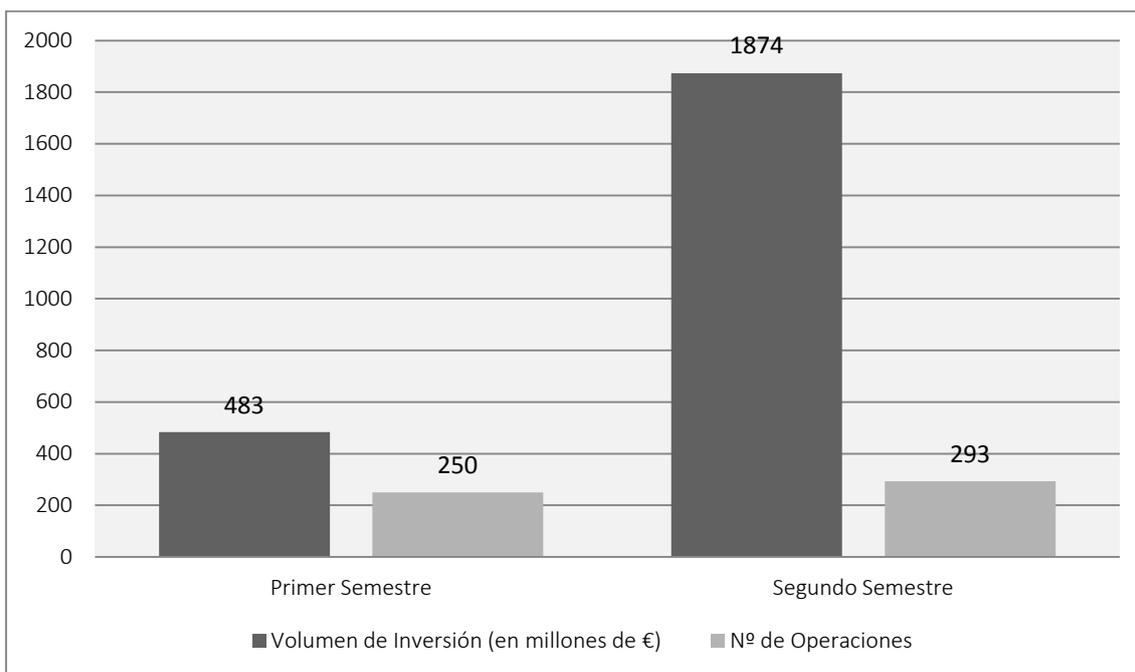


Gráfico 7. Inversión en capital riesgo (millones de euros) y operaciones en España en 2013 por semestre
Fuente: Elaboración Propia

Además, uno de los datos más positivos del ejercicio ha sido el crecimiento de la desinversión, registrándose por un importe de 1.564 millones de euros [20 por cien superior al año 2012], siendo el mecanismo más utilizado para ello la venta a terceros [39 por cien] y la recompra por accionistas mayoritarios [20.5 por cien]. La capacidad de desinversión permite atraer nuevos fondos motivados por la garantía de salida de operaciones anteriores.

En general, la inestabilidad financiera y la incertidumbre económica actual justifican el menor volumen de inversión, afectando a su vez en las estrategias seguidas por los gestores del capital riesgo. Los inversores son ahora más selectivos y cautelosos en la elección de la compañía objetivo, optando por los negocios con proyecciones financieras más fiables que supongan en la cartera activos de calidad. La prudencia de los compradores a la hora de invertir y la alta presión de los vendedores ha marcado el proceso más pausado de compraventa actual. Para estimular el volumen de inversión el Estado ha intervenido en estos últimos años estableciendo un marco jurídico más moderno y flexible, tratando de promover elementos dinamizadores que impulsen la actividad y productividad del país.

6. LEGISLACIÓN

El modelo de crecimiento español seguido estos últimos años ha presentado una escasa contribución de la productividad al crecimiento, debilidad estructural que se ha intensificado en los últimos periodos²³. El alejamiento en términos de productividad respecto a los países más

²³ Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. BOE núm. 282

avanzados representa, tal y como afirma la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras “un serio riesgo para la evolución de la economía española”. En comparación con los países del entorno España presenta una carencia relevante en términos de inversión, innovación y desarrollo.

El “Plan de Acción para el Capital Riesgo” (1998-2003) reconoce el papel fundamental que el mercado de capital riesgo supone en la financiación de las actividades de I+D, destacando los efectos positivos de esta vía de financiación alternativa al crédito y la bolsa, proyectándose sus beneficios en un “aumento de la productividad, creación de empleo y cultura empresarial vibrante y emprendedora”²⁴. Dicho plan de desarrollo considera que estos mercados contribuyen en la competitividad, innovación y dinamismo clave en la economía siempre que estén desarrollados y sean lo suficientemente eficientes.

Debido al impulso que el capital riesgo proporciona en el crecimiento empresarial y la generación de riqueza incluso en periodos recesivos²⁵ y en la necesidad de regulación mercantil para su óptimo desarrollo y consecuente incremento de productividad, el Gobierno de España ha establecido un nuevo régimen de capital riesgo que, aunque manteniendo el esquema básico recogido en la Ley 1/1999, de 5 de enero, permita una reordenación normativa que aporte mayor claridad y seguridad jurídica, así como la incorporación de medidas que tiendan a flexibilizar el régimen de estas entidades adaptándolo a estándares internacionales.

La Ley 25/2005 de Entidades de Capital Riesgo dota así al sector de un marco jurídico renovado cuyas características principales se detallan a continuación.

6. 1 AMBITO DE APLICACIÓN

La Ley 25/2005 es aplicable a las entidades de capital riesgo y a las sociedades gestoras de dichas entidades y de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital riesgo.

Las entidades de capital riesgo (ECR) *pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital riesgo o de fondos de capital riesgo*²⁶.

6.1.1 Sociedades de Capital Riesgo (SCR)

Estas sociedades cuyo objeto principal es *la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) o*

²⁴ ALONSO, A.; CAYÓN A.; DÍAZ S.; GIMENO V. (2008) “Código Legislación Concursal” Madrid: La Ley

²⁵ MARTÍ, J.; SALAS, M. Y ALFÉREZ, A. (2011) Impacto económico y social del capital riesgo en España. Madrid: ASCRI

²⁶ Artículo 4 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

que si lo hacen sean *excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de participación*²⁷, se rigen por la norma presente y, en lo que en ella no esté previsto, según la Ley De Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989 de 22 de diciembre.

Estas sociedades pueden por tanto actuar de manera autónoma sin contar con los servicios de una entidad gestora. El capital social suscrito mínimo, representado por acciones, será de 1.200.000 euros, desembolsándose el 50 por 100 en el momento de la constitución y el resto en una o varias veces dentro de los tres años desde la creación, siendo dicho desembolso en efectivo o en aportaciones en especie *-activos aptos para la inversión de las entidades de capital-riesgo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20 por 100 de su capital social*²⁸.

6.1.2 Fondos de Capital Riesgo (FCR)

La ley regula también la figura de los FCR, definidos según el Artículo 32 como *patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo*²⁹.

El objeto principal es el mismo que el de las SCR, adquiriendo la condición de partícipe mediante una aportación en efectivo en *participaciones de iguales características que conferirán a su titular un derecho de propiedad sobre el mismo*³⁰. El patrimonio mínimo inicial de los fondos de capital riesgo será en este caso de 1.650.000 euros, tal y como se indica en el Artículo 33 de dicha ley.

6.1.3 Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo

El Artículo 40 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre define estas sociedades como *sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y*

²⁷ Artículo 2 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

²⁸ Artículo 28 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

²⁹ Artículo 32 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

³⁰ Artículo 33 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

de activos de sociedades de capital riesgo³¹. Estas entidades también pueden realizar actividades complementarias como tareas de asesoramiento a las empresas no financieras³².

Como sociedades anónimas existe un capital social representado por acciones en forma de títulos nominativos o anotaciones en cuenta, el cual debe ser mínimo de 300.000 euros y estar íntegramente desembolsado³³.

Estas entidades gestionan inversiones y patrimonios actuando en interés de los partícipes o accionistas. Tal y como señala el Artículo 43 de la Ley 25/2005, las funciones de las sociedades gestoras de capital riesgo son las siguientes:

- *Redacción del reglamento de gestión de los fondos.*
- *Llevanza de la contabilidad de los fondos de capital riesgo y de los activos de las sociedades de capital riesgo.*
- *Determinación del valor de las participaciones y acciones conforme al régimen establecido.*
- *Emisión de certificados de participaciones y demás documentos.*
- *Distribución de resultados del ejercicio.*
- *Establecimiento de los criterios de inversión.*
- *Designación de las personas que participarán e los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.*
- *Determinación de los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero.*

6.2 RÉGIMEN DE INVERSIONES

Las entidades de capital riesgo deben cumplir determinados requisitos para su autorización y acogerse a diferentes condiciones de inversión en el ejercicio de su actividad, tal y como establece la normativa de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre en su artículo 17 y siguientes.

6.2.1 Coeficiente obligatorio de inversión

La política de inversiones de las entidades de capital riesgo deberá realizarse según los requisitos exigidos por el artículo 18 de la citada Ley. De este modo, como mínimo el 60 por 100 del activo computable³⁴ de la entidad deberá ser mantenido en *acciones u otros valores o*

³¹ Artículo 40 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

³² El Artículo 2 de la Ley 25/2005 considera empresas no financieras aquellas *entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones emitidas por empresas pertenecientes a sectores no financieros.*

³³ Artículo 42 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

³⁴ El activo computable es, según el artículo 24 de la Ley 25/2005, *el activo de las entidades de capital riesgo a efectos de calcular los porcentajes previstos y establecer límites a la financiación ajena que puedan obtener las entidades de capital riesgo.*

instrumentos financieros que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de aquéllas así como participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad. Se entenderán también incluidas en el coeficiente obligatorio de inversión a cumplir al finalizar cada ejercicio social las acciones y participaciones en el capital de empresas no financieras que cotizan o se negocian en un mercado secundario español o en un mercado equivalente de otro país. La nueva Ley establece que las entidades de capital riesgo puedan adquirir participaciones en el capital de empresas negociadas en primeros mercados de valores (*public to private*) siempre que *la entidad de capital riesgo o su sociedad gestora obtenga la exclusión de la cotización de la empresa participada dentro del plazo de un año desde la toma de participación* (artículo 25 de la Ley 25/2005)³⁵, pudiendo computar su inversión dentro del coeficiente obligatorio durante un máximo de tres años.

Dentro de este porcentaje las entidades de capital riesgo podrán dedicar hasta el 30 por 100 del total del activo computable a préstamos participativos en empresas objeto de su actividad aunque no estén participadas por la entidad capital riesgo. Del mismo modo, hasta 20 puntos porcentuales lo podrán dedicar a la adquisición bien de acciones o de participaciones en otras entidades de capital riesgo siempre que éstas no reinviertan a su vez más del 10 por 100 de su activo en otras entidades de capital riesgo, siendo así vehículos de inversión directa.

En el caso de los fondos y sociedades de entidades de capital riesgo, conforme especifica el artículo 20 de la Ley deberán invertir *al menos el 50 por 100 del coeficiente de inversión obligatorio de su activo computable en otras entidades de capital riesgo autorizadas*, no pudiendo invertir en cada entidad más del 40 por 100 de su activo, respetando además las reglas de diversificación y limitación de inversiones que se verán más adelante³⁶.

6.2.2 Coeficiente de libre disposición

Las entidades de capital riesgo podrán mantener el resto del activo no sujeto al coeficiente obligatorio de inversión en las siguientes modalidades, como señala el artículo 21³⁷:

- *Valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados.*
- *Participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad.*
- *Efectivo.* Formará parte del coeficiente de liquidez junto con demás activos especialmente líquidos en aquellos casos en los que se prevean reembolsos periódicos.
- *Préstamos participativos.*
- *Financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal.*

³⁵ Artículo 25 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

³⁶ Artículos 18, 19 y 20 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

³⁷ Artículo 21 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

En el caso de sociedades de capital riesgo hasta el 20 por 100 de su capital social será en elementos necesarios para el desarrollo de su actividad que integren el inmovilizado.

6.2.3 Limitaciones de grupo y diversificación de inversiones

Las entidades de capital riesgo deberán cumplir ciertos requisitos de diversificación. En el caso de las entidades de régimen común no podrán invertir más del 25 por 100 de su activo computable en una misma compañía ni más del 35 por 100 en empresas pertenecientes a un mismo grupo de sociedades. Este porcentaje se extiende al 40 por 100 en entidades de capital riesgo de régimen simplificado, siendo un cómputo global tanto para la inversión en una misma empresa como en empresas pertenecientes al grupo³⁸.

6.2.4 Incumplimientos temporales

De acuerdo al artículo 23 de la Ley 25/2005, estos porcentajes citados en los artículos 18, 19, 20, 21 y 22 podrán ser incumplidos por las entidades de capital riesgo durante los tres primeros años desde su inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para flexibilizar su incorporación y actividad, así como durante los veinticuatro meses siguientes de una desinversión característica del coeficiente obligatorio.

Cuando se produzca una ampliación de capital en una sociedad capital riesgo no exigida por imperativo legal o cuando tenga lugar una nueva aportación de recursos a los fondos de capital riesgo, también podrán incumplirse los coeficientes durante los tres años siguientes al hecho. Del mismo modo, dependiendo de la situación del mercado y la dificultad de encontrar proyectos para cubrir el porcentaje mínimo obligado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá, con carácter excepcional, eximir de su cumplimiento o autorizar una ampliación de los plazos en el cómputo³⁹.

6.3 CONDICIONES DE ACCESO Y EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD

6.3.1 Entidades de capital riesgo de régimen común

Para dar comienzo a su actividad, tal y como se expone en el artículo 7 de la Ley, las entidades de capital riesgo de régimen común deben cumplir con los trámites de autorización previa del proyecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores así como constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil y el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La solicitud de autorización debe incluir un folleto informativo de los estatutos o el reglamento y los principales aspectos financieros y jurídicos de la entidad, una acreditación de la honorabilidad y experiencia de quienes desempeñen cargos administrativos y directivos y una

³⁸ Artículo 22 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

³⁹ Artículo 23 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

memoria del proyecto que contenga toda la información necesaria para realizar una correcta evaluación de la futura entidad, incluyendo tanto la política de inversiones como la distribución de resultados.

La autorización del proyecto de constitución por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendrá lugar en un plazo máximo de dos meses, entendiéndose desestimado en caso ausencia de resolución expresa. Desde la autorización, la entidad tendrá quince días para llevar a cabo la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁴⁰.

6.3.2 Entidades de capital riesgo de régimen simplificado

La Ley 25/2005 de 24 de noviembre introduce una figura de las ECR de régimen simplificado cuyas características son la colocación privada [no hacer uso de la publicidad en la oferta de acciones o participaciones], inversión mínima de 500.000 euros por inversor excepto para instituciones institucionales o administradores, directivos o empleados de la sociedad y un número máximo de accionistas o partícipes de 20 excluyendo dichas instituciones y administradores, directivos o empleados.

Las entidades de capital riesgo acogidas al régimen simplificado estarán sujetas a las mismas condiciones que las entidades de régimen común con las siguientes particularidades especificadas en el artículo 14 de la Ley 25/2005 de Entidades de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras⁴¹:

- *En el proyecto constitutivo deberán hacer mención a la intención de sujetarse a las normas de las entidades de régimen simplificado.*
- *El plazo para resolver la solicitud de autorización será de un mes desde que los promotores hayan aportado toda la documentación necesaria.*
- *En caso de que no sea notificada la resolución dentro de dicho plazo podrá entenderse estimada con los efectos previstos en la Ley 30/1992 de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común.*
- *No precisarán la elaboración del folleto informativo.*

Además de estos beneficios en las reglas de constitución que facilitan una mayor agilidad en el acceso a la actividad, las entidades de régimen simplificado tienen un régimen de inversión más flexible –como se ha visto, los límites en la diversificación se extienden al 40% del activo computable- y una menor supervisión, no estando obligadas a publicar la memoria anual.

Si una entidad de capital riesgo pretendiera acogerse a un régimen diferente (de común a simplificado o viceversa) *deberá solicitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*

⁴⁰ Artículos 7-10 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

⁴¹ Artículo 14 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

autorización para dicho cambio conforme a los requisitos y el procedimiento de autorización establecido⁴².

6.4 OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Las entidades de capital riesgo designarán un auditor de cuentas, teniendo la obligación de remitir las cuentas anuales, el informe de auditoría, el informe de gestión y la propuesta de la distribución del resultado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores durante los cuatro primeros meses de cada ejercicio. Las entidades de régimen común publicarán y remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una memoria anual y un folleto informativo donde se proporcione información sobre los accionistas y la situación económico financiera de la entidad, así como todos los hechos relevantes, considerándose éstos los que afecten al valor de inversiones representando el 5 por 100 del activo de la entidad de capital riesgo⁴³.

6.5 TRIBUTACIÓN

Las sociedades y fondos de capital riesgo así como sus socios y partícipes están sometidos a un régimen fiscal especial compuesto por un conjunto de beneficios fiscales, regulados principalmente en el artículo 55 del TRLIS y establecidos nuevamente en la disposición final primera de la Ley 25/2005.

6.5.1 Régimen fiscal de las sociedades y los fondos de capital riesgo

- Exención parcial de las rentas derivadas de la transmisión de los valores.

Se distinguen dos casos diferentes en la tributación de las rentas obtenidas por la transmisión de los valores representativos de la participación en el capital o en los fondos propios de las entidades donde se han invertido los recursos:

Por regla general, esta renta está exenta en un 99 por 100 siempre que, como especifica el artículo 2 de la Ley 25/2005 *“la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición o de la exclusión de cotización y hasta el decimoquinto, inclusive”*⁴⁴. La plusvalía del resto de transmisiones no disfrutará de la exención pero se beneficiará de la deducción por doble imposición interna regulada en el artículo 30.5 del TRLIS, tal y como sucede con los sujetos pasivos del IS sometidos al régimen general del Impuesto.

⁴² Artículo 16 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

⁴³ Artículo 26 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

⁴⁴ Artículo 2 de la Ley 25/2005 de 24 de noviembre reguladora de Entidades Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo. Dependiendo de ciertas condiciones a determinar reglamentariamente, excepcionalmente el plazo podrá extenderse hasta el vigésimo año.

Como señala el artículo 55.1 del TRLIS, si se trata de “rentas que se obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas a que se refiere el segundo párrafo del citado artículo 2 (...)”⁴⁵, la exención estará condicionada al ejercicio de una actividad económica con los inmuebles a los que se refiere el artículo. La actividad por tanto diferirá de la financiera y, como señala el artículo 27 de la Ley 35/2006 referente al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), habrá de ser puramente inmobiliaria y habrá de haberse conservado durante todo el tiempo de tenencia del valor de forma ininterrumpida.

Cuando la entidad participada acceda a cotización en un mercado de valores regulado en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo Europeo de 21 de abril de 2004 y existan plusvalías derivadas de las transmisiones de participaciones y acciones en esta, la exención estará condicionada a que la entidad capital riesgo haya transmitido su participación en un plazo inferior a tres años desde que se hubiera producido la admisión a cotización de dicha compañía participada. En el caso de que transcurra en el plazo anterior, la renta derivada de la transmisión se integrará plenamente en la base imponible de la entidad de capital riesgo sin ninguna reducción.

Dicha exención no se aplicará en ningún caso en los supuestos siguientes, especificados en el artículo 55.6 del TRLIS:

- Si la persona o entidad que ha adquirido la participación o los valores reside en un territorio calificado como “paraíso fiscal”, está vinculada con la entidad de capital riesgo o está vinculada con sus socios o partícipes⁴⁶. Se recuperará la exención en el caso de que la adquirente sea la propia entidad participada, sea alguno de los socios o administradores de la entidad y no haya estado ni esté actualmente vinculado, o bien otra entidad de capital riesgo.
- Si los valores han sido adquiridos directa o indirectamente por la entidad de capital riesgo a una entidad o persona vinculada con la misma.
- Si los valores han sido adquiridos directa o indirectamente por la entidad de capital riesgo a una entidad o persona vinculada con los socios o partícipes de la misma en el caso de que la vinculación se hubiera producido antes de la adquisición (artículo 55.7 TRLIS).
- Eliminación de la doble imposición de dividendos percibidos.

⁴⁵ Empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles, siempre que los mismos representen el 85 por 100 del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada y estén afectos, durante el período de tenencia, al desarrollo de una actividad económica.

⁴⁶ Se entiende por vinculación “la participación, directa o indirecta, en, al menos, el 25 por 100 del capital social o de los fondos propios”, según el artículo 55.9 del TRLIS.

Las entidades de capital-riesgo como sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades podrán aplicar una deducción del 100 por 100 sobre las participaciones de beneficios y dividendos que perciban de las sociedades que fomenten y promuevan, según lo regulado en el artículo 30.2 del TRLIS, evitando así la doble imposición económica internacional⁴⁷. Así pues, como se especifica en el régimen general del Impuesto sobre Sociedades, la base de la deducción será el importe íntegro del dividendo obtenido.

- Otras excepciones tributarias

Además de en el Impuesto sobre Sociedades, las entidades de capital riesgo se benefician de incentivos fiscales en otros gravámenes.

En el Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), tal y como sucede con las operaciones de naturaleza financiera, la entidad está exenta de aquellas operaciones de depósito y de gestión gestionadas por las sociedades gestoras autorizadas y registradas a su vez en los Registros Especiales administrativos⁴⁸.

Respecto al Impuesto de Transmisión Patrimonial (ITP) y Actos Jurídicos Documentados (AJD), estará exenta tanto la constitución de la entidad como las ampliaciones de capital⁴⁹.

6.5.2 Tratamiento fiscal de los socios y partícipes

- Deducción por dividendos

En el caso de que los socios y partícipes sean sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades, disfrutarán de la deducción por doble imposición interna de dividendos percibidos por las entidades de capital riesgo en su porcentaje máximo (100 por 100) con independencia tanto del grado de participación como del periodo de mantenimiento de los valores. El mismo régimen se aplicaría si el socio o partícipe estuviera sujeto al Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) con establecimiento permanente en España. En el caso de que sea un socio no residente sin establecimiento permanente, la renta no se considerará obtenida en territorio español a no ser que provenga de un territorio calificado como “paraíso fiscal”⁵⁰.

- Transmisión o reembolso de participaciones o acciones en estas entidades

La plusvalía derivada de la transmisión o reembolso de las participaciones o acciones en entidades de capital riesgo también se beneficia de una deducción por doble imposición de

⁴⁷ Artículo 21 y 30 del Real Decreto 04/2004 del 5 de marzo por el que se aprueba el texto refundido del Impuesto sobre Sociedades

⁴⁸ Artículo 20 del Real Decreto 1624/1992, de 29 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido el Impuesto sobre el Valor Añadido.

⁴⁹ Artículo 45 del Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre por el que se aprueba el texto refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

⁵⁰ Artículo 1 del Real Decreto 1080/1991, de 5 de Julio, por el que se determinan los países y territorios con medidas fiscales urgentes, denominados “paraísos fiscales”.

dividendos, independientemente del tiempo de tenencia y el porcentaje de posesión, tal y como especifica el artículo 30.5 del TRLIS, siempre que el perceptor sea un sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades o bien está sometido al IRNR pero tiene un establecimiento permanente en España.-en caso negativo no se considera como en el apartado anterior renta obtenida en el territorio español.

- Reserva de Inversiones en Canarias

Aquellos sujetos pasivos que hayan dotado la Reserva de Inversiones en Canarias (RIC)⁵¹ pueden materializarla a través de la suscripción de participaciones o acciones en entidades que desarrollen su actividad en Canarias o en las Islas Afortunadas de forma indirecta, mediante sociedades de capital riesgo en las que participe el sujeto pasivo cumpliendo los requisitos de la Ley 1/1999, cuya vigencia prevalece en la disposición derogatoria de la Ley 25/2005.

7. PROCEDIMIENTO

7.1 GENERACIÓN DE FLUJOS

Como se especifica en el esquema siguiente, en la formación de entidades de capital riesgo, bien en forma de fondo o de sociedad, pueden intervenir tanto recursos propios como recursos ajenos por parte de entidades financieras, quien han participado activamente como socios en la generación de este tipo de entidades. Tal y como se observa, existen diferentes tipos de inversores. Por una parte se encuentran los *socios limitados*, los cuales aportan capital sin generalmente intervenir en la gestión empresarial de las compañías adquiridas. Debido a las ventajas fiscales que supone, éstos suelen agruparse en fondos o sociedades que son los que compondrán la entidad de capital riesgo, intervenida a su vez por inversores institucionales⁵² que proporcionarán financiación ajena en forma de préstamos bancarios o valores de renta fija e instrumentos como fondos de inversión y seguros para diversificar la cartera y minimizar su riesgo. Junto con estas organizaciones, también los llamados *socios generales* se encargan de gestionar la entidad de capital riesgo, obteniendo remuneración por ello y pudiendo realizar a su vez aportaciones de capital minoritarias.

Estos fondos captados y gestionados son finalmente invertidos en forma de capital en compañías con potencial de crecimiento que pueden además obtener financiación ajena

⁵¹ Como especifica la página web oficial del Gobierno de Canarias <www.siecan.org>, la RIC es un incentivo fiscal que posibilita una reducción en la base imponible de hasta un 90 por 100 del beneficio no distribuido, en el Impuesto sobre Sociedades por el importe que los establecimientos situados en Canarias destinen de sus beneficios a la dotación de una Reserva Especial para Inversiones en Canarias. Las RIC puede aplicarse igualmente en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y debe materializarse en un plazo máximo de 3 años. [Último acceso 23/09/20113]

⁵² Según la Comunidad Europea (2006), tal y como se especifica en la “Guía del usuario de PYME”, se incluye en la categoría de inversores institucionales a los que *negocian importantes cantidades de valores en representación de un gran número de pequeños inversores individuales y que no tienen una participación directa en la gestión de las empresas en las que invierten.*

directamente de entidades financieras, véase para mayor aclaración el cuadro adjuntado a continuación:

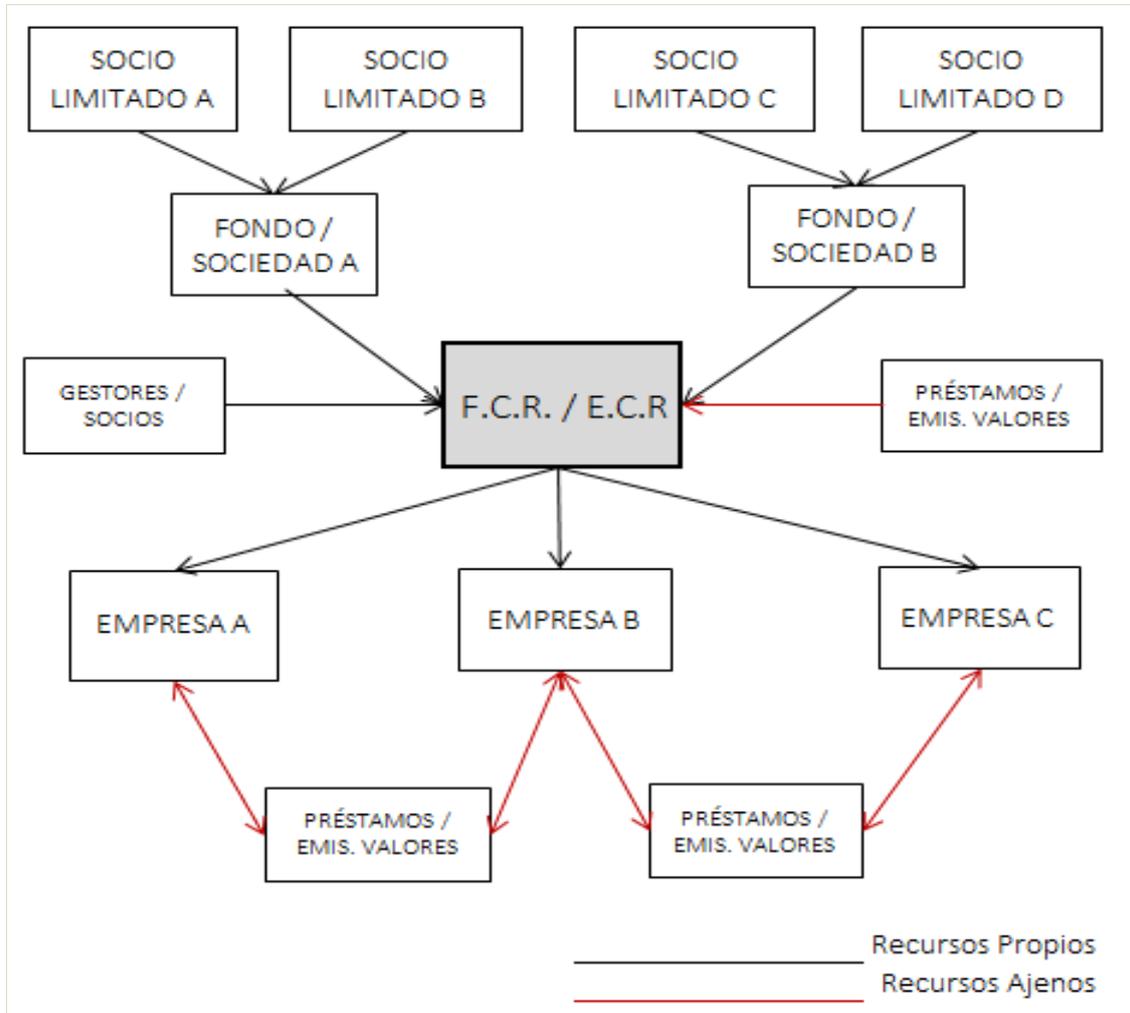


Gráfico 8. Materialización de los flujos en el Capital Riesgo
 Fuente: *Elaboración Propia*

7.2 ETAPAS

Las entidades de capital riesgo siguen en términos generales un proceso operativo específico, comenzando con un profundo análisis de la compañía objetivo y finalizando con una estrategia de salida que materialice los rendimientos obtenidos si los hubiere. Se pueden diferenciar cinco etapas diferentes:

7.2.1 Conocimiento

El establecimiento de prioridades y estrategias de inversión por parte de la entidad de capital riesgo es el primer paso para el desarrollo de la actividad. Conocer la política de financiación de la sociedad permite focalizar el capital en un mercado específico y clarificar las características que a priori ha de cumplir la empresa objeto de adquisición.

Acorde a esta filosofía de inversión, las sociedades de capital riesgo realizan estudios de mercado que les permite conocer las oportunidades y amenazas del sector objetivo, considerando variables como la liquidez esperada que garanticen una exitosa salida futura y por tanto una alta rentabilidad.

7.2.2 Evaluación

Esta etapa es de relevante importancia para analizar el riesgo de la operación. En ella se examina el plan de negocio de la compañía objetivo con el fin de determinar la capacidad de crecimiento y desarrollo de la misma, permitiendo estipular una rentabilidad esperada acorde con el riesgo analizado. Para su determinación, la entidad de capital riesgo lleva a cabo el proceso de debida diligencia, también conocido como *Due Diligence*⁵³.

El análisis profundo del negocio sirve como base en el asesoramiento de la inversión mediante el conocimiento de las potencialidades y riesgos derivados del proyecto. Así, le permite al inversor confirmar lo que se compra, evaluar la condición de la operación, identificar los riesgos relacionados con la adquisición, facilitar la determinación del precio y los términos finales de la transacción y flexibilizar la generación de sinergias entre partes adquirientes y adquiridas.

La *Due Diligence* se lleva a cabo tras la firma de un acuerdo de confidencialidad entre las partes previo a la identificación de las claves del proyecto. Para ello el equipo directivo de la entidad le proporciona al vendedor una *carta de intenciones*⁵⁴ donde se manifiesta la intención de adquirir la compañía y se estipulan cláusulas como la utilización de información confidencial y el acuerdo de exclusividad⁵⁵, sin generar compromiso ni obligaciones jurídicas para las partes.

El proceso de *Due Diligence* difiere del análisis contable puesto que implica el estudio de todos los aspectos que afectan intrínsecamente a la compañía, abarcando el modelo de negocio, el posicionamiento respecto a la competencia y el potencial de crecimiento y rentabilidad, considerando cuestiones legales, fiscales, judiciales, medioambientales, organizativas, productivas, comerciales y tecnológicas. Debido a esta amplitud de campos de investigación son generalmente equipos formados por firmas de auditoría y abogados los que se encargan respectivamente de analizar la parte contable y el resto de aspectos empresariales que pudieran afectar a las condiciones de la transacción elaborando finalmente un informe concluyente que se le presenta a la entidad. El empresario asegura mediante cláusulas de declaraciones y garantías la certeza sobre la información transmitida, señalando la inexistencia

⁵³ Se conoce como *Due Diligence* el proceso de investigación y análisis de negocio que se lleva a cabo normalmente en los procesos de adquisición de empresas, aunque también puede aplicarse a cualquier procedimiento que requiera en términos generales el análisis de riesgos. Situaciones a considerar podrían ser reestructuraciones de deuda, procesos de fusión, negociaciones en el uso de la franquicia y selección de distribuidores exclusivos.

⁵⁴ También denominada “carta de condiciones” o “*term-sheet*”, documento no vinculante previo al contrato u acuerdo de inversión.

⁵⁵ Se estipula con ella que durante la existencia de contrato entre partes los vendedores no podrán negociar en paralelo con otros inversores.

de otros elementos que puedan tener un valor relevante para la empresa e introduciendo además límites cuantitativos que especifiquen los ámbitos y asunción de dicha responsabilidad⁵⁶.

Mediante una *Due Diligence* con el alcance y enfoque apropiado, la entidad de capital riesgo es capaz de obtener el conocimiento financiero, legal, operativo y transaccional necesario para facilitar la decisión empresarial considerando sus riesgos, sinergias y condiciones de compra que influirán significativamente en el éxito de la inversión.

7.2.3 Valoración

Una vez analizada la situación empresarial del objeto de inversión y sus posibilidades de crecimiento, se realizan diferentes métodos de valoración para cuantificar monetariamente y estimar los rendimientos esperados barajando diferentes posibles escenarios considerando un horizonte temporal específico. Existen para ello diferentes métodos de valoración de empresas e inversiones, entre los que se destacan el descuento de flujos de caja futuros (DFC) y la valoración por múltiplos de empresas comparables del sector:

- Descuento de Flujos de Caja (DFC)

El método DFC implica la estimación de proyecciones financieras durante un determinado horizonte temporal. Los flujos de caja libres esperados⁵⁷ son actualizados a una tasa de descuento que refleja el coste de oportunidad para todos los proveedores de capital de la compañía. La fórmula siguiente muestra por tanto coste medio ponderado de capital (CMPC) considerando tanto el coste de los recursos propios (k_e) como el coste de la deuda exigible (k_d):

$$CMPC = k_d (1 - t) * \frac{\text{Exigible}}{\text{Pasivo Total}} + k_e * \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo Total}}$$

Para calcular la viabilidad de un proyecto, la entidad ha de considerar la inversión inicial que requiere. Para ello, las entidades de capital riesgo utilizan dos parámetros correlacionados, el Valor Actual Neto (VAN) y la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR). De este modo, los flujos libres actualizados son descontados de la inversión inicial, considerándose el proyecto rentable cuando el resultado de la operación es positivo, recuperándose así el valor inicial. La conveniencia o no de la transacción dependerá de la filosofía de inversión y alternativas ofertadas de cada entidad.

⁵⁶ Eduardo Rene Rubin (2006). “Aspectos fiscales para la compra de una compañía comercial por los procedimientos de Due Diligence”

⁵⁷ Flujos una vez descontados de impuestos y tras la consideración de pagos no realizados como la amortización y la inversión en activo dijo y circulante.

$$VAN = \left(\sum_{n=1}^N \frac{FCN_n}{(1 + \text{tasa de descuento})^n} \right) - \text{Inversión Inicial}$$

$$\left(\sum_{n=1}^N \frac{FCN_n}{(1 + TIR)^n} \right) - \text{Inversión Inicial} = 0$$

La tasa Interna de Rentabilidad ó de Retorno (TIR) conlleva un cálculo equivalente, pues es el tipo de interés que resulta cuando el VAN de la inversión es cero. Consecuentemente, cuanto mayor sea la TIR, el proyecto es considerado más rentable. La aceptación del proyecto dependerá de la rentabilidad mínima requerida, será favorable si la TIR resultante es mayor que el coste de oportunidad de la entidad.

- Valoración por múltiplos

Este método tiene como objetivo hallar el valor de mercado de la sociedad objetivo por analogía del valor de mercado de otras compañías comparables, por lo que las empresas seleccionadas son un determinante clave en la valoración, lo que implica ser rigurosos en la consideración.

Los múltiplos de cotización más utilizados se exponen a continuación, los cuales están basados tanto en la capitalización como en el valor de la empresa:

Múltiplos basados en la capitalización

PER (Price Earnings Ratio): Es el indicador más utilizado en la valoración de múltiplos de mercado, el cual analiza el precio de una empresa relacionándolo con su rentabilidad. Es el valor de la compañía sobre el resultado neto, calculado como cociente entre la cotización y el beneficio por acción.

PS (Price to sales): Calculado como cociente entre la capitalización bursátil y las ventas de la entidad.

Múltiplos basados en el valor de la empresa

EV/EBIT ó EV/BAIT: Calcula el beneficio sin considerar los gastos en intereses e impuestos evitando las distorsiones financieras y fiscales. Se ha de considerar que sí afecta en el múltiplo las diferentes políticas contables que la empresa trate respecto de la amortización.

EV/EBITDA: Elimina dicha distorsión. Facilita las comparaciones entre empresas con diferente apalancamiento financiero puesto que calcula el beneficio sin tener en cuenta los gastos en intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

EV/VENTAS: Calculado como cociente entre el valor del negocio y sus ingresos.

Partiendo del estado contable histórico o de su previsión en caso de inversión en empresas no consolidadas (capital semilla), se aplica el ratio obtenido a la compañía considerando la fórmula de cada múltiplo específico con el objetivo de obtener el valor de ésta por deducción analítica.

7.2.4 Contrato

Si la valoración resultante de la compañía es considerada objetiva acorde a los propósitos de la entidad, el equipo directivo elabora un acuerdo de inversión que genera una vinculación entre el vendedor y la entidad de capital riesgo.

En el contrato se definen las condiciones de la operación de financiación, tales como el precio de adquisición, el horizonte temporal aproximado de inversión y el tipo de participación en la compañía, estableciendo cláusulas económicas y políticas para proteger la inversión financiera y salvaguardar los intereses de cada una de las partes. A continuación se enumeran y definen brevemente algunas de las cláusulas más comunes en este tipo de acuerdos vinculantes:

Cláusulas económicas

Dividendo preferente

Se establecen pagos de la entidad a sus propietarios con preferencia al resto de socios en concepto de retribución del capital invertido, siendo necesario para ello la disposición de reservas y fondos suficientes del ejercicio anual.

Preferencia en la venta o liquidación

Cláusula que, en caso de venta a un tercero, asegura un retorno mínimo al inversor. Si la empresa ha sido liquidada por quiebra, el inversor disfruta de una asignación prioritaria del resultado.

Adquisición preferente

Régimen proteccionista del socio actual frente nuevas entradas en el capital, tal y como regula la Ley de Responsabilidad Limitada en sus artículos 29 -39⁵⁸. De este modo, el inversor busca un beneficio exclusivo en caso de venta de participaciones, asignándole un derecho de adquisición preferencial para adquirirlas una vez haya sido consensuado y autorizado por el consejo de administración.

Cláusula antidilución

Se aplica para aquellos casos en los que se prevén rondas de financiación posteriores a la inversión inicial. De este modo, la participación de los socios en la sociedad vendrá determinada por la valoración *postmoney*⁵⁹ de la compañía que, si es menor que lo acordado en el contrato,

⁵⁸ Ley 2/1995 de 23 de Marzo, modificada posteriormente por la Ley 7/2003 y Ley 3/2009.

⁵⁹ Valor de la sociedad participada en un momento dado posterior a la primera valoración considerada.

la participación del inversor se vería reducida, por lo que si se estipula esta cláusula el socio no modifica su posición en la empresa con la disminución del valor y la nueva entrada de capital.

Recompra

En el contrato se puede acordar que el empresario, a un precio establecido en el acuerdo de inversión, adquiera en un periodo de tiempo específico la participación de la entidad de capital riesgo, lo que facilita a ésta la salida de la inversión, siendo una cuestión determinante de la operación.

Cláusula de arrastre

También conocida como *drag along*, es una cláusula que trata de proteger al socio mayoritario de la inversión ante una propuesta de compra total de la empresa, donde los socios minoritarios podrían bloquear la operación y no llevar a cabo la venta de la compañía. Con esta cláusula, el socio minoritario está “arrastrado” a aceptar la enajenación de sus acciones sin imposibilitar así la compra de la sociedad.

Cláusula de acompañamiento

En este caso es el promotor quién recibe la oferta de compra de su participación. Ante esta condición el inversor podrá vender con prioridad al propio promotor.

Préstamo participativo

Modalidad de financiación en la que el inversor proporciona a la sociedad un préstamo con condiciones especiales⁶⁰ que en determinado periodo puede ser convertible en capital de la sociedad. Esa fórmula de financiación es recurrida para principalmente limitar el riesgo de la operación, pues el inversor puede reclamar la devolución del préstamo y, en caso de quiebra, el orden de prelación lo sitúa por delante de los socios y accionistas.

Cláusulas políticas

Composición del consejo

Especificación de los miembros que formarán el consejo de administración, quien se encarga de tomar las decisiones estratégicas de la sociedad.

Derecho de veto

En muchas ocasiones la participación minoritaria del inversor respecto el promotor justifica la existencia de esta cláusula mediante la cual el inversor se reservará el veto para todas aquellas decisiones que puedan reducir sus derechos, como las ampliaciones de capital, la modificación de estatutos o la venta o cesión de activos.

⁶⁰ Los préstamos participativos tienen generalmente un tipo de interés bajo adaptable a la situación de la compañía, un largo plazo para su devolución, y una carencia temporal generosa de amortización.

Derechos de información

Se define con ella la obligación por parte de los emprendedores de facilitar al inversor información oportuna, veraz y detallada sobre la compañía, para que este puede anticipar adecuadamente las medidas oportunas.

Bloqueo administrativo

Esta cláusula interpone la obligación por parte de los socios de aceptar un mandato de venta si existen situaciones de bloqueo dentro del consejo administrativo o de la junta general que impidan proceder con la actividad, evitando así la paralización de la sociedad y su pérdida de valor en el mercado.

Obligaciones de los promotores

En este epígrafe se incluyen las obligaciones que comprometen a los miembros del equipo promotor relativas a la permanencia con la entidad de capital riesgo, exclusividad, no competencia y confidencialidad. En caso de irrumpirlas, se especifica una cláusula denominada *bad leaver*, que faculta a la entidad para adquirir las participaciones de dicho socio incumplidor por un valor específico, que normalmente suele ser el nominal.

El contrato establece por tanto derechos y obligaciones entre las partes con el objeto de regular tanto la estancia como la salida del inversor.

7.2.5 Colaboración – seguimiento.

El aumento de la generación de valor de la compañía es por tanto el objetivo principal de este tipo de entidades inversoras, no solo logrado con la aportación de financiación, pues los profesionales del capital riesgo intervienen en el órgano de gobierno de la sociedad manteniendo una posición activa en la gestión de recursos para estimular la expansión empresarial.

Se realizan continuos estudios periódicos, realizando comparativas entre los resultados previstos preestablecidos y los que han tenido lugar desde su adquisición, con el fin de adaptar las políticas de la compañía y desarrollar estrategias acorde a los resultados monetarios obtenidos. La custodia de fondos, el control y seguimiento de la cartera y el análisis de las inversiones implica una retribución periódica a la compañía calculada en base al capital gestionado y a la plusvalía generada.

Durante el periodo de inversión la entidad de capital riesgo trata a su vez de identificar las posibles salidas viables de la compañía acorde al comportamiento empresarial y al entorno que se prevé en la fecha establecida.

7.2.5. Capitalización – estrategia de salida

La desinversión es fundamental para materializar los rendimientos obtenidos y revertir los fondos a sus proveedores. La existencia de una estrategia de salida viable es indispensable en el

desarrollo de la actividad en la medida en la que no recuperar la inversión es uno de los mayores riesgos a los que se exponen este tipo de entidades.

Las estrategias de salida más comunes son las siguientes:

- Oferta pública inicial ó venta en mercado público⁶¹, que implica la presencia de mercados de capitales desarrollados que permitan la salida a cotización.
- Recompra de acciones por parte de los accionistas antiguos. Puede implicar la compra de títulos mediante un endeudamiento adicional.
- Venta a terceros de las acciones de la entidad.
- Venta a otra entidad de capital riesgo⁶²
- Liquidación por insolvencia cuando el proyecto no ha resultado viable.

8. IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL

Numerosos estudios⁶³ han demostrado que la inversión en Capital Riesgo favorece la competitividad de los mercados. La financiación recibida y la profesionalidad en la gestión impulsan el desarrollo empresarial, acelerando la introducción de nuevos productos al incrementar la inversión y viabilidad. El mayor tamaño empresarial, la generación de empleo, la mayor eficacia y la solidez hace susceptibles a las compañías de competir en el mercado global y acceder a una mayor demanda empresarial.

Considerando datos históricos, las diversas investigaciones han concluido que:

- El Capital Riesgo favorece el crecimiento de las compañías.

Según la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), tal y como afirma en su estudio “Impacto económico y social del Capital Riesgo en España” (2011), en el caso de España en los años 2005-2008, coincidiendo con los primeros años de crisis económica, los crecimientos medios anuales de las ventas registrados por las empresas participadas por esta modalidad de inversión fueron superiores al 8,00 por cien, frente a los descensos que presentaron empresas comparables que no fueron invertidas por Capital Riesgo (7,70 por cien).

- El Capital Riesgo contribuye a la creación de empleo.

El mismo estudio refleja que el crecimiento de empleo en las empresas participadas creció un 10.7 por cien, mientras que en el mismo periodo (2005-2008) el grupo comparable presentó

⁶¹ Conocido como OPI ó IPO (Inicial Public Offer) según el mundo anglosajón.

⁶² Esta acción es conocida como *Secondary Buy-Out*.

⁶³ ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2012) “Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España” [en línea] <ascric.org> <http://www.ascric.org/impacto/> [15.01.14]

ALEMANY, L; MARTÍ J. (2006). Productivity growth in Spanish venture-backed firms. Reino Unido: Gregoriou, G.N.

una tasa negativa del 4,4 por cien⁶⁴.

El crecimiento es más notable en las compañías que están iniciando su actividad. En términos europeos, las empresas financiadas por el Capital Riesgo generaron empleo a una tasa media anual del 30,5 por cien, siendo los sectores más destacables la biotecnología y servicios y productos médicos.

- El Capital Riesgo fomenta la inversión empresarial.

Así, “libera a las empresas de la dependencia existente entre su nivel de inversión y su capacidad de generación interna de caja” (ASCRI, 2012). Los activos totales en empresas participadas registraron en 2005-2008 aumentos del 13 por cien anual, mientras que los activos de empresas comparables no invertidas disminuyeron 3,4 por cien. Considerando los activos inmateriales, encontramos respectivamente un aumento del 33,9 por cien y una disminución del 16,7 por cien para no participadas. Investigaciones como la llevada a cabo por Bertoni, Ferrer y Martí (2012)⁶⁵ concluyen que una vez la empresa es participada la inversión deja de estar limitada a la capacidad de la misma de generar recursos internamente

- El Capital Riesgo favorece la innovación.

La inyección en capital impulsa la inversión en investigación y desarrollo, fomentando así la innovación. La focalización de las entidades de Capital Riesgo en compañías tecnológicas que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo es cada vez mayor⁶⁶.

Según ASCRI (2012), dicha inversión en I+D incrementa la generación de patentes y la calidad de las mismas, de modo que “un aumento del 100 por cien del importe invertido en capital riesgo aumentaría el número de patentes en un 12 por cien, y un aumento similar del número de empresas participadas incrementaría el número de patentes en un 21 por cien”.

- El Capital Riesgo acelera la internacionalización.

Las empresas basan su crecimiento en la internacionalización con el fin de competir en una economía globalizada. El Capital Riesgo apoya así a las compañías participadas impulsando las exportaciones y permitiendo la adaptación e implementación en otros mercados exteriores.

En el estudio “*Performance Benchmarks Study*” (EVCA, 2012)⁶⁷ se comprueba que el volumen de las exportaciones de las empresas participadas incrementa considerablemente con la

⁶⁴ Según afirma ASCRI en su publicación “Impacto económico y Social del Capital Riesgo” (2012), las compañías españolas invertidas por capital riesgo aumentaron su plantilla entre 2005 y 2008 en 7.771 trabajadores, mientras que las empresas del sector comparables no participadas terminaron el periodo con 941 trabajadores menos.

⁶⁵ Bertoni, Ferrer y Martí (2012) analizaron la evolución de la inversión y la existencia de restricción financiera de 246 empresas invertidas por Capital Riesgo entre los años 1995 y 2004.

⁶⁶ En España 581 empresas tecnológicas fueron invertidas por Capital Riesgo. Entre ellas, 417 se encontraban en la fase inicial de la actividad (ASCRI, 2012).

⁶⁷ EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA) (2012). Performance Benchmarks Study. Bruselas: Thomson Reuters.

entrada del capital. En la investigación se diferencia entre las empresas con fase de semilla y arranque, cuyo volumen incrementa del 17,2 por cien al 30,6 por cien al cabo de los cinco años de la participación, y las compañías en expansión, con un 72 por cien de exportación frente al 55 por cien de la entrada del inversor.

- El Capital Riesgo disminuye la tasa de fracaso empresarial.

En el informe publicado por ASCRI (2010) “Impacto económico y social del Capital Riesgo en España”, se demostró que la esperanza de vida en nuevas compañías es mayor si son financiadas por Capital Riesgo. La disolución de empresas nuevas participadas ascendía a un 6 por cien, mientras que la tasa de fracaso en aquellas compañías no invertidas representaba un 60 por cien tras tres años de actividad.

9. EL SECTOR PÚBLICO EN EL MERCADO DEL CAPITAL RIESGO

El impacto económico y social que comporta la inversión en Capital Riesgo y el retraso del desarrollo de la misma en España en comparación con el resto de países⁶⁸ justifica la intervención pública en esta actividad de inversión.

De este modo, el sector público ha tratado de fomentar la expansión del Capital Riesgo de manera indirecta y directa, adaptando la legislación y creando organismos específicos para su desarrollo.

9.1 ADAPTACIÓN LEGISLATIVA

La Ley 1/1999 con fecha 5 de enero es la primera legislación implementada en España en regulación de las Entidades y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo. Pese a la nueva ordenanza, el desarrollo jurídico de las entidades españolas seguía siendo insuficiente en comparación con otros países del entorno como Reino Unido y Francia, limitando la competitividad y por tanto ralentizando la dinamización y el crecimiento de la economía española.

Ante dicha tesitura, y con el objeto de estimular la productividad española mediante la creación de empleo fomentada por la inversión en Capital Riesgo, se promulga la Ley 25/2005, bajo la que se estipula un marco jurídico renovado. Se simplifica y agiliza con la misma el régimen administrativo, se flexibiliza el régimen de inversiones y se define un régimen fiscal más favorable para las rentas y dividendos derivados de las transmisiones, entre otras introducciones legislativas desarrolladas en el apartado 6 del documento.

Es actualmente la Ley 25/2005 quien rige en España la actividad de Capital Riesgo. No obstante, se pretende establecer un marco único y homogéneo a nivel europeo que permita devolver la confianza tanto a los mercados como inversores, reduciendo los trámites burocráticos en línea con la puesta en marcha de un mercado común donde primen la seguridad y la transparencia en el tráfico jurídico con el fin de incrementar la eficiencia empresarial. Así pues, bajo el propósito de crear un marco homogéneo y armonizado para los fondos de inversión y otros

⁶⁸ Reino Unido, Francia y Alemania son los países que encabezan el ranking europeo en esta modalidad.

vehículos de inversión a largo plazo, surge la Directiva de Gestión de Fondos Alternativos (AIFMD⁶⁹)⁷⁰.

AIFMD ha presentado el Anteproyecto de la Ley de Entidades de Capital Riesgo y Otras Sociedades de Inversión (LECROSI) que pretende instaurarse a lo largo del año 2014 sustituyendo completamente la Ley 25/2005 una vez se haya culminado la transposición de la directiva.

Tal y como señala García, Ana (2013) en su artículo “Actualidad Jurídica Uría Mendénz”, las entidades de capital riesgo (ECR) y sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR) se denominarán entidades de inversión cerradas (EIC) y sociedades gestoras de entidades de inversión cerradas (SGEIC) respectivamente, con el fin de abarcar más categorías que las conocidas históricamente como “capital riesgo”.

Otro cambio fundamental será la no distinción entre ECR de régimen común y simplificado. Hasta el momento, las ECR con régimen simplificado han tenido más éxito en el panorama español por la simplicidad en la tramitación. Una vez la LECROSI sea instaurada, todas las entidades de inversión cerradas deberán realizar los mismos trámites, contando por tanto con un folleto explicativo.

Es destacable a su vez la nueva categoría de entidades. Se crea así las denominadas “entidades de capital riesgo pyme”, con requisitos particulares para la financiación de pequeñas empresas⁷¹.

Estas medidas, entre otras que se definirán una vez implementada la Ley, tratan por tanto simplificar los procedimientos aplicables y eliminar las barreras existentes para crear un marco único y homogéneo en la inversión dinamizando así un mercado global competitivo.

9.2 CREACIÓN DE ENTIDADES PÚBLICAS

La Administración Pública trata de participar activamente en la dinamización del mercado de Capital Riesgo a través de la creación de sociedades públicas que faciliten la inyección de financiación a proyectos viables y prometedores con el fin de incentivar así la economía y la competitividad.

Bajo este fin se crea en el año 1977 la Entidad Pública Empresarial CDTI (Centro de Desarrollo Tecnológico Industrial), dependiente del Ministerio de Economía. Con ella se pretende

⁶⁹ La Directiva de Gestión de Fondos Alternativos es conocida por AIFMD, cuyas siglas pertenecen a *Alternative Investment Managers Directive*.

⁷⁰ GARCIA, ANA (2013). Actualidad Jurídica Uría Menéndez. Madrid: Uría Menéndez.

⁷¹ El 70 por cien de su activo lo invertirán en empresas no admitidas a cotización con menos de 250 empleados. Su activo anual no debe superar los 34 millones de euros, ni su volumen de negocio anual los 50 millones de euros. Como en el caso general, no deben ser empresas financieras o inmobiliarias y deben estar establecidas en la UE o terceros países siempre que no figuren en la lista negra del GAFI.

promover la innovación y la tecnología de las empresas españolas, tratando de generar y transformar el conocimiento en crecimiento sostenible y competitivo en términos globales.

Las sociedades han de tener menos de cuatro años de vida para ser consideradas objeto de inversión. Los instrumentos de financiación utilizados se basan en créditos con un bajo tipo de interés cuya devolución está supeditada a la generación de flujos de caja positivos.

CDTI	
Inversión mínima por proyecto (M€)	-
Inversión máxima por proyecto (M€)	1,00
Tipo de financiación	Créditos bajo tipo de interés sin garantías adicionales
Fase de inversión preferente	Semilla
Preferencia geográfica	España
Preferencia sectorial	Base tecnológica
Número de empresas en cartera 31.12.2013	550
Capital invertido en 2012 (M€)	8,1
Número de inversiones en 2012	32
Capital invertido en 2013 (M€)	5,7
Número de inversiones en 2013	25

Tabla 2. Detalle de la entidad pública CDTI
Fuente: *elaboración propia.*

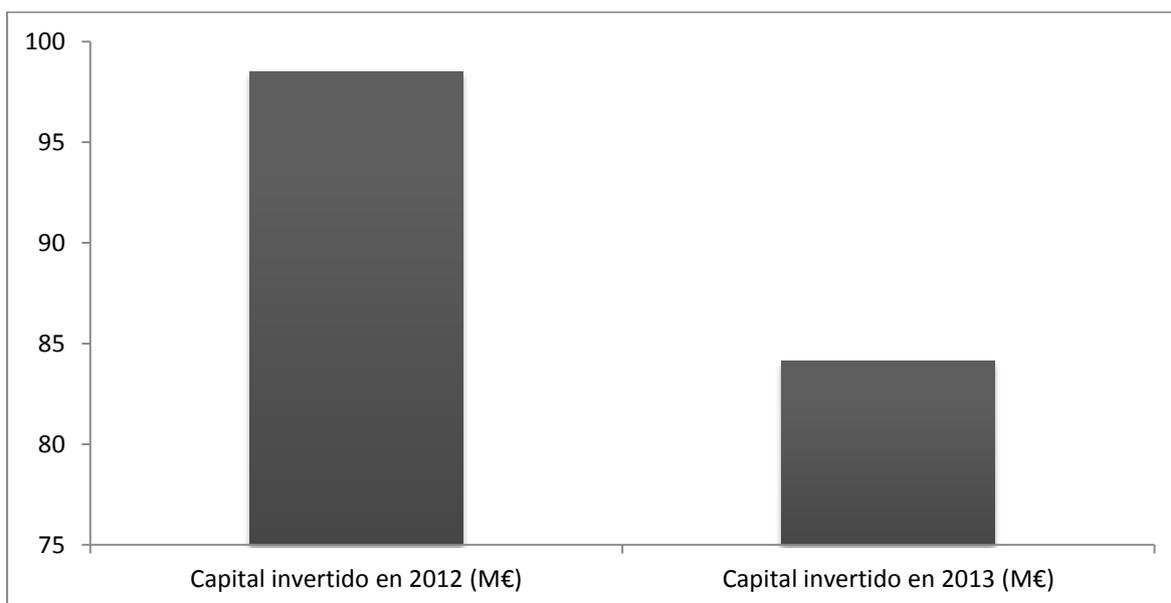


Tabla 3. Variación del capital invertido de CDTI
Fuente: *elaboración propia.*

En el año 1982 se crea la Empresa Nacional de Innovación S.A. (ENISA), compañía de capital público adscrita al Ministerio de Industria, Energía y Turismo. Como Sociedad Anónima, sus accionistas mayoritarios son la D.G. Patrimonio del Estado, CDTI, IDAE (Instituto para la Diversificación y Ahorro de la Energía) e ICEX (Instituto Español de Comercio Exterior). Con su creación se trata de fomentar la consolidación de la pequeña y mediana industria española mediante la participación activa en proyectos innovadores y potencialmente viables a través de préstamos participativos. A diferencia del CDTI, no es necesaria que la compañía invertida sea de reciente creación.

ENISA	
Inversión mínima por proyecto (M€)	0,075
Inversión máxima por proyecto (M€)	1,50
Tipo de financiación	Préstamos participativos
Fase de inversión preferente	Arranque, Crecimiento y Consolidación
Preferencia geográfica	España
Preferencia sectorial	Todos excepto sector inmobiliario y financiero
Número de empresas en cartera 31.12.2013	2.940
Capital invertido en 2012 (M€)	98,48
Número de inversiones en 2012	638
Capital invertido en 2013 (M€)	84,13
Número de inversiones en 2013	637

Tabla 4. Detalle de la Entidad Pública ENISA
Fuente: *elaboración propia*.

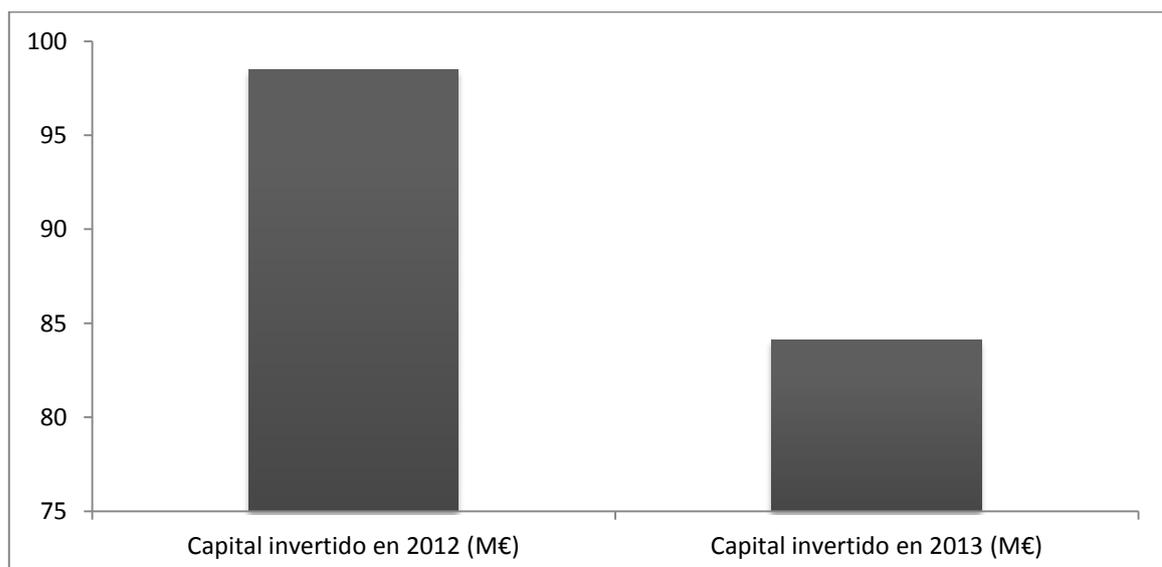


Tabla 5. Variación del capital invertido de ENISA
Fuente: *elaboración propia*

9.3 PLAN DE ESTÍMULO ECONÓMICO Y APOYO AL EMPRENDEDOR

El 22 de febrero de 2013 fue aprobado por el Consejo de Ministro el Real Decreto Ley 4/2013 de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo al crecimiento y de la creación de empleo.

En él se desarrollan un conjunto de actuaciones aplicadas a diversos ámbitos con el fin de “aplicar una estrategia de política económica que persiga la transición hacia un equilibrio sostenible y sentar las bases de un crecimiento que permita generar empleo”⁷²

Se ha demostrado la importancia que adquieren las pequeñas y medianas empresas y los autónomos en la economía española, quien han sido afectados enormemente por el descenso de la actividad económica y, como se estipula en el Real Decreto 4/2013 “han tenido que desarrollar su actividad en un entorno laboral, fiscal, regulatorio y financiero que ha mermado su capacidad de adaptación a los cambios (...) se vienen enfrentando a una dependencia estructural de la financiación de origen bancario que puede limitar, en circunstancias como las actuales [de recesión económica], su capacidad de expansión”. Con el propósito de apoyar la iniciativa emprendedora, la creación de empleo y el desarrollo empresarial se desarrollan una serie de medidas que además de afectar a los agentes citados, estimulan la actividad de Capital Riesgo en su propósito de fomentar la financiación empresarial a través de mercados alternativos.

Las actuaciones más destacables en este ámbito son las siguientes:

- Se aplica doble incentivo fiscal para aquellos inversores particulares que participen temporalmente⁷³ en nuevas compañías o de reciente creación aportando exclusivamente capital financiero⁷⁴ o capital financiero junto con conocimientos empresariales o profesionales que permitan desarrollar la sociedad participada. Los mismos tendrán una deducción del 15 por cien en la cuota estatal del IRPF en función de la inversión realizada, además de una exención del 50 por cien de la plusvalía obtenida al salir de la sociedad si los fondos son reinvertidos en otra compañía nueva o de creciente creación.
- Creación de la Red Nacional de Incubadoras de Empresas, compañías asociadas que asesoran y acompañan a los emprendedores en la implementación del plan de negocio y en los trámites relacionados con la apertura de la sociedad.
- Refuerzo de los programas de préstamos participativos en empresas a través de organismos públicos como el ENISA, el ICEX y el CDTI, ampliando las partidas presupuestarias destinadas a los mismos.

⁷² Real Decreto-Ley 4/2013 de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo. Boletín Oficial del Estado núm. 47 Sec. I. Pág. 15219

⁷³ Se deben así transmitir las acciones entre el tercer y el noveno año de tenencia de la participación.

⁷⁴ Capital semilla.

- Tributación reducida al 15 por cien para las sociedades de nueva creación durante los dos primeros años en los que los resultados sean positivos.
- Deduciones en la cuota del impuesto de sociedades por inversiones en innovación y desarrollo. Se permite que las mismas que no hayan podido aplicarse en un ejercicio anterior puedan deducirse en el actual siguiendo el sistema de devoluciones español.
- Constitución de un “Fondo de Fondos” que permita adjudicar inversiones entre gestoras de Capital Riesgo focalizadas en sectores vinculados a la internacionalización y por tanto a la mejora de la competitividad.

De todas las actuaciones enumeradas, la creación de este último instrumento es una de las medidas con más impacto esperado en el mercado del Capital Riesgo español. Tal y como afirma el presidente de ASCRI en el último anuario del Capital Riesgo publicado (2014), “tras seis años muy complicados parece que, por fin, lo más duro de la crisis se aleja. El año 2013 se cerró con la noticia positiva para el sector de la adjudicación del primer concurso de FOND – ICO Global, uno de los temas más seguidos y esperados por el Capital Riesgo español” (Lavilla, Carlos; 2014).

La importancia esperada y la complejidad de este instrumento financiero son el motivo por el cual las páginas siguientes están centradas en el mismo con el objeto de analizar y vaticinar su repercusión.

II PARTE. ANÁLISIS Y REPERCUSIÓN DEL FOND-ICO GLOBAL

10. LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

“El proceso de innovación se considera como la principal fuerza motriz del crecimiento económico en los países de economía avanzada”⁷⁵. La alta correlación que mantiene la financiación con la inversión en innovación y desarrollo justifica así la importancia que en la economía adquiere el acceso a la financiación.

10.1 LA FINANCIACIÓN EN TÉRMINOS HISTÓRICOS

En los últimos años el éxito de las empresas en la obtención de financiación ha descendido, tal y como demuestra el estudio llevado a cabo por el Instituto Nacional de Estadística. En el mismo se concluye en base a los datos del año 2010 que las principales razones por las cuales los bancos y otras fuentes de financiación deniegan total o parcialmente el acceso a la misma son los avales insuficientes (32,5 por cien), las excesivas deudas o préstamos en vigor que ya mantienen (31,9 por cien), y la baja calificación de su solvencia financiera (31 por cien).

Razones (*) proporcionadas por los bancos y otras fuentes de financiación	Año 2010	Año 2007
Baja calificación de su solvencia financiera	31,0	32,8
Falta de capital propio	10,6	17,9
Garantías o avales insuficientes	32,5	29,7
Proyectos arriesgados o con insuficientes garantías de éxito	7,7	6,0
Demasiadas deudas o préstamos en vigor	31,9	29,7
No proporcionaron ninguna razón	29,0	29,0
Otras razones	12,9	12,5

Razones (*) proporcionadas por la propia empresa	Año 2010	Año 2007
Los tipos de interés ofrecidos eran demasiado altos	33,7	36,8
Otras condiciones del préstamo no resultaban aceptables	26,3	26,6
Razones proporcionadas por la propia empresa: Otras razones	7,7	7,4

Tabla 6. Razones que dificultaron la concesión de préstamos financieros

*Datos no excluyentes (en porcentaje)

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Como se demuestra en la tabla 7, la necesidad de financiación ha incrementado entre los años 2010 y 2007, y la disposición de las entidades bancarias para facilitar financiación ha

⁷⁵ INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2014) “Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Segundo trimestre de 2014” [en línea] ine.es <<http://www.ine.es/prensa/cntr0214.pdf>> [31.08.14]

empeorado con respecto a 2007, coincidiendo con la recesión económica y siendo la cifra más alta de las registradas en el conjunto de países que fueron encuestados.

	Necesidad financiación año 2010 (*)	Grado de éxito en el 2010		
		Éxito	Éxito Parcial	Fallido
Préstamos financieros	38,0	50,6	24,2	25,2
Financiación de capital	5,9	32,6	15,7	51,7
Otros tipos de financiación	32,8	62,7	20,1	17,2

	Necesidad financiación año 2007 (*)	Grado de éxito en el 2007		
		Éxito	Éxito Parcial	Fallido
Préstamos financieros	36,3	80,3	10	9,8
Financiación de capital	4,4	70,2	11,2	18,6
Otros tipos de financiación	30,6	81,2	12,9	5,9

Tabla 7. Resultados por tipo de financiación (en porcentaje)

*Datos no excluyentes

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Empresas que solicitan préstamos financieros (%)

	2007	2010	Variación
Países Bajos	13,40	21,30	7,90
Italia	27,10	33,90	6,80
Chipre	30,80	37,50	6,70
Bélgica	38,30	43,20	4,90
Francia	32,80	37,40	4,60
Dinamarca	19,50	24,00	4,50
Suecia	20,50	25,00	4,50
Reino Unido	22,20	26,60	4,40
Alemania	20,40	24,60	4,20
Finlandia	27,60	31,30	3,70
España	36,30	38,00	1,70
Luxemburgo	19,00	19,10	0,10
Eslovaquia	51,50	50,00	-1,50
Polonia	30,10	28,20	-1,90
Letonia	43,40	41,20	-2,20
Malta	30,00	26,30	-3,70
Grecia	53,10	49,20	-3,90
Irlanda	35,90	29,00	-6,90
Lituania	35,60	28,20	-7,40
Bulgaria	43,60	32,90	-10,70

Tabla 8. Empresas que solicitan préstamos financieros (en porcentaje) Fuente: Eurostat

Empresas que acuden a financiación de capital (%)

	2007	2010	Variación
Bélgica	5,50	8,70	3,20
Dinamarca	3,10	6,20	3,10
Finlandia	3,90	6,40	2,50
Francia	2,50	4,60	2,10
Luxemburgo	10,10	11,90	1,80
España	4,40	5,90	1,50
Países Bajos	3,40	4,80	1,40
Irlanda	2,30	3,60	1,30
Malta	1,10	2,10	1,00
Grecia	31,60	32,20	0,60
Italia	0,60	1,10	0,50
Suecia	2,50	2,90	0,40
Reino Unido	1,10	1,40	0,30
Chipre	1,70	1,90	0,20
Alemania	0,90	0,90	0,00
Eslovaquia	8,60	8,40	-0,20
Polonia	2,70	2,20	-0,50
Letonia	9,10	7,80	-1,30
Lituania	3,90	2,50	-1,40
Bulgaria	5,80	3,10	-2,70

Tabla 9. Empresas que acuden a financiación de capital
(en porcentaje)

Fuente: Eurostat

Como se observa, entre los años 2007 y 2010 incrementa la proporción de empresas españolas con necesidad de financiación en las diferentes tipologías analizadas. En el resto de países investigados no se muestra una tendencia general hacia el aumento en dicha proporción, presentando incluso un ligero descenso en ocho y cinco de los veinte países en relación a la solicitud de préstamos financieros y financiación de capital respectivamente.

Las tablas 10 y 11 nos muestran en términos nacionales la alta dependencia de las compañías respecto a las entidades bancarias como fuente de financiación, tanto en la solicitud de préstamos como en instrumentos de financiación del capital.

Grado de éxito (%) en la obtención de préstamos financieros por fuentes

	Año 2010			Año 2010		
	Éxito	Parcial	Fallido	Éxito	Parcial	Fallido
Propietarios y directivos	54,3	17,5	28,2	72,6	12,8	14,6
Otros empleados de la empresa	16,7	22,3	60,9	38,9	8,9	52,3
Personas ajenas a la empresa	15,4	26,4	58,2	42,8	9,7	47,5
Otras empresas	36,8	17	46,2	58	12	30
Bancos	59,1	27,8	13,2	87,3	9,7	3
Otras fuentes de préstamos financieros	35,8	6,5	57,7	73,7	7,1	19,3

Tabla 10. Grado de éxito de la obtención de préstamos financieros
Datos definidos por fuente y periodo (en porcentaje)
Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Grado de éxito (%) en la obtención de financiación de capital riesgo por fuente

	Año 2010			Año 2007		
	Éxito	Parcial	Fallido	Éxito	Parcial	Fallido
Accionistas ya existentes	55,3	17,1	27,5	76,8	11,8	11,4
Directivos no accionistas	13,7	21,7	64,6	8,2	2,2	89,6
Otros empleados de la empresa	3,9	12,7	83,4	31,4	0	68,6
Fondos de capital riesgo y business angels	4	0	96	5,5	2,8	91,7
Familiares o amigos	15,7	28,8	55,5	7,6	60,6	31,8
Oferta Pública Inicial	0	0	100	47,1	0	52,9
Bancos	60,8	14,6	24,6	86	12,4	1,5
Otras instituciones financieras	2,1	43,5	54,4	74,1	0	25,9
Otras empresas	17,2	16,1	66,6	73,4	4,9	21,7
AAPP y otras fuentes de financiación de capital	5,4	15	79,6	20,2	0	79,8

Tabla 11. Grado de éxito en la obtención de financiación de capital
Datos definidos por fuente y periodo (en porcentaje)
Fuente: Instituto Nacional de Estadística

10.2 ALTERNATIVAS A LA FINANCIACIÓN BANCARIA

La disponibilidad crediticia de las entidades financieras españolas se ha visto reducida por la crisis financiera internacional y las exigencias de capital asociadas al elevado riesgo de impago asumido por las mismas. Estas contingencias han provocado así una caída del crédito del 8 por cien en el año 2012 respecto al anterior⁷⁶.

La relevancia de la movilización de recursos disponibles para las empresas en la estimulación del crecimiento económico, generación de empleo y mejora de la productividad y competitividad ha incentivado la orientación de las políticas gubernamentales, en línea con el impulso en el acceso a la financiación no bancaria. Bajo este propósito, las medidas reflejadas en el Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor están focalizadas en la promoción del emprendimiento y la inyección de capital, convirtiéndose el Capital Riesgo en un objetivo primordial.

El mercado de Capital Riesgo demandaba para su desarrollo una mayor participación e implicación del Sector Público en la atracción tanto de inversores privados nacionales como internacionales. En respuesta a dicha necesidad se ha constituido el primer Fondo de Fondos público español, denominado FOND-ICO Global, gestionado por Axis Participaciones Empresariales, sociedad unipersonal de Capital Riesgo cuyo accionista único es el Instituto de Crédito Oficial.

Pese la naturaleza pública del Fondo, la constitución del mismo trata de promover la creación de fondos de gestión privada que inviertan en empresas españolas en todas sus fases de desarrollo, estimándose una creación de más de cuarenta fondos de Capital Riesgo que permitan dinamizar el mercado mediante la canalización de fondos privados, movilizando recursos por un importe estimado de 5.000 millones de euros⁷⁷.

11. INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (ICO)

11.1 HISTORIA Y FUNCIONALIDADES

Actualmente el Instituto de Crédito Oficial (ICO) es un banco público adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa. Bajo la consideración de entidad de crédito, actúa como la Agencia Financiera del Estado, con patrimonio, tesorería y personalidad jurídica propia. El ICO es por tanto una empresa bajo control estatal que opera al servicio del interés público, fomentando y

⁷⁶ INSTITUTO DEL CRÉDITO OFICIAL (ICO) (2014). “Informe Anual ICO 2013” [en línea] ico.es <http://www.ico.es/documents/19/192733/IA-2013/01f92662-15a0-4c91-b6ee-b7cb9c28ef24> [30.05.14]

⁷⁷ Instituto del Crédito Oficial (2014) Nota de prensa 21 de Febrero 2014. “El Fondo de fondos del ICO, Fond-ICO Global abre la segunda convocatoria de selección de ocho nuevos fondos de capital riesgo”

sosteniendo las actividades económicas que contribuyen al crecimiento y a la mejora de la distribución de la riqueza nacional.

La institución fue fundada como Organismo Autónomo en el año 1971, cuya funcionalidad difería de la actual, pues en sus inicios coordinaba y controlaba la actividad de los diferentes bancos públicos existentes. En el año 1988 tras la aprobación de la Ley de Presupuestos Generales del Estado se convierte en una Sociedad Estatal asumiendo la titularidad de la Banca Pública Oficial⁷⁸. La reforma de 1991 implicó la creación de un *holding* público por el cual fueron agrupados los diferentes bancos públicos formando La Corporación Bancaria de España, progresivamente privatizada⁷⁹. Con la reforma de la Banca Pública, el ICO asume así su actual actividad como Banco Público de Inversión y Agencia Financiera del Estado. Así, es encargado de financiar directamente grandes proyectos tanto públicos como privados de inversión productiva, asumiendo el riesgo operacional. En otros casos, el ICO financia a pequeñas y medianas empresas y autónomos a través de líneas de mediación, mediante créditos concedidos a entidades bancarias privadas que actúan como intermediarios, asumiendo el riesgo de crédito.

Como Agencia Financiera del Estado, y según instrucción expresa del mismo, el ICO gestiona fondos destinados al fomento de la internacionalización y desarrollo, y se encarga de financiar situaciones graves de crisis económicas o catástrofes naturales.

11.2 CAPTACIÓN Y APLICACIÓN DE RECURSOS

Para poder llevar a cabo esta actividad crediticia haciendo frente a las necesidades de financiación, el ICO ha empleado en los últimos años un gran esfuerzo en la captación de recursos en los mercados de capitales. Durante el ejercicio 2013 se alcanzó una financiación a medio y largo plazo de 11.495 millones de euros, de los cuales el 8.362 millones fueron obtenidos a través de emisiones de bonos tanto en transacciones públicas como colocaciones privadas. El 27 por cien de financiación restante proviene de préstamos bilaterales de organismos multilaterales⁸⁰ e instituciones extranjeras análogas al ICO.

Dirigidos principalmente al mercado del euro, y tal y como se muestra en la gráfica 9, los inversores son en su mayoría gestoras de activo y entidades de crédito, quien han contribuido activamente en la aportación de recursos financieros, destacándose el incremento de

⁷⁸ La Banca Pública oficial estaba integrada en el año 1988 por el Banco de Crédito Industrial, Banco de Crédito Agrícola, Banco de Crédito Local y el Banco Hipotecario de España.

⁷⁹ La Corporación Bancaria de España, denominada posteriormente Argentaria, agrupaba al Banco Exterior de España, Caja Postal de Ahorros, Banco Hipotecario de España, Banco de Crédito Local, Banco de Crédito Agrícola y Banco de Alicante. Argentaria se fusionó en el año 1999 con el Banco Bilbao Vizcaya (BBV) y otras entidades, dando lugar al actual Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA).

⁸⁰ Los organismos multilaterales han sido e. Banco Europeo de Inversiones (BEI), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Banco del Consejo de Europa (CEB). Se destaca como institución extranjera análoga *Kreditanstalt Für Wiederaufbau – KfW*.

participación de las gestoras de activo y la disminución de financiación bancaria respecto al ejercicio anterior.

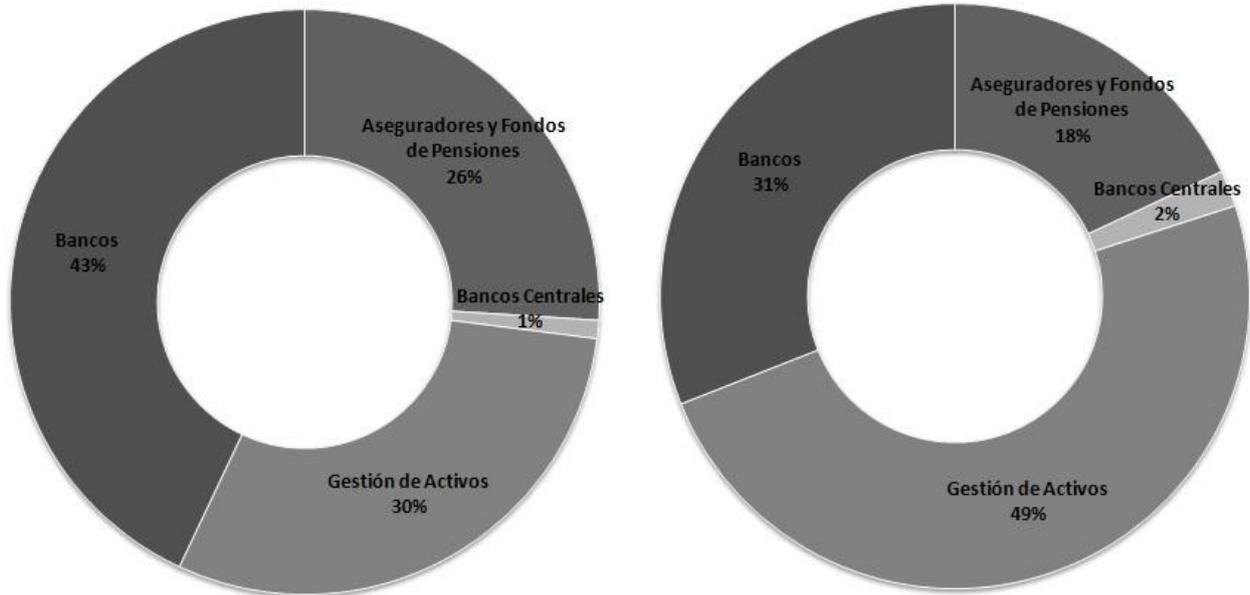


Gráfico 9. Captación de recursos según tipo de inversor
Gráficos mostrados consecutivamente el ejercicio 2012 y 2013
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

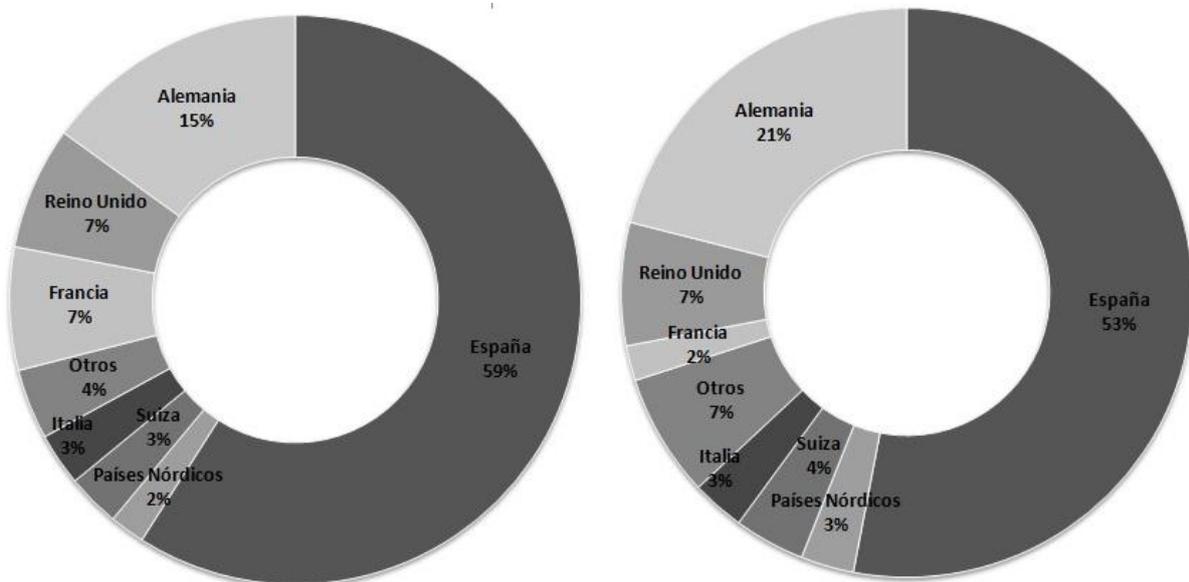


Gráfico 10. Captación de recursos según países
Gráficos mostrados consecutivamente,
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

Como se observa en la gráfica 10, gran parte de los inversores han sido extranjeros, especialmente en el año 2013, con un porcentaje del 47 por cien, destacándose los inversores alemanes (21 por cien) y británicos (7 por cien), reflejando así una recuperación en la confianza internacional en lo que respecta a la adquisición de activos españoles.

Tomándose como referencia los datos relativos al año 2012 y 2013, cuando los efectos de la crisis financiera se intensificaron en las economías avanzadas⁸¹, se analiza a continuación la actividad crediticia del ICO en respuesta a la necesidad de reactivación del flujo del crédito y de liquidez para impulsar la economía.

El ICO formalizó así durante el ejercicio un total de 27.309 millones de euros de préstamos, suponiendo un incremento del 31 por ciento respecto al ejercicio 2011. Véase en la tabla y gráfica siguientes la evolución operativa, desglosada por tipología de préstamos formalizados. El total de préstamos formalizados comprende así tanto los créditos aportados directamente por la institución, por los que la misma asume el riesgo de la operación, como los préstamos de mediación, líneas de financiación distribuidas a través de diversos fondos dirigidos principalmente a autónomos y pequeñas y medianas empresas⁸² con objeto de reactivar la actividad económica.

	Préstamos directos	Préstamos de mediación	Préstamos formalizados
2005	4.173	5.592	9.765
2006	5.089	8.960	14.049
2007	5.986	9.532	15.518
2008	5.747	8.653	14.400
2009	2.654	15.155	17.809
2010	3.705	19.619	23.324
2011	4.875	16.043	20.918
2012	15.798	11.511	27.309
2013	1.256	13.884	15.140

Tabla 12. Préstamos formalizados hasta 2013 (en millones de euros)
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

⁸¹ Según los datos publicados en la página web del Banco de España <www.bde.es>, el PIB Real español se redujo un 1,4 por cien en el año 2012 respecto al periodo anterior.

⁸² Los fondos del ICO distribuidos mediante el sistema de mediación supusieron un total de 13.884 millones de euros en el año 2013, que permitieron conceder créditos a un total de 190.000 autónomos y pequeñas y medianas empresas nacionales.

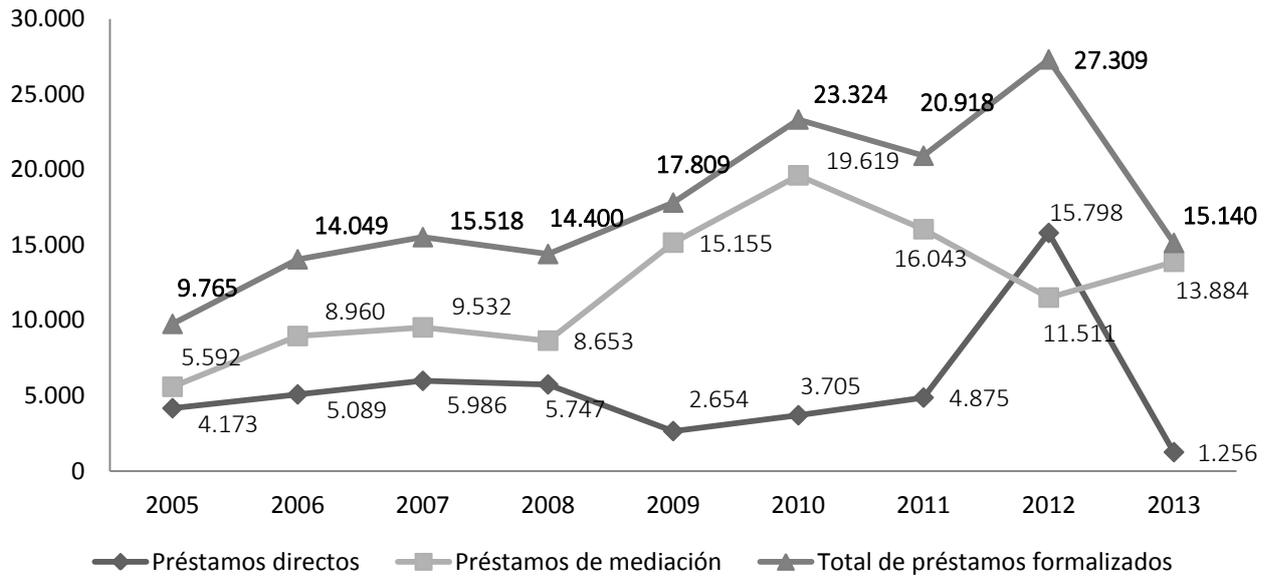


Gráfico 11. Evolución de los préstamos formalizados (en millones de euros)
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

A continuación se detallan los préstamos formalizados de estos tres últimos ejercicios de referencia con el fin de analizar la evolución y composición de las diferentes partidas incluidas en el cómputo total:

	Préstamos directos (en millones de euros)	Préstamos de mediación (en millones de euros)	Préstamos formalizados (en millones de euros)
2011	4.875 (23,31%)	16.043 (76,70%)	20.918
2012	15.798 (57,85%)	11.511 (42,15%)	27.309
2013	1.256 (12,05%)	13.884 (90,46%)	15.140

Tabla 13. Composición del total de préstamos formalizados (en millones de euros y porcentaje)
Fuente: Elaboración propia

Se refleja que, pese al aumento en la formalización total de préstamos en el ejercicio 2012 respecto al ejercicio anterior, en el año 2013 el total de operaciones formalizadas ha disminuido un 55 por cien, debido a la reducción significativa de los préstamos directos emitidos, un 92 por cien inferior.

Mediante los préstamos directos el Instituto financia grandes proyectos públicos o privados de inversión productiva. En el año 2012 se destaca como operación financiera directa principal su contribución al Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores formalizado, por el cual la institución participó con el 23,3 por cien del total de la suscripción del préstamo sindicado, cuyo importe total fue de 30.000 millones de euros. El total de los préstamos directos del año 2012 se detalla en la tabla 14.

	Importe (en millones de euros)
Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores	6.387
Fondo para el vencimiento de la deuda financiera autonómica	5.397
Préstamos a grandes empresas	1.074
Créditos para fondos de titularización	2.825
Financiación extraordinaria (terremoto Lorca 2012)	115
Total	15.798

Tabla 14. Operaciones directas formalizadas por el ICO en 2012
Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, en el año 2013 estas operaciones directas se han basado en la financiación de grandes proyectos de inversión de empresas españolas a través de préstamos y avales (803 millones de euros), destacándose el transporte y la energía como el sector con mayores operaciones directas formalizadas. El resto fue destinado al pago de obligaciones pendientes con proveedores de las Administraciones Públicas Territoriales españolas a través del Fondo de Financiación de Pago a Proveedores:

	Importe (millones de euros)
Financiación Pago a Proveedores	450
Préstamos de grandes empresas	806
Total	1.256

Tabla 15. Operaciones directas formalizadas por el ICO en 2013
Fuente: Elaboración propia

Se ha confirmado que la utilización de la red de oficinas de las entidades de crédito es la fórmula más eficiente para distribuir la financiación entre los autónomos y las pequeñas y medianas empresas⁸³. Este es el motivo por el cual estas líneas de financiación presentan un alto porcentaje del total de los préstamos otorgados (90,46 por cien), habiéndose incrementado un 21 por cien respecto al ejercicio anterior.

En el año 2012 mediante los préstamos distribuidos en el año 2012 a través de sistemas de mediación, se concedieron créditos por un total de 11.511 millones de euros a 162.075 autónomos y pequeñas y medianas empresas. A continuación se detalla el número de créditos otorgados a cada línea de financiación mediante las diferentes entidades bancarias colaboradoras⁸⁴. Como se observa, el mayor número de préstamos se formalizó a través de la

⁸³ INSTITUTO DEL CRÉDITO OFICIAL (ICO) (2014). "Informe Anual ICO 2013" [en línea] ico.es <http://www.ico.es/documents/19/192733/IA-2013/01f92662-15a0-4c91-b6ee-b7cb9c28ef24> [30.05.14]

⁸⁴ El ICO firma anualmente los convenios de colaboración con las diferentes entidades que intermediarán en el proceso de financiación.

línea ICO – Liquidez, destinada a autónomos y Entidades Públicas y Privadas⁸⁵ para poder hacer frente al pago de los gastos corrientes tales como nóminas, compra de mercancía a proveedores y reestructuración de pasivo.

	Importe Préstamos (en millones de euros)	Nº Operaciones
ICO - Liquidez 2012	6.775	89.741
ICO - Inversión 2012	4.175	65.728
ICO - Internacionalización 2012	231	462
ICO - Emprendedores 2012	141	4.261
Resto*	189	1.883
Total	11.511	162.075

Resto*	Importe Préstamos (en millones de euros)
ICO - ICAA 2012	9,45
ICO Garantía SGR	26,46
ICO Rehabilitación de Viviendas 2012	60,48
ICO - Emprendedores	81,27
Otras líneas	11,34

Tabla 16. Préstamos de mediación formalizados en 2012 según líneas
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

El importe total dispuesto en el año 2013 ha presentado un incremento del 21 por cien respecto al periodo anterior, con una cuantía de 13.884 millones de euros, materializándose en 190.168 operaciones de crédito, que, en comparación las formalizadas en el ejercicio 2012, representan un 17 por cien superior. Del total de préstamos de mediación, 277 millones de euros se han destinado a financiar compañías internacionales y 12.208 millones de euros han sido destinados a la financiación de autónomos y empresas españolas para llevar a cabo sus inversiones nacionales y cubrir sus necesidades de liquidez, a través de la línea ICO –Empresas y Emprendedores 2013:

	Importe Préstamos (millones de euros)	Nº Operaciones
ICO - Empresas y Emprendedores 2013	12.114	175.140
ICO-Garantía SGR 2013	72	665
ICO - ICAA, ICO Comercio Minorista e ICO Bonos y	22	446

⁸⁵ Empresas, Fundaciones, ONGs, Administración Pública, Ayuntamientos y Entidades Locales.

Pagarés 2013		
ICO - Internacional 2013	277	773
ICO - Exportadores 2013	1.398	13.125
ICO -Fomit 2011/12 e ICO Catástrofes Naturales	1	19
Total	13.884	190.168

Tabla 17. Préstamos de mediación formalizados según líneas
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

11.3 PARTIDAS CONTABLES RELEVANTES

En este epígrafe se resumen algunas partidas contables de relevancia para el análisis de actuación del Instituto del Crédito Oficial. En la tabla 18 se muestra el balance consolidado⁸⁶ resumido.

BALANCE DE SITUACION (en millones de euros y porcentajes)

	31/12/2013	31/12/2012	Variación Anual	
			Absoluta	En %
Caja y Depósitos en Bancos Centrales	18,00	284,00	-266	-93,66
Cartera de Negociación	401,00	555,00	-154	-27,75
Activos Financieros Disponibles para la Venta	1.105,00	202,00	903	447,03
Inversiones Crediticias	78.096,00	91.132,00	-13.036	-14,30
Cartera de Inversión a Vencimiento	20.661,00	19.440,00	1.221	6,28
Derivados de Cobertura	1.509,00	3.019,00	-1.510	-50,02
Activos no Corrientes en Venta	0,00	1,00	-1	-100,00
Participaciones	44,00	47,00	-3	-6,38
Activo Material e Intangible	104,00	106,00	-2	-1,89
Otros activos	265,00	444,00	-179	-40,32
TOTAL ACTIVO	102.203,00	115.230,00	-13.027	-11,31
Fondos Propios	4.520,00	4.069,00	451	11,08
Ajustes por Valoración	-54,00	70,00	-124	-177,14
TOTAL PATRIMONIO NETO	4.466,00	4.139,00	327	7,90
Cartera de Negociación	398,00	553,00	-155	-28,03
Pasivos Financieros a Coste Amortizado	96.669,00	109.583,00	-12.914	-11,78
Derivados de Cobertura	354,00	338,00	16	4,73
Provisiones	285,00	305,00	-20	-6,56
Otros Pasivos	31,00	312,00	-281	-90,06
TOTAL PASIVO	97.737,00	111.091,00	-13.354	-131,70
TOTAL PN Y PASIVO	102.203,00	115.230,00	-13.027	-11,31

Tabla 18. Balance consolidado resumido del ICO a 31/12/2013
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

⁸⁶ Los datos hacen referencia al grupo consolidado en tanto que el ICO participa en el accionariado de diversas compañías, detalladas en la página 67.

Como se observa en el mismo, uno de los datos más significativos es la disminución experimentada en el tamaño del balance, pues ha supuesto una reducción porcentual del 11.3 por cien respecto al ejercicio anterior. Tal y como justifica el presidente de la institución, Román Escolano, en el informe anual (2013), este descenso contable es “debido principalmente a la amortización de líneas de crédito a Fondos de Titulización”, donde el ICO ha participado con el fin de aportar liquidez a las pequeñas y medianas compañías integrantes.

Pese esta disminución, la mayor participación del ICO en la actividad crediticia ha permitido multiplicar el balance de situación por cuatro desde el año 2005 (26.956 millones de euros). Como consecuencia, en el año 2013 el activo del ICO representa un 3.5 por cien del total del sistema financiero español, calificándola como la séptima entidad española de crédito en lo que respecta al volumen de activos.

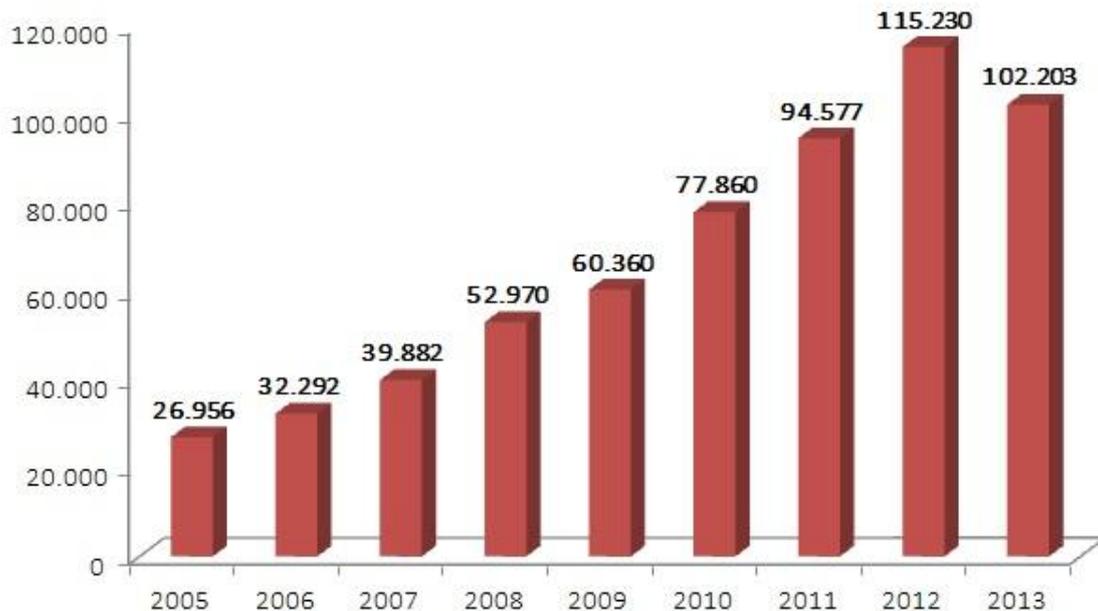


Gráfico 12. Evolución del activo del ICO desde 2005
(en millones de euros)

Fuente: Elaboración propia

Esta tendencia alcista ha implicado durante estos últimos años el incremento tanto de los recursos ajenos como de los recursos propios. Los recursos ajenos incrementaron en el año 2013 un 23 por cien en relación al ejercicio anterior, aproximándose a 110.000 millones de euros, de los cuales 95.700 millones de euros correspondían a pasivos de medio y corto plazo. Al cierre del ejercicio del 2013 los recursos ajenos han supuesto un total de 96.669 millones de euros, representando el 67 por cien las emisiones de bonos.

Respecto los recursos propios⁸⁷, se incrementaron en el 2012 un 17 por cien, ascendiendo el total de Patrimonio y Reservas a 4.009 millones de euros, cifra que aumentó respecto al ejercicio 2011 debido principalmente a la aportación de capital de 530 millones de euros con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. Lo mismo ocurre en el año 2013, suponiendo los fondos propios 4.520 millones de euros, procedentes principalmente de capital y reservas de propia generación, pues como muestra la tabla 19, los beneficios del ejercicio del año 2012 ascendieron a un total de 60 millones de euros.

CUENTA DE RESULTADOS POR MÁRGENES (en millones de euros y porcentajes)

	31/12/2013	31/12/2012	Variación Interanual	
			Absoluta	En %
Productos financieros	2.945,50	3.470,70	-525	-15,13
Costes financieros	-2.218,30	-2.710,80	493	-18,17
Margen de intereses	727,20	759,90	-33	-4,30
Otros productos y costes ordinarios	89,30	40,90	48	118,34
Margen Bruto	816,50	800,80	16	1,96
Gastos de Personal	-18,40	-17,20	-1	6,98
Gastos Generales	-12,70	-13,20	1	-3,79
Amortizaciones	-6,00	-7,40	1	-18,92
Pérdidas por deterioro y dotaciones	-665,30	-678,30	13	-1,92
Resultado actividades explotación	114,10	84,70	29	34,71
Pérdidas por deterioro del resto de act.	-13,40	-0,90	-13	1.388,89
Otras ganancias y pérdidas	0,30	0,20	0	50,00
Beneficio antes de impuestos	101,00	84,00	17	20,24
Impuesto sobre beneficios	-29,80	-24,00	-6	24,17
Resultado del periodo	71,20	60,00	11	18,67

Tabla 19. Cuenta de resultados del ICO por márgenes consolidada a 31/12/2013
Fuente: Instituto del Crédito Oficial

Pese la disminución de los productos financieros debido principalmente a la reducción en las operaciones crediticias directas, los menores costes financieros y el resultado favorable de las operaciones financieras ha permitido incrementar el margen bruto un 2 por cien respecto al ejercicio 2012. Además, continuando con la política de contención de gasto ya iniciada en previos ejercicios, durante el año 2012 se han reducido los gastos de explotación un 2 por cien. Como consecuencia, tal y como se observa en la tabla anterior, el beneficio del periodo en el año 2013 es de 71,2 millones de euros, suponiendo una variación interanual del 18,7 por cien.

⁸⁷ Los recursos propios no incluyen instrumentos híbridos de deuda como participaciones preferentes y deuda subordinada.

11.4 PARTICIPACIÓN DEL ICO EN OTRAS SOCIEDADES

Bajo el objeto de apoyar la financiación de compañías españolas y canalizar el crédito de las mismas, el ICO participa en el accionariado de estas cuatro sociedades:

	% de participación 31/12/2013	% de participación 31/12/2012	Valor de la participación 31/12/13	Valor de la participación 31/12/12
CERSA, Compañía Española de Reafinanciamiento, SA	24,15%	24,15%	34.039	34.038
COFIDES, Compañía Española de Financiación del Desarrollo, SA	20,31%	25,25%	8.465	10.525
EFC2E Gestión SL	50,00%	50,00%	2	2
Total Entidades Asociadas			42.506	44.565
Axis Participaciones Empresariales Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, SA	100,00%	100,00%	1.940	1.940
Total Entidades Dependientes			1.940	1.940

Tabla 20. Entidades asociadas y dependientes del ICO
(en porcentaje y millones de euros)
Fuente: Elaboración propia

A continuación se muestran algunas de las partidas contables de estas empresas participadas, comparando su variación respecto al ejercicio anterior.

CERSA, Compañía Española de Refinanciamiento, SA	2013	2012
Activo	381.176	395.546
Patrimonio Neto	216.432	229.270

COFIDES, Compañía Española de Financiación del Desarrollo, SA	2013	2012
Activo	99.142	88.442
Patrimonio Neto	94.520	82.018
Resultado	13.677	8.300

EFC2E Gestión SL	2013	2012
Activo	564	718
Patrimonio Neto	293	261
Resultado	32	257

Axis Participaciones Empresariales Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, SA	2013	2012
Activo	17.271	12.708
Patrimonio Neto	16.859	12.502
Resultado	5.015	1.833

Tabla 21. Variaciones contables de las entidades asociadas y dependientes del ICO
(en millones de euros)
Fuente: Elaboración propia

El mayor incremento contable respecto el año 2012 se ha reflejado en la sociedad Axis Participaciones Empresariales SGEGR, la gestora de capital riesgo filial del Instituto del Crédito Oficial, quien posee el 100 por cien del capital. El activo, el patrimonio neto y el resultado del ejercicio han experimentado así un aumento del 35,9 por cien, 34,85 por cien y 173 por cien respectivamente.

Debido a la actuación estratégica que el Instituto del Crédito Oficial ha realizado a través de Axis Participaciones Empresariales mediante la creación del primer “Fondo de Fondos” de capital público español, las páginas siguientes se focalizan en esta sociedad gestora así como en el FOND-ICO Global con el fin de anticipar su repercusión.

12. AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES S.G.E.C.R., S.A.

En el año 1986 se inscribe en la Comisión Nacional del Mercado de Valores la primera Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (S.G.E.C.R.) bajo un carácter unipersonal. El único accionista es el Instituto del Crédito Oficial (ICO)⁸⁸, quien es el propietario del 100 por cien del

⁸⁸ AXIS esta está incluida en el Grupo consolidable del Instituto del Crédito Oficial al ser el mismo el accionista único de la Sociedad desde el año 1993, coincidiendo con la privatización de la Banca Pública.

capital social de la Axis desde el 28 de Junio de 2002, fecha en la que adquirió la totalidad de las acciones a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)⁸⁹.

Axis Participaciones Empresariales S.G.E.C.R, S.A⁹⁰ (en adelante Axis) nace por iniciativa de la Banca Oficial con el propósito de impulsar el mercado de capital riesgo en el territorio español y fomentar el tejido empresarial y la creación de empleo. Como gestora, el principal objeto social de la sociedad es la administración y gestión de fondos de Capital Riesgo y de activos de Sociedades de Capital Riesgo, poniendo a disposición de las empresas instrumentos de capital para financiar y consolidar su crecimiento, manteniendo el equilibrio financiero de los fondos que gestiona para poder lograr dichos fines.

Desde su constitución, se destacan los siguientes acontecimientos:

3 de Junio de 1986	Constitución de la "Sociedad Gestora de Fomento Empresarial S.A."
17 de Diciembre de 1992	Cambio de denominación a "Axis Participaciones Empresariales, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A."
17 de Mayo de 1993	Inscripción del FOND-ICO Pyme en el registro de la C.N.M.V.
20 de Noviembre de 2006	Inscripción en el RM de la adaptación de sus Estatutos a la Ley 25/2005 de 24 de Noviembre reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras
14 de Septiembre de 2010	Inscripción en el RM de la ampliación del plazo del FOND-ICO Pyme
25 de Febrero de 2011	Inscripción del FOND-ICO Infraestructuras en el registro de la C.N.M.V.
27 de Mayo de 2013	Inscripción del FOND-ICO Global en el registro administrativo de la C.N.M.V.

Tabla 22. Calendario histórico desde la creación de AXIS S.G.C.R.S.A.
Fuente: *Elaboración propia*

⁸⁹ Entidad pública española adscrita al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas de España desde el 10 de enero de 1996, cuya actividad se ajusta al ordenamiento jurídico privado, gestionando a su vez las participaciones de titularidad pública.

⁹⁰ La Sociedad se encuentra inscrita en el Registro Administrativo de Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V) con el número 1. La compañía desarrolla toda su actividad en el territorio nacional.

12.1 CÓDIGO DE CONDUCTA

El 24 de abril del año 2012 se establece un nuevo Código de Conducta de Axis dada la condición pública de la compañía, asumiendo así una especial responsabilidad y obligaciones específicas frente los ciudadanos, la propia Administración y las necesidades del Servicio Público. Es por dicho motivo por el cual debe mostrar un estricto cumplimiento del Código⁹¹, aplicando los principios éticos básicos a los negocios y actividades de Axis y a las pautas de conducta profesional de sus empleados tanto en las relaciones con otros empleados y directivos como en el trato con clientes, proveedores y terceros implicados.

Los principios de actuación que se destacan según la normativa presentada en el ANEXO III son:

- Independencia y Objetividad
- Integridad
- Lealtad Profesional
- Cooperación
- No discriminación
- Conciliación de trabajo y vida personal
- Formación
- Protección del Medio Ambiente
- Confidencialidad y Secreto Profesional

12.2 FUNCIONES

Axis, como sociedad gestora de entidades de capital-riesgo, actuará en interés del Instituto del Crédito Oficial en las inversiones y patrimonios que gestionen, ajustándose a las disposiciones de la ley 25/2005 reguladora de entidades de capital riesgo y sociedades gestoras. Serán por tanto responsables frente a los accionistas de los perjuicios causados por el incumplimiento de la misma Ley.

Tal y como indica la misma, las funciones a desempeñar son las siguientes:

- a) Redacción del reglamento de gestión de los fondos.
- b) Llevanza de la contabilidad de los fondos de capital-riesgo y de los activos de las sociedades de capital-riesgo, con separación de la suya propia.
- c) Determinación del valor de las participaciones y acciones conforme al régimen establecido en el reglamento de gestión.
- d) Emisión de certificados de participaciones y demás documentos previstos en la presente Ley.

⁹¹ CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE AXIS (2012) “Código de Conducta de AXIS Participaciones Empresariales SGEGR, S.A.U” [en línea] axispart.com, <<http://www.axispart.com/wp-content/uploads/2011/pdf/Codigo.pdf>>

- e) Distribución de resultados del ejercicio.
- f) Establecimiento de los criterios de inversión.
- g) Designación de las personas que participarán en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.
- h) Determinación de los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero

12.3 FONDOS GESTIONADOS

La administración y gestión de Fondos y de Activos de Sociedades de Capital Riesgo es el principal objeto social de Axis, quien desde el inicio de su actividad y apoyado por el Acuerdo Económico Social ha gestionado fondos con el fin de fomentar el tejido empresarial y la creación de empleo.

Durante el ejercicio 2013 la compañía se ha centrado en la gestión de los fondos que se enumeran a continuación, tomando así participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria no cotizadas en el momento de la participación en el primer mercado de la bolsa de valores.

- FOND – ICO Pyme, FCR

Fondo de Capital Riesgo de Régimen Simplificado cuya constitución en el Registro Mercantil data el 17 de mayo de 1993. La duración inicial establecida fue de 15 años prorrogables, habiéndose ampliado hasta mayo de 2022 conforme al Consejo de Administración. A través de dicha participación temporal Axis pretende, mediante financiación y visión a largo plazo de los negocios, apoyar a las empresas en sus planes de expansión, así como consolidar las empresas de reciente constitución adquiriendo activos e incorporando actividades de innovación para promover a su vez la internacionalización.

Actualmente mantiene una cartera de 26 compañías, suponiendo un total invertido de 40 millones de euros en capital y 45 millones de euros en préstamos participativos⁹², además de 20 participaciones en otras entidades de capital riesgo (26 millones de euros).

El 70 por cien de la cartera ha recibido entre 1,5 millones de euros a 15 millones de euros, considerándose este rango de inversión ‘capital inversión’. El 30 por cien restante se incluye en los ‘primeros estadios’, recibiendo financiación entre 0.75 millones de euros y 1.5 millones. De este porcentaje, el 20 por cien ha sido gestionado a través de otras entidades en calidad de co-inversión junto con otros fondos especialistas, siempre considerándose minoría del capital.

- FOND – ICO Infraestructuras, FCR

⁹² La inversión en capital supone un periodo medio de 5 años, mientras que los préstamos participativos implican hasta 7 años con dos de carencia.

Fondo de Capital Riesgo de Régimen Simplificado inscrito en el registro administrativo de la C.N.M.V el 25 de febrero de 2011, dando inicio así a sus operaciones y estableciendo una duración total del fondo de veinte años desde la fecha, pudiéndose prorrogar en cinco periodos bajo decisión de la Sociedad Gestora y previa comunicación al C.N.M.V.

El objetivo del fondo es, en este caso, financiar proyectos de infraestructura llevados a cabo principalmente en España⁹³, apoyando a su vez a empresas españolas fuera del país a través de participaciones minoritarias⁹⁴ desde 10 millones de euros hasta 60 millones de euros con un plazo máximo de 20 años mediante capital, deuda subordinada, y préstamos participativos.

- FOND – ICO Global, FCR

Fondo de Capital Riesgo de Régimen Simplificado inscrito en el registro administrativo de la C.N.M.V el 24 de mayo de 2013, bajo el objeto de invertir en fondos gestionados por gestores privados que inviertan en pequeñas y medianas empresas españolas en cualquier fase de crecimiento durante cuatro años con posibilidad de renovación.

Se estima que a través de FOND-ICO Global se crearán más de 40 fondos de capital riesgo que servirán como catalizador, movilizand recursos por importe superior a 3.000 millones de euros.

12.4 ANÁLISIS CONTABLE

Se estudia a continuación la evolución de Axis desglosando las partidas contables más significativas. Los datos han sido obtenidos a través de los estados contables publicados en el informe de auditoría del ejercicio 2013 llevado a cabo por la auditora Ernst & Young⁹⁵. El balance de situación y la cuenta de resultados a final del ejercicio 2013 y 2012 nos muestran la siguiente información⁹⁶:

⁹³ Los sectores objetivo del FOND ICOinfraestructuras son el sector del transporte (carreteras, autovías/autopistas, infraestructura ferroviaria), la energía (infraestructura de generación, transmisión) y la infraestructura social (salud, educación, justicia, etc.)

⁹⁴ Desde el 10 por cien al 49 por cien sobre el total de los Fondos Propios de la sociedad invertida.

⁹⁵ ERNST & YOUNG S.L. (2014) "Informe de Auditoría. Cuentas Anuales e Informe de Gestión correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2013". [en línea] axispart.com, <http://www.axispart.com/wp-content/uploads/2011/06/Cuentas_Anuales_ejercicio%202010_Axis.pdf>

⁹⁶ El Balance de Situación, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto se encuentran adjuntados en el ANEXO I.

BALANCE DE SITUACIÓN AL 31/12/XX (en euros)

ACTIVO	2013	2012
Tesorería	704.030,34	890.710,87
ICO	579.608,68	715.882,22
Bancos y otras instituciones financieras	123.221,66	173.628,65
Caja	1.200,00	1.200,00
Cartera de negociación	0,00	0,00
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	0,00	0,00
Activos financieros disponibles para la venta	0,00	0,00
Inversiones crediticias	16.015.220,98	11.174.651,18
Créditos a intermediarios financieros	15.018.112,54	10.532.213,35
Crédito a particulares	997.108,44	642.437,83
Otros activos financieros	0,00	0,00
Cartera de inversión a vencimiento	0,00	0,00
Derivados de cobertura	0,00	0,00
Activos no corrientes en venta	0,00	0,00
Participaciones	0,00	0,00
Contratos de seguros vinculados a pensiones	0,00	0,00
Activo material	57.795,40	95.747,50
Equipos informáticos	41.791,66	46.573,40
Mobiliario	321.037,45	328.047,45
Amortización acumulada del inmovilizado material	-305.033,71	-278.873,35
Activo intangible	43.768,10	59.053,27
Fondo de comercio	30.598,10	44.720,30
Otro activo intangible	13.170,00	14.332,97
Activos fiscales diferidos	67.099,28	48.162,80
Gastos anticipados	16.395,76	11.066,65
Otros	50.703,52	37.096,15
TOTAL ACTIVO	16.887.914,10	12.268.325,62
PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2013	2012
Cartera de negociación	0,00	0,00
Otros pasivos a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	0,00	0,00
Pasivos financieros a coste amortizado	378.135,89	253.927,74
Deudas con intermediarios financieros	0,00	0,00
Deudas con particulares	378.135,89	253.927,74
Acredores por prestación de servicios	166.770,34	161.830,41
Remuneraciones pendientes de pago	92.421,26	92.097,33
Acredores empresas del Grupo	118.944,29	0,00
Empréstitos y pasivos subordinados	0,00	0,00
Otros pasivos financieros	0,00	0,00

Derivados de cobertura	0,00	0,00
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	0,00	0,00
Provisiones	43.900,00	43.900,00
Fondos para pensiones y obligaciones similares	0,00	0,00
Provisiones para impuestos y otras contingencias legales	0,00	0,00
Otras provisiones	43.900,00	43.900,00
Pasivos fiscales corrientes	1.168.259,95	126.648,42
TOTAL PASIVO	1.590.295,84	424.476,16
<i>FONDOS PROPIOS</i>	<i>15.297.618,24</i>	<i>11.843.849,46</i>
Capital escriturado	601.010,00	601.010,00
Prima de emisión	0,00	0,00
Reservas	11.242.839,46	10.068.237,74
Reserva legal	120.202,42	120.202,42
Reserva voluntaria	11.122.637,04	9.948.035,32
Otros instrumentos de capital	0,00	0,00
Resultado del ejercicio	3.453.768,78	1.174.601,72
<i>AJUSTES POR VALORACION</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Activos financieros disponibles para la venta	0,00	0,00
Coberturas de los flujos de efectivo	0,00	0,00
Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero	0,00	0,00
Diferencias de cambio	0,00	0,00
Resto de ajustes por valoración	0,00	0,00
TOTAL PATRIMONIO NETO	15.297.618,24	11.843.849,46
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	16.887.914,08	12.268.325,62

Tabla 23. Balance contable de AXIS a 31/12/2013 y 31/12/2013

Fuente: www.axispart.com

Como se observa, el balance de Axis ha experimentado un crecimiento significativo respecto al ejercicio 2012. Considerando los datos obtenidos de la base de datos SABI, se verifica el desarrollo de la compañía que ha tenido lugar estos últimos siete años:

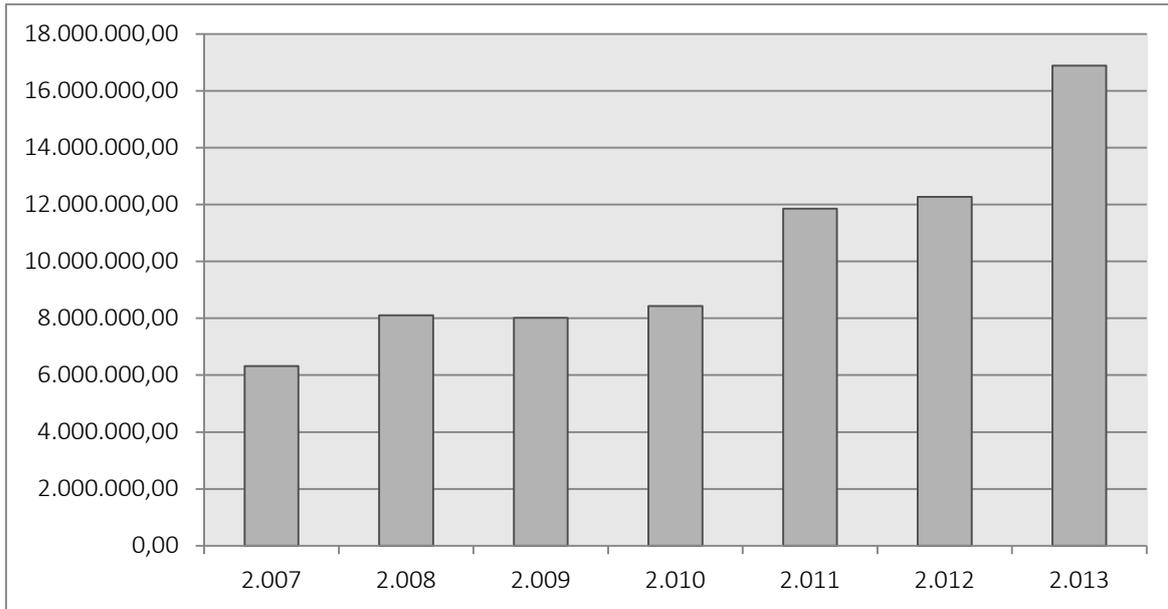


Gráfico 13. Evolución del activo de AXIS
(en euros)

Fuente: *Elaboración propia*

El activo de la Sociedad se ha visto incrementado un 37,65 por cien, principalmente por la mayor inversión crediticia llevada a cabo en el año 2013 con la introducción del FOND-ICO Global. Además, los préstamos concedidos a empleados han aumentado en un 55 por cien, en su mayor parte destinados a la adquisición de vivienda, con amortización mensual y vencimiento máximo hasta el año 2035, cuyos intereses fluctúan desde el 1,54 por cien hasta el 2,87 por cien, según la información aportada en el informe de auditoría del ejercicio 2013 elaborado por Ernst & Young.

	2.013	2.012	Variación (en %)
Inversiones crediticias	16.015.220,98	11.174.651,18	43,317
Créditos a intermediarios financieros	15.018.112,54	10.532.213,35	42,5922
Créditos a particulares	997.108,44	642.437,83	55,2069

Tabla 24. Detalle de las inversiones crediticias de AXIS
(en euros y porcentaje)

Fuente: *Elaboración propia*

Dicho incremento de 4.840.569 unidades monetarias implica que partidas que han disminuido respecto al periodo anterior, tales como la tesorería [-20,96 por cien], el activo material [-39,63 por cien] y el activo intangible [-25,88 por cien], no intercedan en la reducción del activo total en el año 2013.

En concordancia con el aumento del activo, la mayor inversión realizada enfocada principalmente a la gestión del nuevo fondo de fondos de capital riesgo creado durante el ejercicio, ha repercutido en el incremento de los ingresos percibidos y como consecuencia en el

resultado del ejercicio y su correspondiente contribución fiscal, aumentando los pasivos fiscales corrientes en un 822,44 por cien:

SITUACIÓN FISCAL	2.013	2.012	Variación (en %)
<i>Activos fiscales - Corrientes</i>	0,00	1.162,97	
Hacienda Pública deudora por IVA	0,00	1.162,97	
<i>Activos fiscales - Diferidos</i>	13.170,00	13.170,00	
TOTAL ACTIVOS FISCALES	13.170,00	14.332,97	-8,11
<i>Pasivos fiscales - Corrientes</i>	1.168.259,95	126.648,42	
Hacienda Pública acreedora por IVA	6.210,71	4.634,23	
Hacienda Pública acreedora por retenciones practicadas	61.919,04	44.230,67	
Hacienda Pública acreedora por Impuesto de Sociedades	1.084.071,11	62.526,64	
Organismos de la SS acreedores	16.059,09	15.256,88	
TOTAL PASIVOS FISCALES	1.168.259,95	126.648,42	822,44

Tabla 25. Detalle de la situación fiscal de AXIS
(en euros y porcentaje)
Fuente: *Elaboración propia*

En lo que respecta al Patrimonio Neto, el balance ha incrementado debido al resultado del ejercicio 2013, detallado en la cuenta de pérdidas y ganancias adjunta. El desglose de los fondos propios es el siguiente:

FONDOS PROPIOS	2013	2012	Variación (en %)
Capital escriturado	601.010,00	601.010,00	-
Prima de emisión	0,00	0,00	-
Reservas	11.242.839,46	10.068.237,74	11,666
Reserva legal	120.202,42	120.202,42	-
Reserva voluntaria	11.122.637,04	9.948.035,32	11,807
Otros instrumentos de capital	0,00	0,00	-
Resultado del ejercicio	3.453.768,78	1.174.601,72	194,037
TOTAL	15.297.618,24	11.843.849,46	29,161

Tabla 26. Detalle de los fondos propios de AXIS
(en euros y porcentaje)
Fuente: *Elaboración propia*

El resultado del ejercicio del año 2012 fue distribuido en su totalidad como reserva voluntaria. Al 31 de diciembre de 2013 y 2012 el capital social está compuesto por 1.000 acciones nominativas ordinarias de 601.01 euros de valor nominal cada una, totalmente suscritas y desembolsadas. Tal y como se ha nombrado con anterioridad, es el Instituto del Crédito Oficial (ICO) el propietario del 100 por cien de las acciones de la compañía desde el 28 de Junio de 2002, tras haber adquirido en esa fecha las 150 acciones de la Sociedad que hasta ese momento eran propiedad de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS AL 31/12/XX (en EUR)

	2013	2012
Intereses y rendimientos asimilados	166.652,27	190.458,70
Depósitos a plazo	108.741,14	171.332,91
Adquisición temporal de activos	0,00	0,00
Cuentas corrientes	723,53	3.996,41
Otros	57.187,60	15.129,38
Intereses y cargas asimiladas	0,00	0,00
MARGEN DE INTERESES	166.652,27	190.458,70
Rendimiento de instrumentos de capital	0,00	
Comisiones percibidas	6.876.073,13	3.368.963,90
Comisión de gestión y éxito de Fondos de Capital Riesgo	6.817.922,93	3.335.231,54
Servicios de asesoramiento	58.150,20	33.732,36
Comisiones pagadas		
Resultado de operaciones financieras (neto)		
Diferencias de cambio		
Otros productos de explotación	78.085,48	233,06
Otros cargos de explotación	-20.320,86	-389,29
MARGEN BRUTO	7.100.490,02	3.559.266,37
Gastos de personal	-980.889,73	-939.931,05
Gastos generales	-1.171.678,30	-892.086,29
Amortización	-49.712,64	-50.754,47
Dotaciones a provisiones (neto)	0,00	0,00
Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	24.325,54	2.855,54
Inversión crediticia	24.325,54	2.855,54
Otros instrumentos financieros no valorados a VR	0,00	0,00
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	4.922.534,89	1.679.350,10
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)	-2.361,66	-1.368,72
Inmovilizado material	-2.361,66	-1.368,72
Activos intangibles	0,00	0,00
Resto	0,00	0,00
Ganancias/Pérdidas baja de activos no corrientes en venta	0,00	0,00
Diferencia negativa en combinación de negocios	0,00	0,00
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	4.920.173,23	1.677.981,38
Impuesto sobre beneficios	-1.467.404,45	-503.379,66

RESULTADO DEL EJERCICIO POR OPERACIONES CONTINUADAS	3.452.768,78	1.174.601,72
Resultado de operaciones interrumpidas (neto)	0,00	0,00
RESULTADO DEL EJERCICIO	3.452.768,78	1.174.601,72

Tabla 27. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de AXIS
(en euros)

Fuente: *Elaboración propia*

La mayor actividad empresarial de Axis ha aumentado significativamente el margen de explotación, motivado principalmente por las comisiones percibidas en concepto de gestión y éxito de los fondos administrados:

COMISIONES DEVENGADAS	2013	2012
<i>FOND-ICOpyme, F.C.R. de Régimen Simplificado</i>	<i>2.168.607,87</i>	<i>2.332.491,82</i>
Comisión de gestión	2.118.644,88	2.332.491,82
Comisión de éxito	49.962,99	0,00
<i>FOND - ICOinfraestructuras, F.C.R de Régimen Simplificado</i>	<i>999.999,99</i>	<i>1.002.739,72</i>
Comisión de gestión	999.999,99	1.002.739,72
<i>FOND - ICOglobal, F.C.R de Régimen Simplificado</i>	<i>3.649.315,07</i>	<i>0,00</i>
Comisión de gestión	3.649.315,07	0,00
TOTAL	6.817.922,93⁹⁷	3.335.231,54

Tabla 28. Detalle de las comisiones devengadas de AXIS
(en euros)

Fuente: *Elaboración propia*

Este aumento del 104,42 por cien respecto al año 2012 ha sido la principal causa del incremento del resultado del ejercicio obtenido en el ejercicio 2013, ralentizado en su mayor parte por los gastos de personal y los gastos generales. Los primeros no han supuesto una gran variación respecto al periodo anterior, la plantilla de Axis se ha mantenido en ambos ejercicios, con un total de 14 empleados, de los cuales 7 son hombres y 7 son mujeres⁹⁸.

GASTOS DE PERSONAL	2013	2012	Variación (en %)
Sueldos, salarios y asimilados	760.562,14	725.940,90	4,77
Cargas sociales	155.381,54	151.121,19	2,82

⁹⁷ El total de las comisiones devengadas y pendientes de cobro al 31 de Diciembre de 2013 y 2012 ascendía respectivamente a 474.706,75 euros y 85.643,04 euros, importes incluidos en el saldo de la cuenta ‘Créditos a particulares’ del balance de situación.

⁹⁸ El Consejo de Administración al cierre del ejercicio 2013 está representado por un total de 9 personas [siete hombres y dos mujeres].

Gastos de formación	13.525,60	10.840,50	24,77
Otros	51.420,45	52.028,46	-1,17
TOTAL	980.889,73	939.931,05	4,36

Tabla 29. Detalle del gasto de personal de AXIS
(en euros y porcentaje)
Fuente: *Elaboración propia*

Los gastos generales reflejan una variación más significativa:

GASTOS GENERALES	2013	2012	Variación (en %)
Alquileres	103.050,08	101.620,58	1,41
Publicidad	63.392,59	18.611,16	240,62
Agua y Electricidad	6.038,65	7.123,13	-15,22
Reparaciones y Conservación	88.942,98	34.110,42	160,75
Gasto por sistemas informáticos	7.274,32	9.022,87	-19,38
Servicios profesionales independientes	765.331,54	568.738,47	34,57
Asesoramiento recibido	657.794,65	414.090,38	58,85
Otros	107.536,89	154.648,09	-30,46
Contribuciones e impuestos	4.349,63	4.236,65	2,67
Otros gastos generales ⁹⁹	133.298,51	148.623,01	-10,31
TOTAL	1.937.009,84	1.460.824,76	32,60

Tabla 30. Detalle de los gastos generales de AXIS
(en euros y porcentaje)
Fuente: *Elaboración propia*

Como se observa, tanto la publicidad como el asesoramiento recibido en las operaciones de inversión, desinversión y seguimiento de fondos a través de profesionales independientes son las partidas que más variación han experimentado respecto al año anterior debido a la gestión de nuevos fondos y su necesario asesoramiento adicional¹⁰⁰.

El resultado del ejercicio resultante en el año 2013 ha sido de 3.452.768,78 euros, un 193 por cien mayor que el resultado obtenido a cierre del ejercicio 2012 [1.174.601,72 euros].

⁹⁹ En la partida 'otros gastos generales' se incluyen los gastos de viaje de personal y las dietas y remuneraciones al Consejo de Administración.

¹⁰⁰ Axis ha contratado la sociedad Arcano Asesores Financieros S.L. como profesional independiente en lo que respecta al asesoramiento técnico del FOND-ICO Global.

Los datos del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias nos demuestran que el ICO ha continuado impulsando en 2013 los diferentes fondos en los que participa a través de Axis. El patrimonio gestionado de los mismos es el siguiente:

PATRIMONIO GESTIONADO	2013	2012
FOND-ICO Pyme, F.C.R. de Régimen Simplificado	122.005.460,36	122.005.460,36
FOND-ICO Infraestructuras, F.C.R de Régimen Simplificado	21.528.987,51	13.837.987,51
FOND-ICO Global, F.C.R de Régimen Simplificado	10.000.000,00	0,00
TOTAL	153.534.447,87	135.843.447,87

Tabla 31. Detalle del patrimonio gestionado de AXIS
(en euros)

Fuente: *Elaboración propia*

FOND-ICO Global ha sido creado en marzo de 2013, motivo por el cual en el ejercicio anterior carece de patrimonio gestionado. Es el primer fondo de fondos público creado en España, dotado con 1.200 millones de euros. El objetivo del mismo es la promoción de la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que prioritariamente realicen inversiones en empresas españolas en cualquier fase de desarrollo. Debido a la expectación que la iniciativa ha supuesto en el sector del capital riesgo y en el desarrollo económico, las páginas siguientes están focalizadas en el análisis del mismo y la repercusión que han implicado medidas análogas iniciadas en otros países.

13. COOPERACIÓN PÚBLICO PRIVADA

Tal y como se describe en el apartado 4, en España la actividad de Capital Riesgo se profesionalizó en el año 1972 con el fin de promover zonas económicas desfavorecidas y motivar el desarrollo industrial. Bajo este propósito se crearon diferentes sociedades a través de la iniciativa pública que tomaban participaciones minoritarias en empresas en fase de constitución para incentivar su crecimiento.

El mayor conocimiento de la actividad, la disponibilidad de recursos y la entrada a la Unión Europea movilizaron la iniciativa privada, limitándose el Sector Público a regular la actividad en el establecimiento y consolidación del marco legal necesario para su estimulación. Nacieron así las primeras regularizaciones del sector (Ley 1/1986, Ley 1/1999) que facilitaron la creación de Entidades de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras. No obstante, la crisis bursátil tecnológica del año 2.000 y la recesión mundial consolidada afectó a la expansión del sector, ralentizando su crecimiento y exigiendo la incorporación de nueva legislación. Aunque la Ley 25/2005 permitió estandarizar el mercado, la falta de inversión consecuente de la crisis económica del año 2007 ha retardado su desarrollo en comparación con otros países como EEUU, Inglaterra y Alemania.

Este retraso en el sector ha requerido la participación pública en la financiación de inversiones de capital riesgo. De este modo se pretende impulsar la inversión privada asumiendo el riesgo

financiero que la misma supone, sobrepasando las barreras del mercado en términos de desarrollo y financiación.

13.1 INTERVENCIÓN PÚBLICA EN ESTADOS UNIDOS

La administración pública de Estados Unidos en su propósito de facilitar recursos financieros a emprendedores y pequeñas y medianas empresas para estimular su viabilidad y fortalecer la economía nacional, crea en el año 1953 una agencia gubernamental denominada *Small Business Administration* (SBA). A través de dicha iniciativa las compañías participadas han obtenido garantías y préstamos con ventajosas condiciones para llevar a cabo su actividad.

Debido a la recesión económica, en el año 2008 la agencia constituye the *Small Business Investment Company program* (SBIC), un programa de inversión en fondos de capital riesgo dirigido a empresas estadounidenses con resultado después de impuestos inferior a 6 millones de dólares o compañías con menos de 500 trabajadores.

Tal y como afirma la administradora del SBA Karen Mills (2013)¹⁰¹, el programa SBIC trata de establecer un modelo de cooperación público-privada que permita acceder a la financiación para incentivar la inversión privada y reforzar la economía necesaria de capital.

Se muestra a continuación el impacto estimado de la inversión comprometida, según los datos publicados en la página web oficial de SBA:

Año	Inv. Comprometida (en \$)	Inv. Comprometida (en €, según T/C 19.08.14)	Puestos de trabajo creados
2009	\$788.000.000,00	589.820.359,28 €	28.000
2012	\$1.900.000.000,00	1.422.155.688,62 €	63.000

Tabla 32. Inversión comprometida y puestos de trabajo creados por el SBA en EEUU en 2009y 2012
Fuente: *Elaboración propia*

A continuación se muestran la inversión comprometida y la estimación de empleo generada desde el inicio del programa en el año 2008 hasta el año 2013:

Inv. Comprometida (en \$)	Inv. Comprometida (en €, según T/C 18.08.14)	Puestos de trabajo creados
\$7.500.000.000,00	5.613.772.455,09 €	160.000

Tabla 33. Inversión comprometida y puestos de trabajo creados por el SBA en EEUU desde 2008
Fuente: *Elaboración propia*

¹⁰¹ SMALL BUSINESS ADMINISTRATION (SBA) (2013) “Leading a revitalized small investment program” [en línea] washingtonpost.com [10.08.14]

Con esta información reflejada se puede concluir que, a través de esta iniciativa de inversión, en el mercado estadounidense se ha creado desde el año 2008 un puesto de trabajo cada aproximadamente 35.000,00 euros comprometidos.

13.2 INTERVENCIÓN PÚBLICA EN INGLATERRA

Principalmente desde el año 1999 el gobierno de Inglaterra mantiene un papel activo en la inversión en capital riesgo, tras identificar un fallo de mercado en la oferta de financiación a pequeñas y medianas empresas¹⁰² que impedía el desarrollo empresarial. Con el objeto de incentivar la inversión, el Departamento de Innovación Empresarial (*the Department for Business Innovation*) ha creado diversos fondos bajo un enfoque regional, entre los que se encuentran: *Enterprise Capital Funds*, *Early Growth Funds* y *UK Innovation Investmend Fund*.

Desde dicha fecha se han creado más de 150 fondos respaldados con financiación pública, con un compromiso de inversión total de 2,7 billones de libras (3.37 billones de euros (T/C GBP/EUR 18.08.14), de los cuales 1,1 billones de libras corresponden al capital público (1,37 billones de euros), 1,1 billones de libras al capital privado (1,37 billones de euros) y 0.5 billones de libras (0.6235 billones de euros)) al Fondo de Desarrollo Regional Europeo (*the European Regional Development Fund*).

13.3 INTERVENCIÓN PÚBLICA EN ISRAEL

El mercado de capital riesgo israelí es uno de los principales referentes de la economía española en estos términos de inversión. Según el informe anual publicado por ASCRI (2013), la inversión del mercado de capital riesgo en España es menos de 200 millones al año, mientras que la inversión en Israel es de dos mil millones al año. Como consecuencia, en Israel se invierten aproximadamente 150 dólares per cápita (112 euros según T/C 18.08.14) mientras que en España se invierten apenas dos dólares (1,49 euros)¹⁰³. El elevado gasto en Innovación y Desarrollo de Israel en porcentaje de su Producto Interior Bruto ha movilizó el emprendimiento y la inversión en pequeñas empresas tecnológicas en fase de crecimiento también conocidas como *startups*.

En el año 1985 se constituye *Athena Venture Partners*, dando comienzo en Israel la industria del capital riesgo. El escaso desarrollo del mercado contribuyó al diseño por parte del gobierno israelí de un programa de inversión público que impidiera que la financiación fuera un obstáculo para el desarrollo de las compañías recién iniciadas. Nace así el grupo Yozma en el año 1993, compañía pública que ha creado diversos fondos desde la fecha¹⁰⁴ que realizan inversiones

¹⁰² *Small and medium sized enterprises*, SMEs.

¹⁰³ ASOCIACION ESPAÑOLA DE CAPITAL RIESGO (ASCRI) (2013) “Informe Anual del capital Riesgo 2013” [en línea] [ascr.org, <http://www.ascr.org/informe_2013/es/>](http://www.ascr.org/informe_2013/es/) [05.02.14]

¹⁰⁴ Se crea *Yozma I* en el año 1993, *Yozma II* en el año 1998 y *Yozma III* en el año 2002.

directas en compañías tecnológicas en fase de crecimiento focalizadas en el mercado internacional.

Yozma es considerada la iniciativa pública con mayor éxito y repercusión en el mercado de capital riesgo de un país, contribuyendo a mejorar el ecosistema de la innovación, el emprendimiento y la atracción de capital riesgo:

- Desde el inicio del programa en 1993 hasta el año 2000 se crearon un total de 164 startups. Desde entonces se han creado 5.000 compañías bajo dicha modalidad.
- Se han invertido un total de 26 billones de dólares en compañías israelitas.
- En un periodo de cinco años el gobierno ha recuperado el dinero invertido además de una tasa de retorno mayor al 50 por cien.
- Diversos fondos extranjeros han invertido directa e indirectamente en el país.

La canalización de los recursos públicos a través de la coinversión con los diferentes agentes privados le ha permitido al sector público actuar como motor de crecimiento en términos de inversión, movilizando a países como España en la iniciación de programas de inversión públicos fundamentados en la cooperación público-privada como es FOND-ICO Global.

14. FOND-ICO GLOBAL, F.C.R. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO

Tal y como indica la Ley 25/2005 reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, los fondos de capital riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica cuya gestión y representación corresponda a una sociedad gestora, quien en este caso es Axis Participaciones Empresariales S.G.E.C.R, gestora de capital riesgo del Instituto del Crédito Oficial. Como se ha visto con anterioridad, Axis administra, gestiona y asesora diferentes fondos con el fin de apoyar a las empresas en su crecimiento, entre los que se encuentra FOND-ICO Global, constituido el 25 de marzo de 2013, primer fondo de fondos público español.

FOND – ICO Global está dotado por un patrimonio total de 1.200 millones de euros, bajo el objeto de invertir en otros fondos de gestión privada que realicen inversiones en empresas prioritariamente españolas en todas sus fases de desarrollo, desde sus primeros estadios hasta su expansión, con el fin de atraer inversores privados nacionales e internacionales. Se pretende así facilitar a las pequeñas y medianas empresas el acceso a financiación alternativa a la bancaria, mejorando su competitividad, promoviendo su internacionalización y estimulando la economía española en general.

La creación de dicho fondo responde a la necesidad de desarrollo del sector de capital riesgo en España y a la demanda de una mayor implicación del sector público en lo que respecta a la creación y desarrollo de vías de financiación alternativas a la bancaria. Así, esta medida

aprobada por el ICO se encuentra recogida en el “Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor” anunciado por el Presidente del Gobierno el 20 de Febrero de 2013.

14.1 FONDOS OBJETO DE INVERSIÓN

FOND – ICO Global ha llevado a cabo diversas convocatorias a través de un proceso de calificación y valoración conforme con los principios de publicidad, concurrencia, igualdad y transparencia en la adjudicación de los fondos de capital riesgo receptores de la financiación. Se enumeran a continuación los requisitos generales para formalizar el compromiso de inversión:

- En el caso de fondos *venture capital*, que el mismo invierta entre 250 mil y 10 millones de euros en el capital social de compañías no cotizadas ya constituidas con menos de cinco años de vida y que estén o vayan a ser constituidas en un país miembro de la OCDE y autorizados o registrados en la CNMV o en otro órgano regulador si se aplica.
- En el caso de fondos *capital expansión*, que el mismo invierta entre 2 y 100 millones de euros en el capital social o a través de préstamos participativos de empresas no cotizadas ya constituidas con al menos tres años de vida, constituidos en un país miembro de la OCDE y autorizados o registrados en la CNMV o en otro órgano regulador de la OCDE cuando la legislación que le resulte de aplicación lo exija.
- En el caso de fondos de *deuda*, que el mismo invierta mayoritariamente hasta 75 millones de euros en deuda de pequeñas y medianas empresas no cotizadas ya constituidas con al menos tres años de vida y que estén o vayan a ser constituidas en un país miembro de la OCDE y autorizados o registrados en la CNMV o en otro órgano regulador si se aplica. Además, han de quedar excluidas las inversiones del fondo en España en el sector inmobiliario y financiero. Dichos fondos deberán tener entidades de inversión con un número de partícipes fijo y periodos de captación, inversión y desinversión definidos.
- En el caso de fondos de *incubación*, los mismos han de invertir mayoritariamente hasta 500 mil euros en el capital social o préstamos participativos de compañías no cotizadas con menos de dos años de vida y que estén o vayan a ser constituidas en un país miembro de la OCDE y autorizados o registrados en la CNMV o en otro órgano regulador si se aplica.
- Que aquellos que hayan realizado alguna inversión no tengan una antigüedad superior a 24 meses desde el momento de su autorización o registro en la CNMV u otro órgano regulador si se aplica.
- Que el capital de la Gestora sea el 100 por cien de titularidad privada, descartando aquellas que tengan participación pública directa o indirecta.

- Que al menos el 50 por cien del fondo se invierta en empresas españolas, o que al menos dos veces el capital comprometido por FOND-ICO Global se invierta en dichas compañías. Se requiere así que los fondos tengan interés de inversión en compañías españolas y que desarrollen su actividad mayoritariamente en España¹⁰⁵, compromiso que ha de reflejarse en la documentación presentada.
- Que el fondo detalle compromisos de inversión en firme por parte de los partícipes de al menos el 20 por cien del tamaño objetivo del fondo, no siendo considerados compromisos válidos las aportaciones de cartera u otras aportaciones no dinerarias.
- Que en dichos compromisos se establezca un mínimo de tres inversiones además de FOND-ICO Global. Además, dos de estos inversores deberán:
 - a) Ser totalmente independientes al equipo gestor e independientes entre ellos mismos.
 - b) No estar ligados accionarialmente a la Gestora.
 - c) No ser inversores institucionales y/o tener un compromiso superior a un millón de euros.
- Que como mínimo dos miembros del actual equipo hayan sido miembros del equipo de inversión de un fondo o sociedad de capital riesgo durante todo el periodo de inversión de dicho fondo o sociedad.
- Que como mínimo un miembro de dicho equipo posea experiencia en el ámbito de las inversiones en España.
- Que el equipo gestor y/o Gestora se comprometa a aportar el mínimo establecido en el contrato sobre el tamaño que alcance el fondo.

Los compromisos presentados deberán estar firmados por cada uno de los inversores. Axis y sus asesores podrán solicitar toda la documentación necesaria para verificar la validez de los mismos durante todo el proceso de valoración.

14.2 CONVOCATORIAS Y PROCESO DE SELECCIÓN

Axis se encarga de seleccionar los fondos y gestoras de capital riesgo privados a través de un sistema de licitación pública basado en la publicidad, transparencia, concurrencia y objetividad. Mediante dichas licitaciones se pretende conseguir una selección óptima de fondos de capital riesgo que atraigan la inversión privada nacional e internacional. Las convocatorias se realizarán

¹⁰⁵ No se considerará que se realizan actividades en España cuando la actividad principal del fondo consista en la tenencia de participaciones o acciones emitidas por compañías cuya actividad principal no la realicen en España.

en función del mercado y la demanda de los inversores, a lo largo de cuatro años desde su inscripción en la CNMV (27 de Mayo de 2013).

Cada convocatoria consta principalmente de las siguientes fases:

1. Fase de cualificación

Tras lanzar la convocatoria en la página web de la compañía [www.axispart.com] con el detalle del procedimiento de selección, se publican las bases para la determinación de los diferentes fondos objeto de inversión.

Durante el plazo establecido los candidatos presentan la documentación solicitada en dos sobres cerrados, uno en inglés y otro en español. Cada uno de los mismos incluirá los datos relativos a la compañía y a la Oferta propuesta, la cual supondrá a todos los efectos la aceptación incondicional y acatamiento de las bases sin salvedades por parte del ofertante.

2. Fase de evaluación

El Director de Operaciones de Axis, dos gerentes de inversiones de Axis y el analista de inversiones de la Sociedad forman el Comité de Valoración, asesorado a su vez por la compañía Arcano Asesores Financieros S.L.

El Comité de Valoración analiza en primer lugar los documentos presentados para determinar si las gestoras y fondos presentados concurren con los requisitos de capacidad exigidos. En caso afirmativo, dicho comité estudia y califica las ofertas puntuándolas conforme los criterios de valoración, pudiendo realizar una *Due Diligence* preliminar si se estima oportuno. Tras el análisis del compromiso de inversión tiene lugar la adjudicación de los fondos a través de un sistema de baremación objetiva.

El Comité elabora y presenta la propuesta de selección a los fondos con mayor puntuación obtenida y al Consejo de Axis, quien tiene la facultad de rechazar o aprobar la propuesta del Comité adecuándose a los requisitos exigidos. La resolución es publicada de nuevo en la página web de la Sociedad.

Hasta la fecha han sido resueltas un total de dos licitaciones, habiéndose lanzado la tercera convocatoria en el mes de Julio y estimándose una cuarta en el mes de Noviembre:

1ª CONV.	25 DE SEPTIEMBRE DE 2013
2ª CONV.	21 DE FEBRERO DE 2014
3ª CONV.	11 DE JULIO DE 2014
4ª CONV.	28 DE NOVIEMBRE DE 2014

Las dos primeras licitaciones han seleccionado tanto fondos venture capital como fondos capital expansión, focalizándose por tanto en empresas en fase de crecimiento y en compañías más desarrolladas. La tercera convocatoria ha incluido el lanzamiento de dos nuevas categorías: fondos de incubación y fondos de deuda. A través de ellos se pretende fomentar la creación de empresas interviniendo en sus fases iniciales y reestructurar el pasivo financiero mediante la

inversión en instrumentos de deuda, comprendiendo desde deuda *senior*¹⁰⁶ hasta subordinada. El carácter de los fondos objeto de selección de la cuarta convocatoria que se estima realizar en el mes de Noviembre no han sido hasta la fecha [Agosto de 2014] definidos públicamente.

Una vez publicada la resolución, FOND-ICO Global formaliza el compromiso de inversión con la Gestora, en función de la solicitud realizada por el participante y el tamaño objetivo del fondo declarado en la Oferta.

Los fondos seleccionados han de emitir informes trimestrales y realizar cierres periódicos donde se detalle la posición de inversión alcanzada hasta el momento. El primer cierre ha de llevarse a cabo una vez transcurridos seis meses desde la formalización del compromiso de inversión de FOND-ICO Global, debiendo estar asignado al menos el 20 por cien del tamaño objetivo del fondo indicado. Tras dicho cierre las Gestoras seleccionadas cuentan con doce meses para llevar a cabo el denominado “cierre final”, debiéndose haber invertido al menos el 75 por cien de dicho tamaño objetivo. Los seleccionados se comprometen a mantener la inversión por el importe mínimo declarado en la Oferta.

En el caso de que los fondos seleccionados no logren realizar un cierre en los seis meses siguientes a la formalización del compromiso, FOND-ICO Global puede cancelar dicho compromiso de inversión. Si no se logra realizar el cierre final se liberará la parte de los recursos FOND-ICO Global todavía pendiente de comprometer en dicho fondo. Se indemnizará a FOND-ICO Global en caso de que, transcurrido el periodo de inversión, el seleccionado no cumpla con la inversión según el porcentaje del fondo o el volumen estipulado en la Oferta.

14.3 OBJETIVO DE FOND – ICO GLOBAL

La creación de este instrumento financiero se ha fundamentado en el impulso empresarial que conlleva la inversión y por tanto la accesibilidad a la financiación. El Estado trata así de aportar recursos públicos asegurándose que exista una inversión privada a través de un seguimiento profesional.

Mediante FOND-ICO Global el Gobierno, respaldado por la experiencia y antigüedad de la compañía AXIS en la gestión de capital riesgo, invierte en fondos privados comprometidos a participar en empresas españolas, tratando de cubrir todos los estadios de desarrollo de las compañías, desde fases muy iniciadas a través de fondos de incubación hasta etapas de crecimiento a través de fondos de capital expansión. El objeto es, por tanto, abarcar todo el arco de fondos equilibradamente de acuerdo a su estadio de inversión, facilitando el acceso a la financiación no bancaria a todo tipo de empresas y manteniendo la actividad inversora directa atrayendo a su vez recursos del exterior.

Para cumplir con dicho objetivo, en términos numéricos el ICO se ha comprometido a invertir un total de 1.200 millones de euros en un plazo estimado de cuatro años desde la fecha de constitución del Fondo:

¹⁰⁶ Aquella cuyo orden de prelación prevalece a la deuda junior, participaciones preferentes y acciones ordinarias. También denominada deuda ‘de alta calidad’.

DOTACIÓN INICIAL (en €)	DURACIÓN ESTIMADA (en años)	DOTACIÓN APROX. / AÑO (en €)
1.200.000.000	4	300.000.000

Tabla 34. Detalle de la dotación del ICO a FOND – ICO Global según años estipulados
Fuente: *Elaboración propia*

Con estos recursos se pretende catalizar la creación de más de 40 fondos que impliquen la movilización de aproximadamente 5.000 millones de euros:

Nº FONDOS OBJETIVO	MOVILIZACIÓN OBJETIVO (en €)	MOVILIZACIÓN APROX. / AÑO (en €)
40	5.000.000.000	1.250.000.000

Tabla 35. Canalización objetivo de FOND – ICO Global según años estipulados
Fuente: *Elaboración propia*

Según los objetivos estipulados y suponiendo la movilización esperada de 5.000 millones de euros en el plazo establecido, el impacto de la actividad cuadruplica en cuatro años el compromiso público inicial:

DOTACIÓN INICIAL (en €)	1.200.000.000
MOVILIZACIÓN OBJETIVO (en €)	5.000.000.000
REPERCUSIÓN ESTIMADA (en %)	417

Tabla 36. Repercusión estimada de FOND – ICO Global respecto la dotación del ICO
Fuente: *Elaboración propia*

14.4 FONDOS SELECCIONADOS

Desde la constitución del FOND-ICO Global en mayo de 2013 se han llevado a cabo tres convocatorias, de las cuales dos han sido resueltas hasta la fecha [Agosto de 2014]. La resolución implica la asignación de los fondos participados y el compromiso total de inversión.

En cada licitación se determina por tanto la aportación de FOND-ICO Global sobre la dotación inicial total y el volumen total comprometido de los fondos participados acorde a la Oferta propuesta que en la fase de evaluación condicionó su elección.

A continuación se analizan los diferentes fondos seleccionados y la aportación total comprometida de las dos licitaciones resueltas. Se estima una aportación media por fondo al carecer de los datos específicos de las Ofertas que comprenden la convocatoria.

Convocatoria: **Primera (1)**

Fecha: **25 de Septiembre de 2013**

Número de Fondos: 6

Venture Capital: 3

Capital Expansión: 3

Tipología del Fondo	Gestora	Fondo
VENTURE CAPITAL	Adara Ventures Partners II SARL	Adara Ventures II, SCA. SICAR
	Ambar Capital y Expansión SGEGR SA	Reemprende Empresa y Crecimiento, FCR
	Suma Capital SCR SA	Green Buildings Equity Fund I, FCR
CAPITAL EXPANSION	Corpfin Capital Asesores SGEGR SA	Corpfin Capital Fund IV, FCR
	Diana Capital SGEGR SA	Diana Capital II, FCR
	Portobello Capital Gestión SGEGR	Portobello Capital Fondo III, FCR

Tabla 37. Fondos de FOND – ICO Global seleccionados en la primera convocatoria (según categoría y Sociedad Gestora)
Fuente: *Elaboración propia*

Aportación FOND- ICO Global (en €)	189.000.000,00
Compromiso de Inversión de los Fondos (en €)	685.000.000,00
Media Aportación/ Fondo (en €)	31.500.000,00
Media Volumen / Fondo (en €)	114.166.666,67

Tabla 38. Detalle de los fondos seleccionados y el compromiso de inversión de la primera convocatoria (en euros)
Fuente: *Elaboración propia*

Convocatoria: **Segunda (2)**

Fecha: **21 de Febrero de 2014**

Número de Fondos: 8

Venture Capital: 4

Capital Expansión: 4

Tipología del Fondo	Gestora	Fondo
VENTURE CAPITAL	Axon Capital e Inversiones SGEGR, SA	Fondo Axon ICT III, FCR Reg. Simplificado
	Caixa Capital Risc SGEGR, SA	Caixa Capital TIC II, FCR
	Forbio III Management, B.V.	Forbio Capital Fund III C.V.
	Seaya Capital Gestión SGEGR, SA	Seaya Ventures, FCR Reg. Simplificado
CAPITAL EXPANSION	Espiga Equity Partners SGEGR	Espiga Equity Fund, FCR Reg. Simplificado
	Oquendo Management S.a.r.l.	Oquendo Mezzanine II SCA SICAR
	PAI Partners	PAI Europe VI-I SCSp
	Trilantic Capital Partners	Trilantic Capital Partners V SCA SICAR

Tabla 39. Fondos de FOND – ICO Global seleccionados en la segunda convocatoria (según categoría y Sociedad Gestora)

Fuente: *Elaboración propia*

Aportación FOND – ICO Global (en €)	248.000.000,00
Compromiso de Inversión de los Fondos (en €)	665.000.000,00

Media Aportación/ Fondo (en €)	31.000.000,00
Media Volumen / Fondo (en €)	83.125.000,00

Tabla 40. Detalle de los fondos seleccionados y el compromiso de inversión de la primera convocatoria (en euros)

Fuente: *Elaboración propia*

Un mayor número de convocatorias resueltas permitirían determinar con mayor exactitud la tendencia del Instituto del Crédito Oficial en la asignación de recursos a los diferentes fondos de capital riesgo. No obstante, ante la información disponible, se puede concluir que:

- Desde los inicios de la actividad de FOND-ICO Global se ha invertido en fondos cuyas empresas objetivo comprenden diferentes fases de desarrollo, en este caso etapas iniciales y etapas en expansión.
- El número de sociedades gestoras participadas ha incrementado en la misma proporción por tipología de fondo, con un total de 14 sociedades de capital riesgo seleccionadas hasta la fecha [Agosto de 2014].
- En la tercera licitación convocada [11 de Julio de 2014] todavía no resuelta se incluye la participación de sociedades gestoras de Fondos de Deuda y de Fondos de Incubación, ampliando consecuentemente el abanico de inversión en compañías con necesidad de reestructuración y pendientes de creación, respectivamente. El total de seleccionados en

esta convocatoria asciende a nueve fondos de capital riesgo¹⁰⁷, corroborando la tendencia alcista de fondos asignados en cada licitación.

- En las dos primeras convocatorias la aportación de FOND – ICO Global ha ascendido a un total de 437 millones de euros, comprometiéndose un volumen total de inversión por parte de los catorce fondos participantes de 1.350 millones de euros, de los cuales 1.325 millones de euros serán invertidos en compañías españolas según el total de las ofertas propuestas.

A continuación se muestra gráficamente el compromiso de inversión de la primera y de la segunda convocatoria. El gráfico 14 nos muestra la información en términos totales, mientras que en el gráfico 15 se detalla en términos medios, según el número de los fondos seleccionados en cada una de las licitaciones.

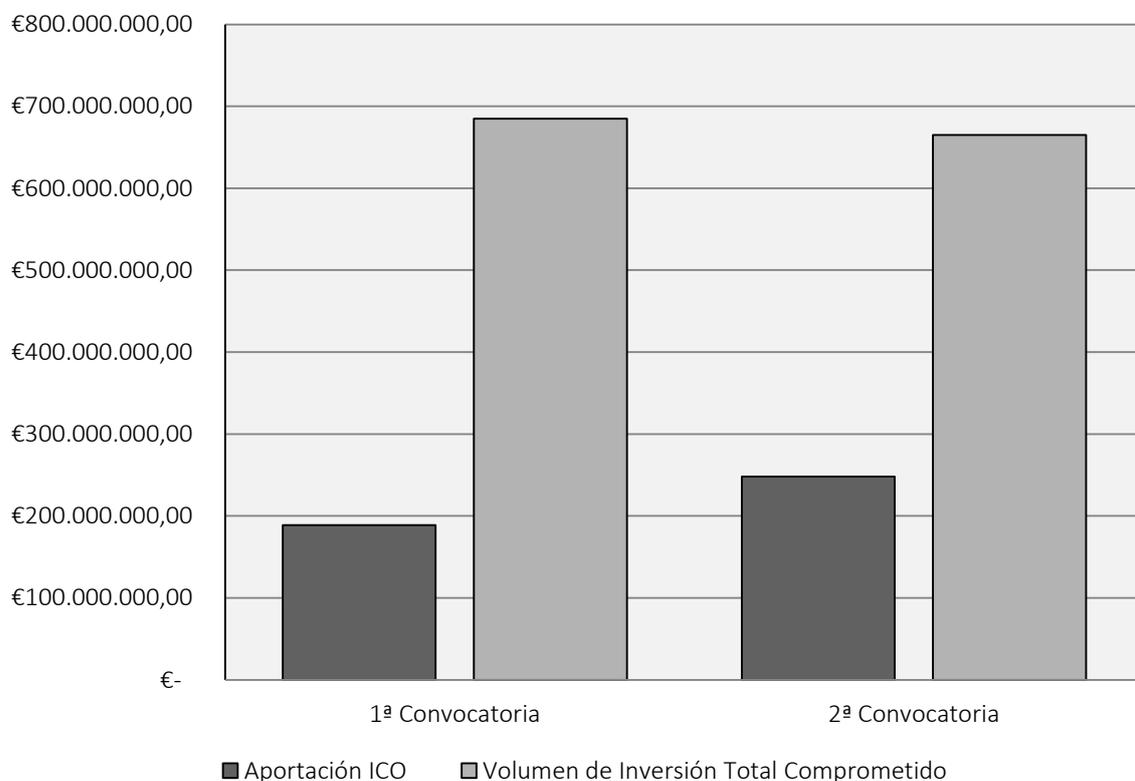


Gráfico 14. Comparativa del volumen de inversión comprometido por ICO y los participantes según convocatorias resueltas
Fuente: *Elaboración propia.*

Tal y como se muestra, la mayor aportación del ICO está justificada por el aumento en el número de fondos seleccionados. No obstante, el volumen total de inversión comprometida por parte de las sociedades gestoras de capital riesgo es menor a pesar de la inclusión de dos fondos de inversión de capital riesgo:

¹⁰⁷ Los nueve asignados comprenderán tres fondos de capital expansión, dos fondos *venture capital*, dos fondos de deuda, dos fondos de incubación.

	1ª Convocatoria	2ª Convocatoria
Número total de fondos asignados	6	8
Aportación ICO media por Fondo (en €)	31.500.000	31.000.000
Inversión comprometida Media por Fondo (en €)	114.166.667	83.125.000

Tabla 41. Detalle de la convocatoria según número de fondos, aportación y compromiso de inversión
Fuente: *Elaboración propia*

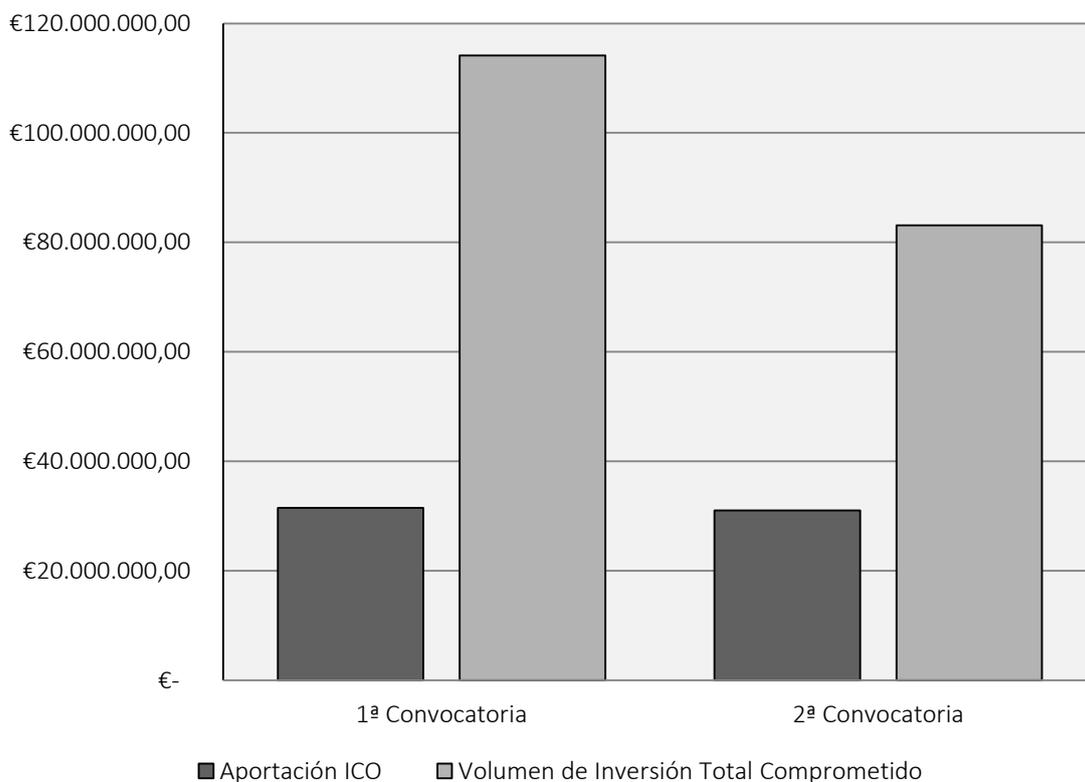


Gráfico 15. Comparativa del volumen medio de inversión de ICO y los participados según convocatorias resueltas
Fuente: *Elaboración propia*

Esta disminución en el compromiso total de inversión a pesar de la inclusión de los dos fondos de capital riesgo podría atribuirse a la potencialidad de los mismos, considerando que en la primera licitación de los presentados se seleccionaron las propuestas con mayor volumen de inversión comprometida según la calidad de la Oferta proporcionada. No obstante, al carecer de mayor número de convocatorias resueltas, cabría analizar cada propuesta individual con el fin de poder aseverar con seguridad tal afirmación¹⁰⁸.

¹⁰⁸ Dicha información no se encuentra disponible públicamente.

15. REPERCUSIÓN ESTIMADA DE FOND- ICO GLOBAL

Este apartado trata de analizar el impacto económico de FOND-ICO Global según la información disponible publicada, extrapolar los resultados en consideración al plazo de duración estimado de este instrumento financiero público de nueva creación en España.

Las dos convocatorias resueltas han determinado los datos que se exponen a continuación:

	Aportación FOND-ICO Global	Compromiso de Inversión Total
25.09.2013	189.000.000 €	685.000.000 €
21.02.2014	248.000.000 €	665.000.000 €
11.07.2014*	-	-
25.09.2014	-	-
TOTAL PRIMER AÑO	437.000.000 €	1.350.000.000 €
28.11.2014*	-	-
25.09.2015	-	-
TOTAL SEGUNDO AÑO	-	-
25.09.2016	-	-
TOTAL TERCER AÑO	-	-
25.09.2017	-	-
TOTAL CUARTO AÑO	-	-

Tabla 42. Aportación anual del ICO y compromiso de inversión según datos históricos disponibles. Se incluyen las convocatorias no resueltas (*) por las que todavía no se ha asignado la aportación.

Fuente: *Elaboración propia*

Como se observa, se carecen de datos licitaciones futuras. En el año en curso, comenzando con el lanzamiento de la primera convocatoria el 25 de Septiembre de 2013, se ha resuelto la convocatoria del 21 de Febrero de 2014, quedando pendiente de asignación la datada el 11 de Julio de 2014 y la del 28 de Noviembre de 2014, incluida en el periodo posterior.

15.1 REPERCUSIÓN SEGÚN OBJETIVOS

Tal y como se ha nombrado previamente, la aportación total del ICO como único accionista de AXIS al FOND-ICO Global ha ascendido a 1.200 millones de euros. A través de estos recursos el sector público estima invertir en aproximadamente cuarenta fondos de capital riesgo que impliquen en cuatro años la movilización aproximada de 5.000 millones de euros de capital invertido en compañías principalmente españolas en todas sus fases de desarrollo. Se reitera para mayor comprensión la tabla 36 expuesta en el apartado 14.3:

DOTACIÓN INICIAL (en €)	1.200.000.000
MOVILIZACIÓN OBJETIVO (en €)	5.000.000.000
REPERCUSIÓN ESTIMADA (en %)	417

Considerando un periodo de cuatro años, se ha estimado la media anual que supone la aportación total del ICO respecto al total. En el gráfico 16 se realiza la comparativa con la aportación del ICO asignada en el primer periodo de inversión:

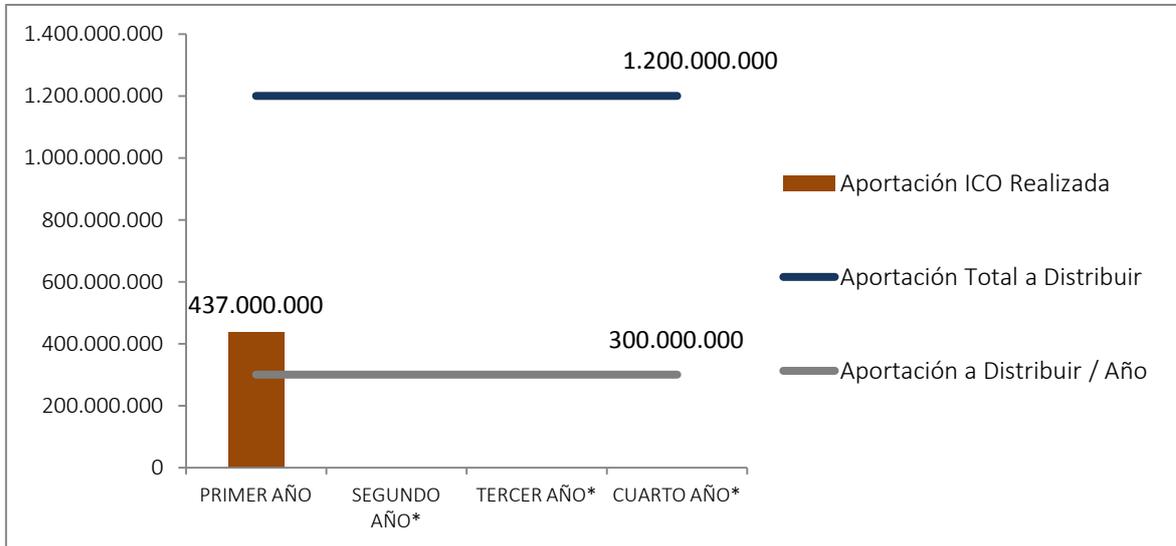


Gráfico 16. Comparativa de la aportación anual realizada respecto a la media anual e inversión del ICO
Se carece de información de los años venideros (*) (en euros)
Fuente: *Elaboración propia*

En el gráfico 17 se contrasta la movilización de capital objetivo y la media anual estimada con el volumen de inversión propuesto por los fondos asignados en las dos primeras convocatorias que comprenden el primer año de estudio:

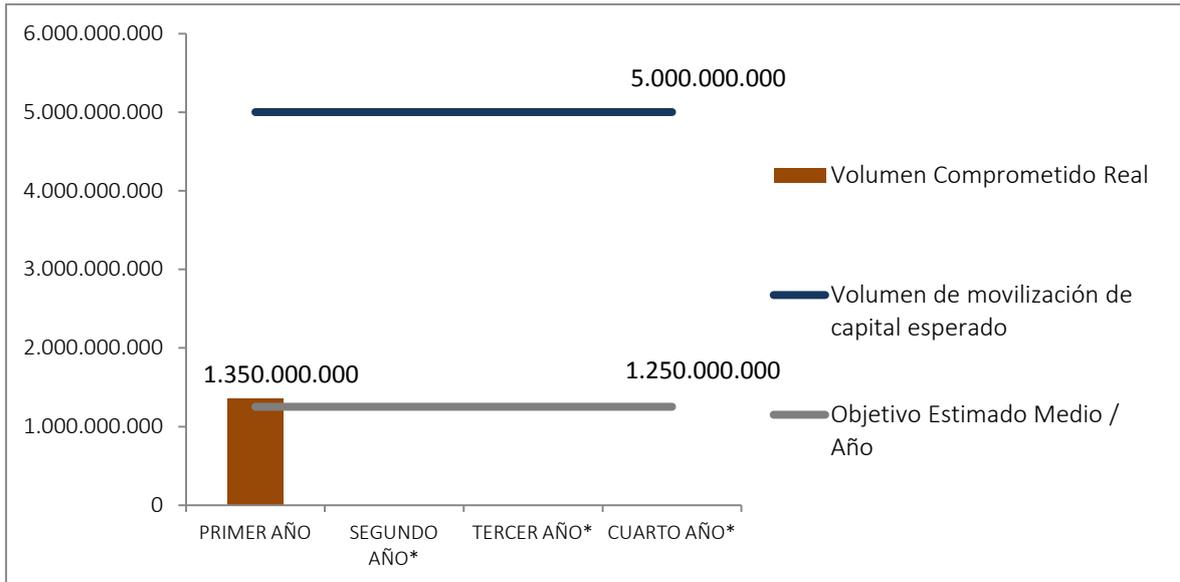


Gráfico 17. Comparativa del volumen de inversión realizado respecto a la media anual y movilización esperada
Se carece de información de los años venideros (*) (en euros)
Fuente: *Elaboración propia*

Se observa que, hasta el momento, tanto la aportación del ICO como el volumen de inversión comprometido de los catorce fondos asignados son superiores a la media anual estimada. Se ha de destacar que esta diferencia incluso incrementará en el primer periodo con la resolución de la tercera convocatoria pendiente de asignación, acrecentando el margen con la media anual.

Según los objetivos propuestos, se estima que la aportación del ICO y el compromiso de inversión de los fondos en las siguientes convocatorias serán de importe inferior. En el análisis previo realizado en relación al capital aportado y la inversión comprometida por convocatoria, se concluye que, a pesar del mayor número de fondos asignados, en la segunda licitación el volumen propuesto por las sociedades gestoras es menor que el comprometido en la primera. Podría ser razonable considerar que los fondos seleccionados en convocatorias iniciales tienden a proponer Ofertas con mayor proyección y volumen de inversión que suponen una aportación superior. No obstante, se ha de tener en cuenta que mediante esta iniciativa pública se pretende movilizar la creación de otros fondos de capital riesgo privado que podrían a su vez solicitar la participación de FOND-ICO Global no habiendo sido descartados en previas licitaciones.

Bajo el objeto de analizar con mayor detalle la filosofía de inversión llevada a cabo por FOND-ICO Global hasta la fecha y el impacto de la iniciativa, a continuación se contrasta en términos mensuales la repercusión actual con la repercusión objetivo establecida:

REPERCUSIÓN OBJETIVO

SEGÚN TOTALES	FONDOS PARTICIPADOS	APORTACIÓN FOND-ICO GLOBAL	COMPROMISO INV.
4 AÑOS	40	1.200.000.000,00 €	5.000.000.000,00 €
ANUAL	10	300.000.000,00 €	1.250.000.000,00 €
SEMESTRAL	5	150.000.000,00 €	625.000.000,00 €
MENSUAL	0,83	25.000.000,00 €	104.166.666,67 €

Tabla 43. Repercusión objetivo de FOND – ICO Global por periodos
Fuente: *Elaboración propia*

En concordancia con los objetivos estipulados se estima que mensualmente el ICO ha de aportar 25 millones de euros en aproximadamente un fondo de capital riesgo que se comprometa a invertir 104 millones de euros con el fin de que, bajo la hipótesis de una inversión constante, se llegaran a movilizar en cuatro años 5.000 millones de euros, comprometidos por los cuarenta fondos de capital riesgo participados con los 1.200 millones de euros facilitados por el Estado para su movilización.

En la tabla 44 se ha establecido para su comparación la media mensual real que han supuesto las dos convocatorias resueltas, de modo que:

REPERCUSIÓN ACTUAL

SEGÚN CONVOCATORIAS	FONDOS PARTICIPADOS	APORTACIÓN FOND-ICO GLOBAL	COMPROMISO INV.
1 CONV. 25.09.13 (5 MESES)	6	189.000.000,00 €	685.000.000,00 €
2 CONV. 21.02.14 (5 MESES)	8	248.000.000,00 €	665.000.000,00 €
<i>TOTAL (10 MESES)</i>	<i>14</i>	<i>437.000.000,00 €</i>	<i>1.350.000.000,00 €</i>
1 CONV. 25.09.13 (MENSUAL)	1,2	37.800.000,00 €	137.000.000,00 €
2 CONV. 21.02.14 (MENSUAL)	1,6	49.600.000,00 €	133.000.000,00 €
MEDIA MENSUAL	1,40	43.700.000,00 €	135.000.000,00 €

Tabla 44. Repercusión actual de FOND – ICO Global por periodos
Fuente: *Elaboración propia*

La última fila, calculada como media de la inversión mensual obtenida en ambas licitaciones resueltas, muestra una mayor aportación de capital [175 por cien] y compromiso de inversión [130 por cien] por parte de los fondos seleccionados, siendo en este caso casi el doble [168 por cien] de los fondos participados objetivo mostrados en la tabla x en términos mensuales.

Para poder contrastar con mayor facilidad las conclusiones extraídas se ha ajustado la participación según los resultados obtenidos, contrastándose lo siguiente:

	FONDOS PARTICIPADOS	APORTACIÓN FOND-ICO GLOBAL	COMPROMISO INV.
OBJETIVO	0,83	25.000.000,00 €	104.166.666,67 €
ACTUAL ¹⁰⁹	0,83	25.907.857,14 €	80.035.714,29 €

Tabla 45. Repercusión actual y objetivo de FOND – ICO Global en términos comparativos
Fuente: *Elaboración propia*

Por lo que, en términos relativos, la aportación de FOND-ICO Global ha sido mayor que la dotación objetivo mensual, mientras que el volumen de inversión comprometido ha sido inferior al extraído mensualmente para movilizar en cuatro años 5.000 millones de euros.

15.2 REPERCUSIÓN SEGÚN REFERENTES HISTÓRICOS

Supone un cometido complejo determinar a priori la repercusión macroeconómica que se espera conseguir a través de FOND-ICO Global debido a la gran cantidad de agentes económicos y variables que intervienen en el proceso de inversión y producción.

Este instrumento financiero implica la aportación de recursos públicos a fondos privados de capital riesgo con el fin de que los mismos inviertan el volumen estipulado en la Oferta en compañías principalmente españolas en cualquier fase de desarrollo.

Por la similitud de FOND-ICO Global con otras iniciativas públicas promovidas en países como Estados Unidos e Israel, en este apartado se estima la creación de empleo en base *al programa Small Business Investment Company (SBIC)*, estudiado en la sección 13.1.

A través del SBA (*Small Business Administration*), se promueve en 2008 este programa de inversión público-privada, que facilita el acceso a financiación a las empresas estadounidenses con, en este caso, resultado después de impuestos inferior a 6 millones de dólares o compañías con menos de 500 trabajadores.

Pese esta diferencia objetivo, se ha considerado de utilidad la estimación aproximada de los puestos de trabajo capaces de generar FOND-ICO Global según los resultados del SBIC desde su inicio hasta el año 2013:

¹⁰⁹ Hasta el 11.07.2014, con el inicio de la tercera convocatoria de la que se carecen de datos en la fecha [agosto 2014] por la no resolución.

FONDO	INVERSIÓN COMPROMETIDA (EN €)	PUESTOS DE TRABAJO CREADOS
SBI	5.613.772.445	160.000
FOND-ICO GLOBAL*	1.200.000.000	34.202

Tabla 46. Creación de empleo real y estimado
(en euros)

Fuente: *Elaboración propia*

La creación de 160.000 puestos de trabajo con la inversión pública estadounidense de 7.500 millones de dólares (5.614 millones de euros (según T/C 19.08.14) permite estimar que, con una dotación de 1.200 millones de euros podrían generarse 34.202 empleos bajo unas condiciones económicas adversas, ya que durante los años 2008 y 2013 ha tenido lugar una desaceleración económica motivada por la crisis financiera mundial del año 2007.

15.3 REPERCUSIÓN SEGÚN ESCENARIOS

En el apartado 14 se han estudiado los requisitos que han de cumplir los fondos seleccionados para ser participados por FOND-ICO Global. Una vez el Instituto de Crédito Oficial ha resuelto la licitación, los mismos han de comprometerse a invertir lo estipulado en la Oferta propuesta para seguir siendo participados por AXIS y no devolver dicha aportación.

En esta sección se analiza el volumen de inversión repercutida según los datos disponibles considerando diferentes escenarios de viabilidad en función del cumplimiento del compromiso de inversión.

En cada escenario se detallan ambas convocatorias resueltas, diferenciando en cada una de ellas el periodo en el que FOND-ICO Global realiza una revisión sobre la inversión llevada a cabo por los participantes. Se ha denominado ‘Cierre A’ a la primera verificación, donde los fondos transcurridos seis meses han de invertir como mínimo el 20 por cien del tamaño objetivo estipulado. Se considera ‘Cierre B’ o ‘Cierre Final’ la revisión a los doce meses del Cierre A, donde se ha de invertir el 75 por cien del volumen ofertado. Según las licitaciones públicas formalizadas:

CONVOCATORIA 1 FORMALIZACIÓN 25.09.2013		CONVOCATORIA 2 FORMALIZACIÓN 21.02.2014	
CIERRE A	25.03.2014	CIERRE A	21.08.2014
CIERRE B	25.03.2015	CIERRE B	21.08.2015

Tabla 47. Fechas de cierre de las convocatorias resueltas

Fuente: *Elaboración propia*

En la estimación que se detalla a continuación se considera una distribución equitativa de los fondos sobre el total del compromiso de inversión de la licitación, pues se desconoce el tamaño objetivo individual a alcanzar de los mismos. Aquellos fondos que en el Cierre A no alcancen el

20 por cien del tamaño comprometido se excluirán de la participación en FOND-ICO Global, debiendo devolver el capital recibido. El fondo continúa participado e invirtiendo si ha superado dicho porcentaje, habiendo en el Cierre B de superar el 75 por cien del tamaño del fondo, incluyendo en el cómputo el 20 por cien ya invertido. Se ha denominado 'Resto' al volumen invertido tras el Cierre B, la inversión residual de la Oferta, sin haber una fecha límite para su inversión dentro de los cuatro años estipulados.

Se detalla un resumen de los resultados al final de los escenarios para una mayor aclaración.

a) ESCENARIO PESIMISTA

Convocatoria 1

CIERRE A - FECHA 25.03.14

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE A	IMPORTE INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
2	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
3	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
4	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
5	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
6	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
	685.000.000,00 €		102.750.000,00 €

CIERRE B - FECHA 25.03.15

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE B	IMPORTE INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	0,55	62.791.666,67 €
2	114.166.666,67 €	0,4	45.666.666,67 €
3	114.166.666,67 €	0,2	22.833.333,33 €
4	114.166.666,67 €	0	- €
5	114.166.666,67 €	0	- €
6	114.166.666,67 €	0	- €
	685.000.000,00 €		131.291.666,67 €

RESTO

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% RESIDUAL	IMPORTE A INVERTIR
1	114.166.666,67 €	0,25	28.541.666,67 €
2	114.166.666,67 €	0	- €
3	114.166.666,67 €	0	- €
4	114.166.666,67 €	0	- €
5	114.166.666,67 €	0	- €
6	114.166.666,67 €	0	- €
	685.000.000,00 €		28.541.666,67 €

ESCENARIO PESIMISTA - CONVOCATORIA 1

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% INVERTIDO	TOTAL INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	1,00	114.166.666,67 €
2	114.166.666,67 €	0,60	68.500.000,00 €
3	114.166.666,67 €	0,40	45.666.666,67 €
4	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
5	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
6	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
	685.000.000,00 €		262.583.333,33 €

Tabla 48. Inversión estimada de los fondos de la primera convocatoria según escenario pesimista

Fuente: *Elaboración propia*

Convocatoria 2

CIERRE A - FECHA 21.08.2014

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE A	IMPORTE INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
2	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
3	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
4	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
5	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
6	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
7	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
8	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
	665.000.000,00 €		78.968.750,00 €

CIERRE B - FECHA 21.08.16)

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE B	IMPORTE INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	0,55	45.718.750,00 €
2	83.125.000,00 €	0,45	37.406.250,00 €
3	83.125.000,00 €	0,3	24.937.500,00 €
4	83.125.000,00 €	0	- €
5	83.125.000,00 €	0	- €
6	83.125.000,00 €	0	- €
7	83.125.000,00 €	0	- €
8	83.125.000,00 €	0	- €
	665.000.000,00 €		108.062.500,00 €

RESTO

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% RESIDUAL	IMPORTE A INVERTIR
1	83.125.000,00 €	0,25	20.781.250,00 €
2	83.125.000,00 €	0	- €
3	83.125.000,00 €	0	- €
4	83.125.000,00 €	0	- €
5	83.125.000,00 €	0	- €
6	83.125.000,00 €	0	- €
7	83.125.000,00 €	0	- €
8	83.125.000,00 €	0	- €
	665.000.000,00 €		20.781.250,00 €

ESCENARIO PESIMISTA - CONVOCATORIA 2

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% INVERTIDO	TOTAL INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
2	83.125.000,00 €	0,65	54.031.250,00 €
3	83.125.000,00 €	0,50	41.562.500,00 €
4	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
5	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
6	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
7	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
8	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
	665.000.000,00 €		207.812.500,00 €

Tabla 49. Inversión estimada de los fondos de la segunda convocatoria según escenario pesimista
Fuente: *Elaboración propia*

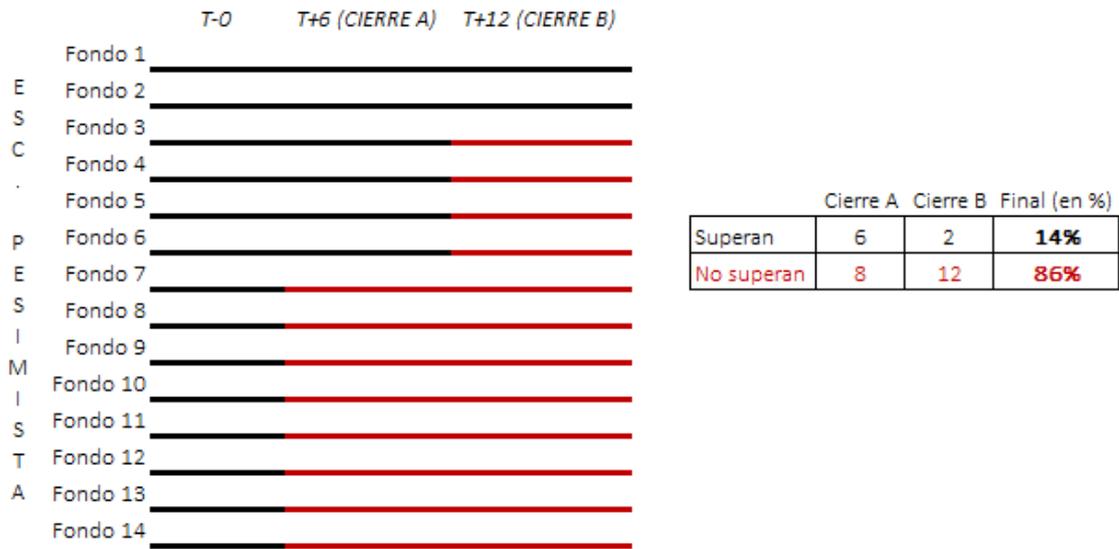


Gráfico 18. Número de fondos que superan cada cierre según escenario pesimista

Fuente: *Elaboración propia*

b) ESCENARIO OPTIMISTA

Convocatoria 1

CIERRE A - FECHA 25.03.14

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE A	IMPORTE INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	0,40	45.666.666,67 €
2	114.166.666,67 €	0,30	34.250.000,00 €
3	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
4	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
5	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
6	114.166.666,67 €	0,15	17.125.000,00 €
	685.000.000,00 €		165.541.666,67 €

CIERRE B - FECHA 25.03.15

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE B	IMPORTE INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	0,55	62.791.666,67 €
2	114.166.666,67 €	0,6	68.500.000,00 €
3	114.166.666,67 €	0,55	62.791.666,67 €
4	114.166.666,67 €	0,55	62.791.666,67 €
5	114.166.666,67 €	0,5	57.083.333,33 €
6	114.166.666,67 €	0	- €
	685.000.000,00 €		313.958.333,33 €

RESTO

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% RESIDUAL	IMPORTE A INVERTIR
1	114.166.666,67 €	0,05	5.708.333,33 €
2	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
3	114.166.666,67 €	0,25	28.541.666,67 €
4	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
5	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
6	114.166.666,67 €	0,00	- €
	685.000.000,00 €		91.333.333,33 €

ESCENARIO OPTIMISTA - CONVOCATORIA 1

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% INVERTIDO	TOTAL INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	1,00	114.166.666,67 €
2	114.166.666,67 €	1,00	114.166.666,67 €
3	114.166.666,67 €	1,00	114.166.666,67 €
4	114.166.666,67 €	0,95	108.458.333,33 €
5	114.166.666,67 €	0,90	102.750.000,00 €
6	114.166.666,67 €	0,15	17.125.000,00 €
	685.000.000,00 €		570.833.333,33 €

Tabla 50. Inversión estimada de los fondos de la primera convocatoria según escenario optimista
Fuente: *Elaboración propia*

Convocatoria 2

CIERRE A - FECHA 21.08.2014

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE A	IMPORTE INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	0,45	37.406.250,00 €
2	83.125.000,00 €	0,35	29.093.750,00 €
3	83.125.000,00 €	0,35	29.093.750,00 €
4	83.125.000,00 €	0,30	24.937.500,00 €
5	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
6	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
7	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
8	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
	665.000.000,00 €		153.781.250,00 €

CIERRE B - FECHA 21.08.15)

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE B	IMPORTE INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	0,55	45.718.750,00 €
2	83.125.000,00 €	0,5	41.562.500,00 €
3	83.125.000,00 €	0,45	37.406.250,00 €
4	83.125.000,00 €	0,6	49.875.000,00 €
5	83.125.000,00 €	0,55	45.718.750,00 €
6	83.125.000,00 €	0,55	45.718.750,00 €
7	83.125.000,00 €	0,3	24.937.500,00 €
8	83.125.000,00 €	0	- €
	665.000.000,00 €		266.000.000,00 €

RESTO

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% RESIDUAL	IMPORTE A INVERTIR
1	83.125.000,00 €	0,00	- €
2	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
3	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
4	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
5	83.125.000,00 €	0,25	20.781.250,00 €
6	83.125.000,00 €	0,25	20.781.250,00 €
7	83.125.000,00 €	0,00	- €
8	83.125.000,00 €	0,00	- €
	665.000.000,00 €		78.968.750,00 €

ESCENARIO OPTIMISTA - CONVOCATORIA 2

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% INVERTIDO	TOTAL INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
2	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
3	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
4	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
5	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
6	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
7	83.125.000,00 €	0,50	41.562.500,00 €
8	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
	665.000.000,00 €		498.750.000,00 €

Tabla 51. Inversión estimada de los fondos de la segunda convocatoria según escenario optimista
Fuente: *Elaboración propia*

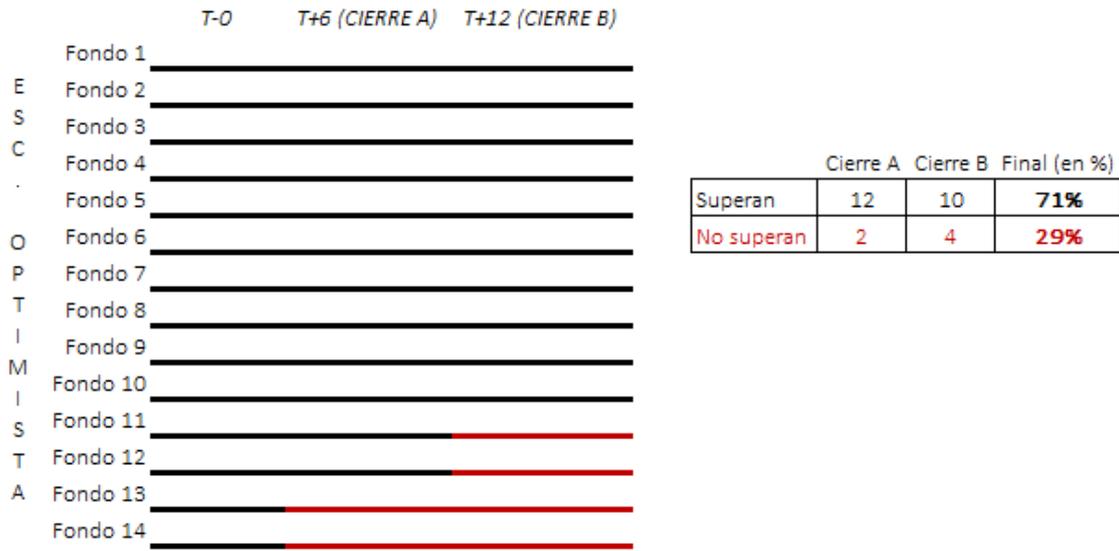


Gráfico 19. Número de fondos que superan cada cierre según escenario optimista
Fuente: *Elaboración propia*

c) ESCENARIO REALISTA

Convocatoria 1

CIERRE A - FECHA 25.03.14

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE A	IMPORTE INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	0,35	39.958.333,33 €
2	114.166.666,67 €	0,25	28.541.666,67 €
3	114.166.666,67 €	0,25	28.541.666,67 €
4	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
5	114.166.666,67 €	0,15	17.125.000,00 €
6	114.166.666,67 €	0,15	17.125.000,00 €
	685.000.000,00 €		154.125.000,00 €

CIERRE B - FECHA 25.03.15

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE B	IMPORTE INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	0,55	62.791.666,67 €
2	114.166.666,67 €	0,55	62.791.666,67 €
3	114.166.666,67 €	0,5	57.083.333,33 €
4	114.166.666,67 €	0,4	45.666.666,67 €
5	114.166.666,67 €	0	- €
6	114.166.666,67 €	0	- €
	685.000.000,00 €		228.333.333,33 €

RESTO

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% RESIDUAL	IMPORTE A INVERTIR
1	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
2	114.166.666,67 €	0,20	22.833.333,33 €
3	114.166.666,67 €	0,10	11.416.666,67 €
4	114.166.666,67 €	0,00	- €
5	114.166.666,67 €	0,00	- €
6	114.166.666,67 €	0,00	- €
	685.000.000,00 €		45.666.666,67 €

ESCENARIO REALISTA - CONVOCATORIA 1

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% INVERTIDO	TOTAL INVERTIDO
1	114.166.666,67 €	1,00	114.166.666,67 €
2	114.166.666,67 €	1,00	114.166.666,67 €
3	114.166.666,67 €	0,85	97.041.666,67 €
4	114.166.666,67 €	0,60	68.500.000,00 €
5	114.166.666,67 €	0,15	17.125.000,00 €
6	114.166.666,67 €	0,15	17.125.000,00 €
	685.000.000,00 €		428.125.000,00 €

Tabla 52. Inversión estimada de los fondos de la primera convocatoria según escenario realista
Fuente: *Elaboración propia*

Convocatoria 2

CIERRE A - FECHA 21.08.2014

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE A	IMPORTE INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	0,35	29.093.750,00 €
2	83.125.000,00 €	0,30	24.937.500,00 €
3	83.125.000,00 €	0,25	20.781.250,00 €
4	83.125.000,00 €	0,25	20.781.250,00 €
5	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
6	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
7	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
8	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
	665.000.000,00 €		128.843.750,00 €

CIERRE B - FECHA 21.08.15)

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% CIERRE B	IMPORTE INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	0,55	45.718.750,00 €
2	83.125.000,00 €	0,5	41.562.500,00 €
3	83.125.000,00 €	0,6	49.875.000,00 €
4	83.125.000,00 €	0,55	45.718.750,00 €
5	83.125.000,00 €	0,55	45.718.750,00 €
6	83.125.000,00 €	0,45	37.406.250,00 €
7	83.125.000,00 €	0	- €
8	83.125.000,00 €	0	- €
	665.000.000,00 €		266.000.000,00 €

RESTO

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% RESIDUAL	IMPORTE A INVERTIR
1	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
2	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
3	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
4	83.125.000,00 €	0,20	16.625.000,00 €
5	83.125.000,00 €	0,25	20.781.250,00 €
6	83.125.000,00 €	0,00	- €
7	83.125.000,00 €	0,00	- €
8	83.125.000,00 €	0,00	- €
	665.000.000,00 €		74.812.500,00 €

ESCENARIO REALISTA - CONVOCATORIA 2

FONDO	COMPROMISO INV. INICIAL	% INVERTIDO	TOTAL INVERTIDO
1	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
2	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
3	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
4	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
5	83.125.000,00 €	1,00	83.125.000,00 €
6	83.125.000,00 €	0,65	54.031.250,00 €
7	83.125.000,00 €	0,15	12.468.750,00 €
8	83.125.000,00 €	0,10	8.312.500,00 €
	665.000.000,00 €		469.656.250,00 €

Tabla 53. Inversión estimada de los fondos de la segunda convocatoria según escenario realista
Fuente: *Elaboración propia*

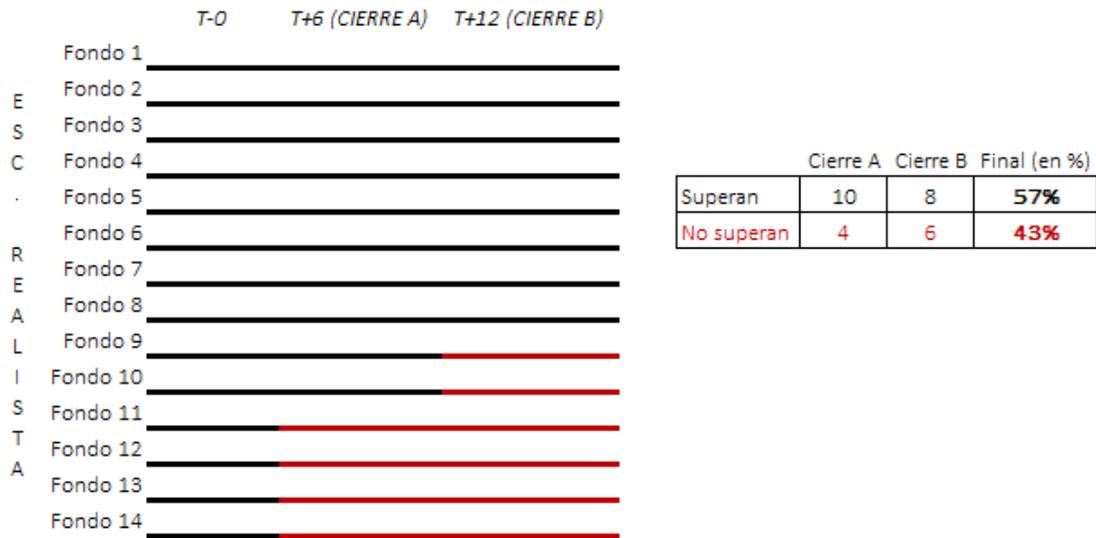


Gráfico 20. Número de fondos que superan cada cierre según escenario realista
Fuente: *Elaboración propia*

A continuación se exponen en la tabla 54 las conclusiones obtenidas según escenario y fechas de cierre previstas:

	25.03.14	21.08.14	25.03.15	21.08.15	RESTO
ESC. PESIMISTA	102.750.000	78.968.750	234.041.667	108.062.500	49.322.917
ESC. OPTIMISTA	165.541.667	153.781.250	313.958.333	266.000.000	78.968.750
ESC. REALISTA	154.125.000	128.843.750	228.333.333	266.000.000	74.812.500

Tabla 54. Inversión total de los 14 fondos asignados según escenario y cierres
Fuente: *Elaboración propia*

	INVERSIÓN TOTAL	S/ APORTACIÓN ICO	S/ COMPROMISO INV.
ESCENARIO PESIMISTA	470.395.833	108,9	34,8
ESCENARIO OPTIMISTA	1.069.583.333	247,6	79,2
ESCENARIO REALISTA	897.781.250	207,8	66,5

Tabla 55. Inversión total según parámetros en las dos convocatorias (en euros y porcentaje)
Fuente: *Elaboración propia*

Focalizando el análisis en el escenario realista, se estima que en el primer cierre (A) el 71 por cien de los fondos participados superan el mínimo requerido de inversión, con un total de aproximadamente 282 millones de euros. De estos diez fondos, en el cierre final ocho invierten como mínimo el 75 por cien del volumen comprometido, continuando invirtiendo en el resto del periodo el importe estipulado. Bajo las hipótesis planteadas, la inversión total que se estima

obtener a través de estas dos convocatorias es de aproximadamente 879 millones de euros, suponiendo un 207,8 por cien respecto a la aportación inicial del ICO para dichas licitaciones [437 millones de euros], y un 66,5 por cien del volumen de inversión total comprometido [1.350 millones de euros] de los catorce fondos participados. Ante un escenario pesimista donde sólo el 14 por cien de los fondos superan el cierre final, la inversión total conseguida asciende a 470 millones de euros, siendo todavía superior a la aportación inicial llevada a cabo por el ICO [108,9 por cien] y suponiendo un 34,8 por cien de la inversión comprometida total.

Aplicando el apartado 15.1, donde se determinan los puestos de trabajo generados análogamente sobre la creación de empleo que supuso el lanzamiento del SBIC en Estados Unidos, en términos aproximados se estima crear un total de 25.588 puestos de trabajo en un periodo de cuatro años, suponiendo un escenario realista según el cual el volumen de inversión de las dos convocatorias resueltas asciende a 897 millones de euros.

15.3 REPERCUSIÓN SOCIAL

Desde la Unión Europea se insistió en la necesidad de introducir modelos de financiación alternativos al bancario, focalizando esta visión principalmente en las pequeñas y medianas empresas, quienes presentan mayores dificultades en el acceso a financiación y por tanto a la inversión. En el artículo 27 del memorándum llevado a cabo por el Banco Central Europeo y la Unión Europea en la regularización de un único organismo supervisor (MOU, 2013)¹¹⁰, se determina un mayor apoyo del capital riesgo en la consecución de este objetivo.

El requerimiento europeo y la reclamación del propio sector respecto una mayor implicación de los organismos públicos en la actividad, impulsa al Gobierno español a establecer medidas adicionales en la financiación empresarial, entre las que se encuentra el ‘Fondo de Fondos’, introducida en el Debate del Estado de la Nación dentro del Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor (2013).

Como consecuencia, la constitución de FOND- ICO Global por AXIS Participaciones Empresariales ha generado una alta expectación en el sector del capital riesgo, bajo la esperanza de servir de dinamizador en la movilización de un mayor volumen de recursos hacia las empresas.

Según especifica el director general de AXIS, Guillermo Jiménez, en la entrevista publicada por el ICO (2013)¹¹¹, la principal línea de actuación es ‘mantener la actividad inversora directa en

¹¹⁰ EUROPEAN CENTRAL BANK (2013) “Memorandum of Understanding between the Council of the European Union and the European Central Bank on the cooperation on procedures related to the Single Supervisory Mechanism (SSM)” [en línea] ecb.europa.eu, <<https://www.ecb.europa.eu/ssm/pdf/memorandum-ssm-eucouncil-ecb.pdf>> [10.06.14]

¹¹¹ INSTITUTO DEL CRÉDITO OFICIAL (2013) “Newsletter ICO. Nº6 Septiembre 2013; Entrevista a Guillermo Jiménez, Director General de AXIS” [en línea] ico.es <http://www.ico.es/web/ico_newsletter/20> [10.06.14]

compañías, potenciando la coconversión sobre la base de atraer recursos del exterior, desplegando lo más rápidamente posible la iniciativa del ‘Fondo de Fondos’ de FOND – ICO Global, tratando de cubrir equilibradamente todo el arco de fondos de acuerdo a su estadio de inversión e incluso lanzando fondos para poner en el mercado de forma significativa herramientas de financiación no bancaria para las pymes, que ahora son muy escasas’.

La expectación social de FOND – ICO Global en el sector se ha reflejado en los resultados de diversas encuestas realizadas. En noviembre de 2013 la sociedad KPMG España publicó la encuesta dirigida a entidades y fondos de capital riesgo focalizada en el entorno empresarial e institucional del capital riesgo¹¹². Como se indica en la misma, en el contexto económico actual las iniciativas de la Administración Pública en el apoyo del sector suponen un avance en el mismo ya que el acceso a recursos financieros permite financiar su crecimiento e internacionalización. Así, de las 59 entidades encuestadas, 55 [93,2 por cien] consideraron que FOND – ICO Global es una iniciativa beneficiosa para el mercado del capital riesgo, mientras que 4 encuestados [6,8 por cien] no comparten dicha visión.

En la entrevista publicada por AXIS en agosto de 2014¹¹³ adjuntada en el ANEXO IV, se refleja la perspectiva de una de las sociedades gestoras seleccionadas en la primera convocatoria, Diana Capital, focalizada en el capital expansión. Ante la valoración de la puesta en marcha de FOND-ICO Global, en la misma se indica la positiva evaluación de la iniciativa dado el volumen de capital riesgo invertido en el primer semestre del año 2014. Destacan la dinamización del sector y canalización de los fondos hacia la empresa española, pues desde Diana Capital II, FCR, el fondo de la sociedad gestora participado por FOND-ICO Global, ya han invertido en *Gocco*¹¹⁴, quien mantiene un ambicioso plan de expansión e internacionalización, en esperas de aperturar 200 nuevos establecimientos.

16. CONTEXTO ECONÓMICO ACTUAL

Tal y como afirma Diana Capital, y según los datos aportados por ASCRI en el último informe publicado [2014], el volumen de inversión en el primer semestre de 2014 ha alcanzado 1.197,7 millones de euros, un 247 por cien superior a la inversión en capital riesgo llevada a cabo en el primer semestre del ejercicio anterior [483 millones de euros].

Estos datos confirman el cambio de tendencia reflejado en el segundo semestre de 2013 respecto el volumen de capital riesgo invertido en los últimos años, en descenso desde el

¹¹² KPMG España (2013) “Perspectivas del Capital Riesgo en España” [en línea] [kmpg.org, <http://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documents/Private-Equity-Survey-2013.pdf>](http://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documents/Private-Equity-Survey-2013.pdf) [10.06.14]

¹¹³ AXIS Participaciones Empresariales S.G.E.C.R (2014) “Entrevista a Diana Capital” [en línea] [axispart.com, http://www.axispart.com/entrevista-a-diana-capital/](http://www.axispart.com/entrevista-a-diana-capital/) [10.08.14]

¹¹⁴ *Gocco* es la empresa líder en España de moda infantil. Fue creada en Madrid en el año 2000 y desde la fecha ha mantenido una expansión constante. Actualmente cuenta con 590 empleados y tiene presencia en Costa Rica, Francia, Italia, Kuwait, Luxemburgo, Malta, México, Perú, Polonia, Portugal, Qatar, Arabia Saudí, Suiza, Emiratos Árabes y España.

ejercicio 2011, cuando alcanzó los 3.100 millones de euros, un 34 por cien superior al volumen invertido en el año 2013 [2.357 millones de euros, de los cuales 1.874 millones fueron invertidos el segundo semestre del periodo].

Es destacable la captación de nuevos fondos en para invertir última cifrada, ascendiendo a 2.136 millones de euros. A continuación se desglosa la procedencia de los mismos, correspondiente al primer semestre del año en curso:

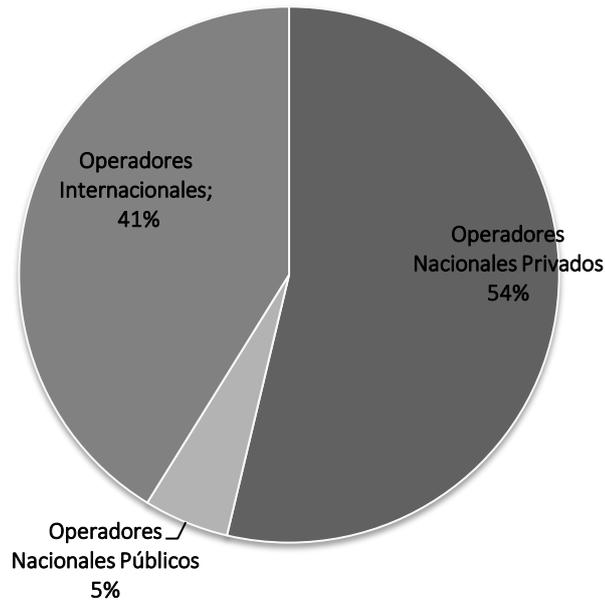


Gráfico 21. Agentes que han aportado fondos durante el primer semestre de 2014
Fuente: *Elaboración propia*

En el año 2013 la captación total de nuevos fondos se registró en 1.346 millones de euros, de los cuales 380 millones fueron aportados en el primer semestre del ejercicio. Como consecuencia, en términos relativos, la captación de fondos del primer semestre de 2014 respecto al periodo anterior ha supuesto un crecimiento del 562 por cien, corroborando la urgencia de recursos necesaria en el sector para atraer inversión extranjera y nacional:

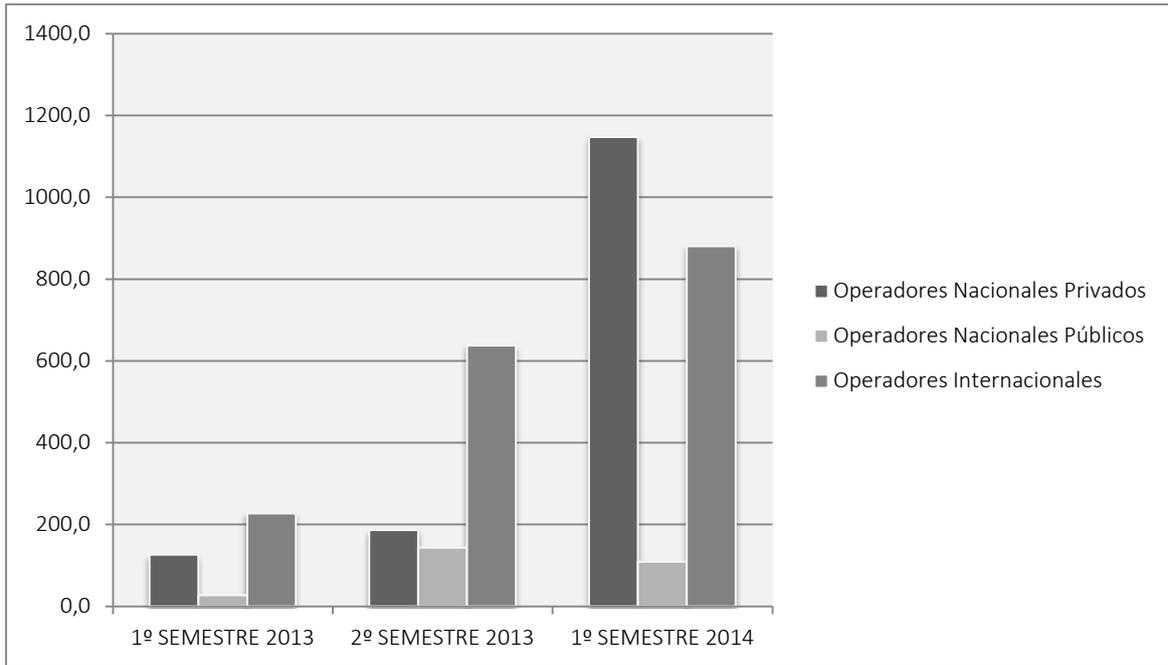


Gráfico 22. Captación de recursos para invertir por semestres según operadores (en millones de euros)
Fuente: *Elaboración propia*

En términos generales, según la publicación del Instituto Nacional de Estadística¹¹⁵, el Producto Interior Bruto (PIB)¹¹⁶ ha registrado en el segundo trimestre de 2014 un crecimiento del 0.6 por cien en relación al primer trimestre del año en curso, suponiendo un incremento de 1.2 por cien respecto al segundo trimestre del año 2013. Esta variación del crecimiento agregado está determinada principalmente por el incremento de la demanda nacional [de 0.7 a 1,9 puntos], ascenso que compensa la disminución que comporta la demanda exterior, quien reduce su aportación al PIB trimestral en cinco décimas respecto al trimestre anterior (de -0.2 a -0.7 puntos), presentando tanto las exportaciones de bienes y servicios como las importaciones crecimientos inferiores a los del trimestre precedente, siendo más acusado el descenso de las exportaciones¹¹⁷.

En relación al empleo generado, según el INE la creación de puestos de trabajo ha registrado cinco décimas superior al trimestre anterior, presentando una variación trimestral de 0.6 por cien, implicando en términos anuales un incremento a un ritmo del 0.8 por cien, equivalente a la creación de aproximadamente 127 mil puestos de trabajo a tiempo completo.

¹¹⁵ Instituto Nacional de Estadística (2014) "Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Segundo trimestre de 2014" [en línea] ine.es <<http://www.ine.es/prensa/cntr0214.pdf>> [31.08.14]

¹¹⁶ Medido en términos de volumen encadenado con referencia base del año 2008.

¹¹⁷ Las exportaciones han disminuido en cinco puntos y siete décimas su crecimiento [de 7.4 por cien al 1.7 por cien], mientras que las importaciones se han desacelerado en cuatro puntos y siete décimas [de 8.6 por cien al 3.9 por cien]

17. CONCLUSIONES

Mediante el trabajo expuesto se ha pretendido demostrar la necesidad de impulsar mecanismos de financiación alternativas a la bancaria que permitan estimular y dinamizar el mercado a través de la inversión. El documento se ha focalizado en el capital riesgo como motor de crecimiento debido a la profesionalización y disposición de recursos financieros que comporta a través de la participación en el capital empresarial. Se ha detallado el éxito que en otros países ha supuesto el desarrollo del mercado de capital riesgo, donde el sector público ha mantenido un papel activo en la disposición de financiación. En esta línea, alcanzó relevancia el análisis del instrumento financiero de nueva creación en España que, como respuesta a la demanda del sector para su impulso, lanzó el Instituto del Crédito Oficial a través de la Sociedad Gestora AXIS. Debido a la expectación que ha causado FOND – ICO Global con su constitución, mediante el trabajo desarrollado se ha tratado de determinar la repercusión del mismo a través del estudio de los datos de las convocatorias resueltas, extrapolando los resultados en línea con los objetivos predeterminados según la información histórica, actual y la suposición de diferentes escenarios de viabilidad.

Las conclusiones de la investigación se detallan a continuación:

El capital riesgo es una modalidad de inversión mediante la cual entidades o fondos de capital riesgo participan en empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y no cotizadas en mercados primarios de valores con el fin de impulsar la compañía, para posteriormente llevar a cabo una estrategia de salida con la que desinvertir obteniendo un margen de rentabilidad.

Las primeras entidades de capital riesgo fueron fundadas en Estados Unidos en el año 1946, bajo el objeto de promover negocios prometedores emprendidos tras la Segunda Guerra Mundial. El éxito de las operaciones, la adaptación legislativa y el apoyo del gobierno estadounidense a través del *SBA [Small Business Administration]* motivaron el desarrollo de la actividad, principalmente en la década de los noventa con la promoción de las empresas de la nueva economía, basadas en la tecnología y telecomunicación.

España continúa alejada en términos de volumen de inversión respecto Estados Unidos. Según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística, la necesidad de financiación ha incrementado desde el año 2007. Sin embargo, la disposición de las entidades bancarias en la facilitación de dichos recursos se ha deteriorado desde la fecha, coincidiendo con la recesión económica del periodo. Como consecuencia, se ha ralentizado el desarrollo del sector de capital riesgo español en comparación con otros países europeos como Reino Unido y Francia.

El restringido acceso a la financiación bancaria y la necesidad de disponibilidad de recursos por parte de las empresas en la movilización de la inversión, creación de empleo y promoción del consumo justifica la participación pública en el desarrollo del sector de capital riesgo que tanto demandaba el mercado debido al impacto económico y social que el mismo comporta.

En el año 2013 el volumen de inversión en capital riesgo se ha contraído un 7,5 por cien respecto al periodo anterior, alcanzando un importe de 2.580 millones de euros distribuidos en 543 operaciones, de las cuales 494 han invertido menos de 5 millones de capital. En el último semestre ha tenido lugar el 80 por cien de la inversión total, ascendiendo a 1874 millones de euros [293 operaciones]

Coincidiendo con dicho semestre se lanza en Septiembre de 2013 la primera convocatoria de FOND – ICO Global, primer fondo público español de capital riesgo que financia fondos de capital riesgo privado, con el objeto de que los mismos inviertan directamente en empresas principalmente españolas en cualquier fase de desarrollo.

FOND – ICO Global fue inscrito en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en Mayo de 2013, respondiendo a la demanda respecto la participación activa del sector público en la inversión de capital riesgo, y motivado por el éxito de este instrumento financiero público aplicado en otros países como Estados Unidos e Israel.

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) es el propietario del total del accionariado de AXIS Participaciones Empresariales, la sociedad gestora pública de fondos de capital riesgo que ha lanzado FOND-ICO Global. La dotación inicial del fondo alcanza los 1.200 millones de euros, a distribuir en las diferentes licitaciones públicas convocadas.

En función de la demanda de los inversores y la situación del mercado, se convocarán diversas licitaciones, publicadas en la página web oficial de la sociedad gestora AXIS. En cada una de ellas FOND – ICO Global selecciona los fondos de capital riesgo que serán participados en función de la Oferta presentada por los candidatos, donde se detalla el compromiso de inversión de cada uno de ellos. Dependiendo de las características de las propuestas seleccionadas y del volumen de inversión comprometido, FOND – ICO Global determina la participación monetaria que invertirá en los mismos.

El objetivo de FOND – ICO Global es participar durante un periodo de cuatro años en aproximadamente 40 fondos de capital riesgo que movilicen 5.000 millones de euros. Según cálculos, y considerando datos constantes, en el cumplimiento de dicha finalidad FOND – ICO Global ha de aportar en términos anuales 300 millones de euros en fondos de capital riesgo que se comprometan a invertir 1.250 millones de euros.

Hasta la fecha se han concretado cuatro convocatorias, de las cuales dos han sido resueltas. Para ambas, la aportación del ICO total asciende a 437 millones de euros, mientras que el compromiso de inversión de los catorce fondos seleccionados asciende a 1.350 millones de euros. De los mismos, siete fondos invertirán en compañías españolas en fase de desarrollo inicial [Venture Capital] y los otros siete en empresas más desarrolladas [Capital Expansión], según las categorías requeridas en la licitación.

De acuerdo con la duración de FOND-ICO Global estipulada y los objetivos establecidos, se deduce que el Instituto de Crédito Oficial ha invertido un 45 por cien más de la aportación objetivo durante el año en curso [sin considerar la convocatoria no resuelta hasta la fecha del 11 de Julio]. A su vez, la inversión comprometida de los fondos asignados supera en un 8 por cien el nivel de participación anual determinado para movilizar 5.000 millones de euros en un periodo de cuatro años.

Los fondos seleccionados se comprometen a cumplir unos requisitos de inversión determinados para seguir siendo participados por FOND – ICO Global y no reembolsar la aportación inicial. Desde la formalización de la operación se llevan a cabo dos revisiones sobre las cuales los fondos han de haber invertido a los seis y dieciocho meses de la formalización el 20 por cien y el 75 por cien de lo estipulado, respectivamente.

En base a estos requisitos, y en función de las convocatorias resueltas, se han considerado diferentes escenarios de viabilidad en el análisis del volumen invertido. Según el escenario realista donde diez fondos superan el compromiso de inversión del primer cierre y de los mismos ocho superan el segundo, el volumen invertido asciende a 897 millones de euros, un 66,5 por cien de la inversión total comprometida por los catorce fondos iniciales participados. En comparación con la dotación del ICO para ambas licitaciones, dicho volumen supone una repercusión de 207,8 por cien sobre la aportación inicial de las dos licitaciones [437 millones de euros].

Adaptando análogamente la creación de empleo que supuso el lanzamiento del SBIC en Estados Unidos en el año 2008, se estima que ambas convocatorias resueltas son capaces de generar 25.588 puestos de trabajo en un periodo de cuatro años, según el escenario realista supuesto donde la inversión asciende a 897 millones de euros.

Los datos del primer semestre del año 2014 respecto la inversión en capital riesgo corroboran el cambio de tendencia iniciado en el segundo semestre de 2013. Durante el primer semestre del año en curso, el volumen de inversión se ha registrado en 1.197,27 millones de euros, suponiendo un 247 por cien de volumen superior al alcanzado en el periodo anterior.

Se destaca a su vez la captación de recursos para invertir. En el primer semestre de 2014 la captación de nuevos fondos alcanza los 2.136 millones de euros, un 562 por cien superior respecto al primer semestre del ejercicio anterior. De los 2.136 millones registrados en el año en el curso, el 54 por cien corresponde a la aportación de operadores nacionales privados, el 5 por cien a operadores nacionales públicos, y el 41 por cien a agentes internacionales.

En términos generales, en el segundo trimestre del año 2014 el Producto Interior Bruto ha presentado un crecimiento del 0.6 por cien respecto a los primeros tres meses del ejercicio, suponiendo un crecimiento interanual de 1.2 por cien. El crecimiento agregado está principalmente motivado por el aumento en la demanda nacional [1.9 puntos], que compensa la disminución de la demanda exterior [-0.7 puntos].

Pese a la reciente constitución de FOND – ICO Global, los datos obtenidos de las licitaciones resueltas hasta la fecha permiten corroborar la relevancia que ha supuesto este instrumento de financiación pública de nueva creación en el sector del capital riesgo español. La aportación pública a través de FOND – ICO Global ha registrado un total de 437 millones de euros, suponiendo un 15 por cien superior a la totalidad de inversión captada en el primer semestre de 2013 por los operadores nacionales, internacionales y privados. Estos recursos financieros han sido inyectados en catorce fondos de capital riesgo privado, comprometidos a invertir 1.350 millones de euros en compañías principalmente españolas en fases iniciales y de expansión.

Según el estudio expuesto, se estima invertir el 66,5 por cien del compromiso total de los fondos participados en las dos adjudicaciones realizadas, materializándose en la creación de aproximadamente 25.500 puestos de trabajo en un periodo de cuatro años, estimulando el consumo y por tanto el cómputo de la demanda interna en el crecimiento agregado del país. No obstante, cabría estudiar el desarrollo de las licitaciones futuras convocadas, que se adjudicarán según la coyuntura económica prevista, para determinar con mayor rigurosidad el impacto de FOND – ICO Global.

18. BIBLIOGRAFÍA

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

ALEMANY, L; MARTÍ J. (2006). *Productivity growth in Spanish venture-backed firms*. Reino Unido: Gregoriou, G.N.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2012) “Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España” [en línea] <ascrri.org> <http://www.ascrri.org/impacto/> [15.01.14]

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2013) “Informe Anual del capital Riesgo 2013” [en línea] ascrri.org, <http://www.ascrri.org/informe_2013/es/> [05.02.14]

AXIS Participaciones Empresariales S.G.E.C.R (2014) “Entrevista a Diana Capital” [en línea] axispart.com, <http://www.axispart.com/entrevista-a-diana-capital/> [10.08.14]

BALBOA, M.; MARTÍ. J; ZIELING. N. (2011). Impact of funding and value added on Spanish venture capital – backed firms, innovation. *The European Journal of Social Science Research*, pp. 449-466

CAPITAL FOR ENTERPRISE LTD (2012) “Overview of publicly-backed venture capital and loan funds in the UK” [en línea] british-business-bank.co.uk, <<http://british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2013/10/Overview-of-publicly-backed-venture-capital-and-loan-funds-in-the-UK-final.pdf>> [19.08.14]

CENDROWSKI, HARRY (2008). *Private Equity: Governance and Operations Assessment*. Nueva York: Hoboken.

COMUNIDADES EUROPEAS (2006). “Guía del usuario de PYME” [en línea] ec.europa.eu, <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_es.pdf> [28.03.14]

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE AXIS (2012) “Código de Conducta de AXIS Participaciones Empresariales SGECR, S.A.U” [en línea] axispart.com, <<http://www.axispart.com/wp-content/uploads/2011/pdf/Codigo.pdf>> [10.07.14]

DUANE, R. Y ROBERT, E. (2004). *Administración estratégica: competitividad y conceptos de globalización*. Bruselas: Thomson International.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2013) “Memorandum of Understanding between the Council of the European Union and the European Central Bank on the cooperation on procedures related to the Single Supervisory Mechanism (SSM)” [en línea] ecb.europa.eu, <<https://www.ecb.europa.eu/ssm/pdf/memorandum-ssm-eucouncil-ecb.pdf>> [10.06.14]

ERNST & YOUNG S.L. (2014) “Informe de Auditoría. Cuentas Anuales e Informe de Gestión correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2013”. [en línea] axispart.com, <http://www.axispart.com/wp-content/uploads/2011/06/Cuentas_Anuales_ejercicio%202010_Axis.pdf> [05.07.14]

EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA) (2012). *Performance Benchmarks Study*. Bruselas: Thomson Reuters.

GARCIA, ANA (2013). *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. Madrid: Uría Menéndez.

GARCÍA MARTÍN, J.M^a (2002). *Una apuesta por el capital riesgo*. Barcelona: Iuris.

INSTITUTO DEL CRÉDITO OFICIAL (ICO) (2014). “Informe Anual ICO 2013” [en línea] ico.es <<http://www.ico.es/documents/19/192733/IA-2013/01f92662-15a0-4c91-b6ee-b7cb9c28ef24>> [30.05.14]

INSTITUTO DEL CRÉDITO OFICIAL (ICO) (2013) “Newsletter ICO. Nº6 Septiembre 2013; Entrevista a Guillermo Jiménez, Director General de AXIS” [en línea] ico.es <http://www.ico.es/web/ico_newsletter/20> [10.06.14]

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2014) “Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Segundo trimestre de 2014” [en línea] ine.es <<http://www.ine.es/prensa/cntr0214.pdf>> [31.08.14]

JEFATURA DEL ESTADO (2005). Real Decreto-Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. BOE núm. 282 dd. 25.11.05

JEFATURA DEL ESTADO (2013). Real Decreto-Ley 4/2003 de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo. BOE núm. 47 dd. 23.02.13

JUSTIN J. CAMP (2002). *Venture Capital Due Diligence. A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns*. Reino Unido: John Wiley & Sons

KPMG España (2013) “Perspectivas del Capital Riesgo en España” [en línea] kpmg.org, <<http://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadyNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documents/Private-Equity-Survey-2013.pdf>> [10.06.14]

MANZANERA, A. (2010). *Finanzas para emprendedores*. Madrid: Deusto.

MARTÍ, J.; SALAS, M. Y ALFÉREZ, A. (2011) *Impacto económico y social del capital riesgo en España*. Madrid: ASCRI

MARTÍ PELLÓN, J. (2002): *Resumen de la actividad de capital riesgo en España en 2001*. Madrid: ASCRI

MARTÍ PELLÓN, J. (2007.). *La financiación de PYMES mediante capital riesgo*. Valencia: IMPIVA

MARTÍN MENDOZA, J.L. (1988) *El capital riesgo. Un sistema innovador de financiación*. Barcelona: Fausí

METRICK, ANDREW (2007). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Reino Unido: John Wiley & Sons

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA (1991). Real Decreto 1080/1991, de 5 de Julio, por el que se determinan los países y territorios con medidas fiscales urgentes. BOE núm. 167 dd. 13.07.91

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA (1992). Real Decreto 1624/1992, de 29 de diciembre, por el que se aprueba el Impuesto sobre el Valor Añadido. BOE núm. 314 dd. 31.12.92

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA (1993). Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre por el que se aprueba el texto refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. BOE núm. 251 dd. 20.10.93

MINISTERIO DE HACIENDA (2004). Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. BOE núm. 61 dd. 11.03.04

ROLAND, S.; KELLEY D.; KEW J.; HERRINGTON M; VORDEWULBECKE A. (2012). *2012 Global Report*. Reino Unido; Global Entrepreneurship Research Association.

SMALL BUSINESS ADMINISTRATION (SBA) (2013) "Leading a revitalized small investment program" [en línea] washingtonpost.com,
<http://www.washingtonpost.com/politics/federal_government/leading-a-revitalized-small-business-investment-program/2013/06/11/3a721506-d295-11e2-8cbe-1bcbec06f8f8_story.html?wpisrc=emailtoafriend> [10.08.14]

ZOZAYA GONZÁLEZ, N.; RODRÍGUEZ GUERRA J. (2007) *Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo*. Madrid: Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa.

19. ANEXOS

ANEXO I

CCAA AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES S.G.E.C.R. S.A.



CLASE 8.^a



0L6181104

**AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES, S.G.E.C.R., S.A.
(SOCIEDAD UNIPERSONAL)**

**BALANCE DE SITUACIÓN AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(Expresado en euros)**

ACTIVO	Nota	2013	2012
Tesorería	5	704.030,34	890.710,87
Cartera de negociación		-	-
Valores representativos de deuda		-	-
Instrumentos de capital		-	-
Derivados de negociación		-	-
Otros activos financieros		-	-
<i>Pro-memoria: Prestados o en garantía</i>		-	-
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias		-	-
Valores representativos de deuda		-	-
Otros instrumentos de capital		-	-
Otros activos financieros		-	-
<i>Pro-memoria: Prestados o en garantía</i>		-	-
Activos financieros disponibles para la venta		-	-
Valores representativos de deuda		-	-
Instrumentos de capital		-	-
<i>Pro-memoria: Prestados o en garantía</i>		-	-
Inversiones crediticias	6	16.015.220,98	11.174.651,18
Crédito a intermediarios financieros		15.018.112,54	10.532.213,35
Crédito a particulares		997.108,44	642.437,83
Otros activos financieros		-	-
Cartera de inversión a vencimiento		-	-
<i>Pro-memoria: Prestados o en garantía</i>		-	-
Derivados de cobertura		-	-
Activos no corrientes en venta		-	-
Valores representativos de deuda		-	-
Instrumentos de capital		-	-
Activo material		-	-
Otros		-	-
Participaciones		-	-
Entidades del grupo		-	-
Entidades multigrupo		-	-
Entidades asociadas		-	-
Contratos de seguros vinculados a pensiones		-	-
Activo material	7	57.795,40	95.747,50
De uso propio		57.795,40	95.747,50
Inversiones inmobiliarias		-	-
Activo intangible	8	30.598,10	44.720,30
Fondo de comercio		-	-
Otro activo intangible		30.598,10	44.720,30
Activos fiscales	13	13.170,00	14.332,97
Corrientes		-	1.162,97
Diferidos		13.170,00	13.170,00
Resto de activos	9	67.099,26	48.162,80
TOTAL ACTIVO		16.887.914,08	12.268.325,62



CLASE 8.^a



OL6181105

**AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES, S.G.E.C.R., S.A.
(SOCIEDAD UNIPERSONAL)**

**BALANCE DE SITUACIÓN AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(Expresado en euros)**

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	Nota	2013	2012
Cartera de negociación		-	-
Otros pasivos a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias		-	-
Pasivos financieros a coste amortizado	10	378.135,89	253.927,74
Deudas con intermediarios financieros		-	-
Deudas con particulares		378.135,89	253.927,74
Empréstitos y pasivos subordinados		-	-
Otros pasivos financieros		-	-
Derivados de cobertura		-	-
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta		-	-
Provisiones	6	43.900,00	43.900,00
Fondos para pensiones y obligaciones similares		-	-
Provisiones para impuestos y otras contingencias legales		-	-
Otras provisiones		43.900,00	43.900,00
Pasivos fiscales	13	1.168.259,95	126.648,42
Corrientes		1.168.259,95	126.648,42
Diferidos		-	-
Resto de pasivos		-	-
TOTAL PASIVO		1.590.295,84	424.476,16
FONDOS PROPIOS	11	15.297.618,24	11.843.849,46
Capital		601.010,00	601.010,00
Escriturado		601.010,00	601.010,00
Menos: Capital no exigido		-	-
Prima de emisión		-	-
Reservas		11.242.839,46	10.068.237,74
Otros instrumentos de capital		-	-
Menos: Valores propios		-	-
Resultado del ejercicio		3.453.768,78	1.174.601,72
Menos: Dividendos y retribuciones		-	-
AJUSTES POR VALORACIÓN		-	-
Activos financieros disponibles para la venta		-	-
Coberturas de los flujos de efectivo		-	-
Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero		-	-
Diferencias de cambio		-	-
Resto de ajustes por valoración		-	-
TOTAL PATRIMONIO NETO		15.297.618,24	11.843.849,46
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		16.887.914,08	12.268.325,62



CLASE 8.^a



0L6181106

**AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES, S.G.E.C.R., S.A.
(SOCIEDAD UNIPERSONAL)**

**BALANCE DE SITUACIÓN AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(Expresado en euros)**

<u>PRO-MEMORIA</u>	<u>Nota</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Avales y garantías concedidas		-	-
Otros pasivos contingentes		-	-
Compromisos de compraventa de valores a plazo		-	-
Valores propios cedidos en préstamo		-	-
Desembolsos comprometidos por aseguramiento de emisiones		-	-
Derivados financieros		-	-
Otras cuentas de riesgo y compromiso		-	-
TOTAL CUENTAS DE RIESGO Y COMPROMISO		-	-
Depósito de títulos		-	-
Carteras gestionadas		-	-
Otras cuentas de orden		-	-
TOTAL OTRAS CUENTAS DE ORDEN		-	-



CLASE 8.^a



OL6181107

**AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES, S.G.E.C.R., S.A.
(SOCIEDAD UNIPERSONAL)**

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CORRESPONDIENTES AL EJERCICIO ANUAL
TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(Expresada en euros)**

	Nota	2013	2012	
(+)	Intereses y rendimientos asimilados	12 1	167.652,27	190.458,70
(-)	Intereses y cargas asimiladas		-	-
=	MARGEN DE INTERESES		167.652,27	190.458,70
(+)	Rendimiento de instrumentos de capital			
(+)	Comisiones percibidas	12 2	6.876.073,13	3.368.963,90
(-)	Comisiones pagadas		-	-
(+/-)	Resultado de operaciones financieras (neto)		-	-
	Cartera de negociación		-	-
	Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias		-	-
	Instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias		-	-
	Otros		-	-
(+/-)	Diferencias de cambio (neto)		-	-
(+)	Otros productos de explotación		78.085,48	233,06
(-)	Otras cargas de explotación		(20.320,86)	(389,29)
=	MARGEN BRUTO		7.101.490,02	3.559.266,37
(-)	Gastos de personal	12.3	(980.889,73)	(939.931,05)
(-)	Gastos generales	12.4	(1.171.678,30)	(892.086,29)
(-)	Amortización	7 y 8	(49.712,64)	(50.754,47)
(+/-)	Dotaciones a provisiones (neto)		-	-
(+/-)	Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)		24.325,54	2.855,54
	Inversión crediticia		24.325,54	2.855,54
	Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias		-	-
=	RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN		4.923.534,89	1.679.350,10
(+/-)	Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)		(2.361,66)	(1.368,72)
)	Inmovilizado material	7	(2.361,66)	(1.368,72)
	Activos intangibles		-	-
	Resto		-	-
(+/-)	Ganancias/(Pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta		-	-
(+)	Diferencia negativa en combinaciones de negocios		-	-
(+)	Ganancias/(Pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas		-	-
=	RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		4.921.173,23	1.677.981,38
(-)	Impuesto sobre beneficios	13	(1.467.404,45)	(503.379,66)
=	RESULTADO DEL EJERCICIO POR OPERACIONES CONTINUADAS		3.453.768,78	1.174.601,72
(+/-)	Resultado de operaciones interrumpidas (neto)		-	-
=	RESULTADO DEL EJERCICIO		3.453.768,78	1.174.601,72
	BENEFICIO POR ACCIÓN		3.453,77	1.174,60
	Básico		3.453,77	1.174,60
	Diluido		-	-



CLASE 8.^a



OL6181108

**AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES, S.G.E.C.R., S.A.
(SOCIEDAD UNIPERSONAL)**

**ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO CORRESPONDIENTES AL
EJERCICIO ANUAL TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(Expresado en euros)**

A. Estado de ingresos y gastos reconocidos correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre 2013

	Euros	
	2013	2012
A) RESULTADO DEL EJERCICIO	3.453.768,78	1.174.601,72
B) OTROS INGRESOS/GASTOS RECONOCIDOS	-	-
1. Activos financieros disponibles para la venta	-	-
a) Ganancias/(Pérdidas) por valoración	-	-
b) Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
c) Otras reclasificaciones	-	-
2. Coberturas de los flujos de efectivo	-	-
a) Ganancias/(Pérdidas) por valoración	-	-
b) Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
c) Importes transferidos al valor inicial de las partidas cubiertas	-	-
d) Otras reclasificaciones	-	-
3. Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero	-	-
a) Ganancias/(Pérdidas) por valoración	-	-
b) Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
c) Otras reclasificaciones	-	-
4. Diferencias de cambio	-	-
a) Ganancias/(Pérdidas) por valoración	-	-
b) Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
c) Otras reclasificaciones	-	-
5. Activos no corrientes en venta	-	-
a) Ganancias/(Pérdidas) por valoración	-	-
b) Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
c) Otras reclasificaciones	-	-
6. Ganancias/(Pérdidas) actuariales en planes de pensiones	-	-
7. Resto de ingresos y gastos reconocidos	-	-
8. Impuesto sobre beneficio	-	-
TOTAL INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS (A+B)	3.453.768,78	1.174.601,72

AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES, S.G.E.C.R., S.A. (SOCIEDAD UNIPERSONAL)

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO CORRESPONDIENTE AL EJERCICIO ANUAL TERMINADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(Expresado en euros)



CLASE 8.^a



OL6181109

B. Estado total de cambios en el patrimonio correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2013

		EUROS									
		TOTAL FONDOS PROPIOS									
		Capital	Prima emisión	Reservas	Resultado de ejercicio anteriores (+/-)	Menos: Valores propios	Resultado del Ejercicio	Total fondos propios	Ajustes por valoración	Subvenciones donaciones y legados	Total patrimonio neto
	Saldo inicial al 01/01/2012	601.010,00	-	7.563.956,96	-	-	2.504.280,78	10.669.247,74	-	-	10.669.247,74
	Total ingresos/(gastos) reconocidos										
(-)	Otras variaciones del patrimonio neto			2.504.280,78			(2.504.280,78)	1.174.601,72			1.174.601,72
	Aumento de capital										
	Reducciones de capital										
	Conversión de pasivos financieros en capital										
	Incrementos de otros instrumentos de capital										
	Reclasificación de pasivos financieros a otros instrumentos de capital										
	Reclasificación de otros instrumentos de capital a pasivos financieros										
	Distribución de dividendos/ remuneraciones a socios										
	Operaciones con instrumentos de capital propios (neto)										
	Trasposos entre partidas de patrimonio neto			2.504.280,78			(2.504.280,78)				
	Incremento (reducción) por combinaciones de negocio										
	Pagos con instrumentos de capital										
	Resto de incrementos (reducciones) de patrimonio neto										
	Saldo final al 31/12/2012	601.010,00	-	10.068.237,74	-	-	1.174.601,72	11.843.849,46	-	-	11.843.849,46
	Total ingresos/(gastos) reconocidos										
(-)	Otras variaciones del patrimonio neto			1.174.601,72			(1.174.601,72)	3.453.768,78			3.453.768,78
	Aumento de capital										
	Reducciones de capital										
	Conversión de pasivos financieros en capital										
	Incrementos de otros instrumentos de capital										
	Reclasificación de pasivos financieros a otros instrumentos de capital										
	Reclasificación de otros instrumentos de capital a pasivos financieros										
	Distribución de dividendos/ remuneraciones a socios										
	Operaciones con instrumentos de capital propios (neto)										
	Trasposos entre partidas de patrimonio neto			1.174.601,72			(1.174.601,72)				
	Incremento (reducción) por combinaciones de negocio										
	Pagos con instrumentos de capital										
	Resto de incrementos (reducciones) de patrimonio neto										
	Saldo final al 31/12/2013	601.010,00	-	11.242.839,46	-	-	3.453.768,78	15.297.618,24	-	-	15.297.618,24

ANEXO II

CUENTAS ANUALES - INSTITUTO DEL CRÉDITO OFICIAL

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO AL 31/12/13 Y 31/12/12

(Expresado en miles de euros)

ACTIVO	2013	2012
Caja y depósitos en bancos centrales (Nota 6)	17 726	284 350
Cartera de negociación (Nota 7)	400 771	554 945
Valores representativos de deuda	-	-
Otros instrumentos de capital	-	-
Derivados de negociación	400 771	554 945
<i>Pro memoria: Prestados o en garantía</i>	-	-
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	-	-
Activos financieros disponibles para la venta (Nota 8)	1 104 887	201 633
Valores representativos de deuda	896 117	-
Otros instrumentos de capital	208 770	201 633
<i>Pro memoria: Prestados o en garantía</i>	-	-
Inversiones crediticias (Nota 9)	78 102 444	91 142 453
Depósitos en entidades de crédito	43 650 763	46 494 074
Crédito a la clientela	27 583 605	44 648 379
Valores representativos de deuda	6 868 076	-
<i>Pro memoria: Prestados o en garantía</i>	-	12 209 811
Cartera de inversión a vencimiento (Nota 10)	20 660 688	19 440 338
<i>Pro memoria: Prestados o en garantía</i>	-	-
Ajustes a activos financieros por macro-coberturas		
Derivados de cobertura (Nota 11)	1 509 208	3 019 268
Activos no corrientes en venta (Nota 12)	-	1 353
Participaciones (Nota 13)	53 334	51 621
Entidades asociadas	53 334	51 621
Entidades multigrupo	-	-
Contratos de seguros vinculados a pensiones	-	-
Activo material (Nota 14)	97 445	98 561
Inmovilizado material	97 445	98 561
De uso propio	97 445	98 561
Inversiones inmobiliarias	-	-
<i>Pro memoria: Adquirido en arrendamiento financiero</i>	-	-
Activo intangible (Nota 15)	6 952	8 037
Otro activo intangible	6 952	8 037
Activos fiscales (Nota 16)	253 034	165 488
Corrientes	18 791	18 890
Diferidos	234 243	146 598
Otros activos (Nota 17)	13 773	279 541
TOTAL ACTIVO	102 220 262	115 247 588

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO AL 31/12/13 Y 31/12/12

(Expresado en miles de euros)

PASIVO	2013	2012
Cartera de negociación (Nota 7)	398 114	553 234
Derivados de negociación	398 114	553 234
Otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	-	-
Pasivos financieros a coste amortizado (Nota 19)	96 660 140	109 582 729
Depósitos de bancos centrales	20 258 472	20 000 000
Depósitos de entidades de crédito	6 457 644	5 127 447
Depósitos de la clientela	1 820 520	8 076 351
Débitos representados por valores negociables	64 744 899	72 762 718
Pasivos subordinados	-	-
Otros pasivos financieros	3 378 605	3 616 213
Ajustes a pasivos financieros por macro-coberturas	-	-
Derivados de cobertura (Nota 11)	354 234	337 575
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	-	-
Provisiones (Nota 20)	284 846	305 346
Provisiones para pensiones y obligaciones similares	196	124
Provisiones para impuestos y otras contingencias legales	-	-
Provisiones para riesgos y compromisos contingentes	21 410	26 158
Otras provisiones	263 240	279 064
Pasivos fiscales (Nota 16)	25 994	49 282
Corrientes	9 598	1 893
Diferidos	16 396	47 389
Resto de pasivos (Nota 18)	5 458	262 645
Capital con naturaleza de pasivo financiero	-	-
TOTAL PASIVO	97 728 786	111 090 811
PATRIMONIO NETO		
Ajustes por valoración (Nota 21)	(54 420)	69 862
Activos financieros disponibles para la venta (Nota 8)	(2 458)	17 913
Coberturas de los flujos de efectivo	(51 962)	51 949
Diferencias de cambio	-	-
Fondos propios (Nota 22)	4 545 896	4 086 915
Capital o fondo de dotación - Emitido	3 609 855	3 230 234
Prima de emisión	-	-
Reservas	857 001	792 610
Reservas acumuladas	857 001	792 610
Remanente	-	-
Otros instrumentos de capital	-	-
Resultado del ejercicio	79 040	64 071
Menos: Dividendos y retribuciones	-	-
TOTAL PATRIMONIO NETO	4 491 476	4 156 777
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	102 220 262	115 247 588

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO AL 31/12/13 Y 31/12/12

(Expresado en miles de euros)

PRO MEMORIA	2013	2012
Riesgos contingentes (Nota 24)	1 610 637	1 928 016
Garantías financieras	1 610 637	1 928 016
Compromisos contingentes (Nota 24)	4 827 269	6 115 510
Disponibles por terceros	4 362 979	5 598 582
Otros compromisos	464 290	516 928

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CORRESPONDIENTES A LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL
31/12/13 Y 31/12/12

(Expresado en miles de euros)

	2013	2012
Intereses y rendimientos asimilados (Nota 25)	2 945 741	3 470 877
Intereses y cargas asimiladas (Nota 26)	<u>(2 218 273)</u>	<u>(2 710 811)</u>
MARGEN DE INTERESES	727 468	760 066
Rendimiento de instrumentos de capital (Nota 27)	2 761	370
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación (Nota 28)	2 793	2 224
Comisiones percibidas (Nota 29)	91 073	46 802
Comisiones pagadas (Nota 29)	(24 168)	(18 984)
Resultados por operaciones financieras (neto) (Nota 30)	<u>25 214</u>	<u>10 153</u>
Derivados de negociación	25 214	10 153
Otros	-	-
Diferencias de cambio (neto) (Nota 2.4)	<u>(1 186)</u>	<u>628</u>
Otros productos de explotación (Nota 33)	<u>2 460</u>	<u>5 368</u>
Otras cargas de explotación (Nota 33)	<u>(20)</u>	<u>-</u>
MARGEN BRUTO	826 395	806 627
Gastos de administración	<u>(33 105)</u>	<u>(32 118)</u>
Gastos de personal (Nota 31)	(19 255)	(18 090)
Otros gastos generales de administración (Nota 32)	(13 850)	(14 028)
Amortización	<u>(6 017)</u>	<u>(7 421)</u>
Activo material (Nota 14)	(2 411)	(2 418)
Activo intangible (Nota 15)	(3 606)	(5 005)
Dotaciones a provisiones (neto) (Nota 20)	<u>(81 669)</u>	<u>(72 510)</u>
Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	<u>(583 647)</u>	<u>(605 812)</u>
Inversiones crediticias (Notas 8,9 y 10)	(583 647)	(605 812)
RESULTADO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	121 957	88 766
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)	<u>(13 438)</u>	<u>(909)</u>
Fondo de Comercio y otro activo intangible (Nota 15)	-	(1)
Otros activos (Nota 12)	(13 438)	(908)
Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clas. como corrientes en venta	364	234
Diferencia negativa en combinaciones de negocios	-	-
Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clas. como operaciones interrumpidas	-	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	108 883	88 091
Impuesto sobre beneficios (Nota 23)	(29 843)	(24 019)
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	79 040	64 071
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	79 040	64 071
Resultado atribuido a la sociedad dominante	79 040	64 071
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-	-

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO.

I. ESTADOS DE INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS EN LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL
31/12/13 Y 31/12/12

(Expresado en miles de euros)

	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Resultado del ejercicio	79 040	64 071
Otros ingresos y gastos reconocidos	<u>(124 282)</u>	<u>(135 770)</u>
Activos financieros disponibles para la venta	<u>(29 101)</u>	<u>(9 907)</u>
Ganancias/Pérdidas por valoración	(29 101)	(9 907)
Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
Reclasificaciones	-	-
Coberturas de los flujos de efectivo	<u>(148 444)</u>	<u>(184 050)</u>
Ganancias/Pérdidas por valoración	(148 444)	(184 050)
Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
Importes transferidos al valor contable inicial de las partidas cubiertas	-	-
Reclasificaciones	-	-
Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero	-	-
Ganancias/Pérdidas por valoración	-	-
Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
Impuesto sobre beneficios	-	-
Diferencias de cambio	-	-
Ganancias/Pérdidas por conversión	-	-
Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
Reclasificaciones	-	-
Activos no corrientes en venta	-	-
Ganancias por valoración	-	-
Importes transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias	-	-
Reclasificaciones	-	-
Ganancias (pérdidas) actuariales en planes de pensiones	-	-
Resto de ingresos y gastos reconocidos	-	-
Impuesto sobre beneficios	<u>53 263</u>	<u>58 187</u>
TOTAL INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS	<u>(45 242)</u>	<u>(71 699)</u>

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO.

II. ESTADOS TOTALES DE CAMBIOS EN PATRIMONIO NETO CONSOLIDADO EN EL EJERCICIO
TERMINADO EL 31/12/13

(Expresado en miles de euros)

	FONDOS PROPIOS											
	Capital/ Fondo de dotación	Prima emisión	Reservas acumuladas (Pérdidas)	Reservas valoradas por el método de la participación	Otros instrumentos de capital	Menos: Valores propios	Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante	Menos: dividendos y retribuciones	Total Fondos propios	Ajustes por Valoración	Intereses Minoritarios	Total Patrimonio Neto
Saldo final al 31 de diciembre de 2012	3 230 234	-	787 778	4 832	-	-	64 071	-	4 086 915	68 862	-	4 156 777
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	-	-	-	79 040	-	79 040	(124 282)	-	(45 242)
Otras variaciones del patrimonio neto:	379 821	-	61 188	3 203	-	-	(64 071)	-	379 941	-	-	379 941
Aumentos de capital / fondo de dotación	379 821	-	-	-	-	-	-	-	379 821	-	-	379 821
Reducciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Traspasos entre partidas de patrimonio neto	-	-	61 188	-	-	-	(64 071)	-	(2 883)	-	-	(2 883)
Resto de incrementos (reducciones) de patrimonio neto	-	-	-	3 203	-	-	-	-	3 203	-	-	3 203
Saldo final al 31 de diciembre de 2013	3 609 855	-	848 966	8 035	-	-	79 040	-	4 545 896	(54 420)	-	4 491 476

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO.

II. ESTADOS TOTALES DE CAMBIOS EN PATRIMONIO NETO CONSOLIDADO EN EL EJERCICIO
TERMINADO EL 31/12/12

(Expresado en miles de euros)

	FONDOS PROPIOS											
	Capital/ Fondo de dotación	Prima de emisión	Reservas de acumuladas (Pérdidas)	Reservas de participación (Pérdidas) de entidades valoradas por el método de la instrumentación de capital	Otros Valores propios	Menos: atribuido a la entidad dominante	Resultado del ejercicio	Menos: dividendos y retribuciones	Total Fondos propios	Ajustes por Valoración	Intereses Minoritarios	Total Patrimonio Neto
Saldo final al 31 de diciembre de 2011	2 700 837	-	745 248	5 376	-	-	46 592	-	3 498 053	205 632	-	3 703 685
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	-	-	-	64 071	-	64 071	(136 770)	-	(71 699)
Otras variaciones del patrimonio neto:	529 397	-	42 530	(544)	-	(46 592)	-	524 791	-	-	-	524 791
Aumentos de capital / fondo de dotación	529 397	-	-	-	-	-	-	529 397	-	-	-	529 397
Reducciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trasposos entre partidas de patrimonio neto	-	-	46 592	-	-	(46 592)	-	-	-	-	-	-
Resto de incrementos (reducciones) de patrimonio neto	-	-	(4 062)	(544)	-	-	-	(4 606)	-	-	-	(4 606)
Saldo final al 31 de diciembre de 2012	3 230 234	-	787 778	4 832	-	-	64 071	-	4 086 915	69 862	-	4 156 777

ANEXO II

CÓDIGO DE CONDUCTA DE AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES S.G.E.C.R.

Normativa actualmente en vigor ⁽²⁾ relacionada con el presente Código:

1. Ley 5/2006, de 10 de abril, de conflictos de intereses de miembros de Gobierno y Altos Cargos de Administración y el Código de Buen Gobierno de los miembros del Gobierno y de los altos cargos de la Administración General del Estado. ORDEN APU/516/2005, de 3 de marzo.
2. Ley 5/2005 de Capital-Riesgo.
3. Estatuto de los Trabajadores. Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo.
4. Ley 53/84 sobre Incompatibilidades del Personal al Servicio de las Administraciones Públicas.
5. Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.
6. Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre de Protección de Datos de Carácter Personal.



Consejo de Administración
Madrid, 24 de abril de 2012

ANEXO IV

ENTREVISTA A LA SOCIEDAD GESTORA DIANA CAPITAL [WWW.AXISPART.COM]

5 agosto, 2014

Diana capital es la gestora de uno de los tres fondos seleccionados en la primera convocatoria de FOND-ICO GLOBAL en la categoría de “Capital Expansión” en diciembre de 2013. Francisco Gómez-Zubeldía, Consejero Delegado de Diana Capital ha accedido a compartir con nosotros su experiencia como empresa participante en el proceso de selección de Fondos de FOND-ICO Global

¿Cómo valora la iniciativa de la puesta en marcha de FOND-ICO Global, el primer “Fondo de Fondos” público de capital riesgo que se crea en España?

La valoración que hacemos de la iniciativa es muy positiva. Uno de los principales objetivos de FOND-ICO Global es promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que inviertan en compañías españolas como medio para mejorar y diversificar las fuentes de financiación de las empresas e impulsar la internacionalización de empresas españolas.

En lo referente a la creación de fondos, el objetivo de FOND-ICO Global parece que se está cumpliendo, como se desprende de las cifras de fundraising del primer semestre de 2014 publicadas por ASCRI, que sitúan el volumen de fondos levantados en más de 2.000 millones de euros, casi 4 veces el volumen levantado en la primera mitad de 2013, cuando todavía no se había lanzado la primera adjudicación de FOND-ICO Global. Sin duda que la mejora de los indicadores macroeconómicos de España tiene que ver en este incremento de fondos levantados, pero, sin duda también, la existencia de FOND-ICO Global ha sido primordial.

Con relación a la canalización de estos fondos hacia la empresa española, nosotros podemos hablar por propia experiencia, dado que ya hemos realizado la primera inversión desde Diana Capital II, FCR, fondo en el que participa FOND-ICO Global. La empresa destinataria de esta inversión ha sido Gocco, líder en moda infantil en España, que cuenta con un ambicioso plan de internacionalización, ya que esperamos abrir 200 tiendas fuera de España.

Diana Capital fue adjudicataria en la primera convocatoria de FOND-ICO Global en la categoría de Capital Expansión, ¿Qué les incitó a presentarse a esta licitación?

La estrategia de inversión de Diana Capital consiste principalmente en identificar compañías españolas de tamaño mediano que cuenten con un plan de expansión (habitualmente internacional) que necesitan financiar y que valoren la asistencia de un socio que permita profesionalizar más compañías y apoyarlas en sus planes de crecimiento de una manera ordenada. Esto ha sido lo que hemos hecho en el pasado en compañías como Indal, Guascor y Recyde y lo que buscamos en las compañías en las que invertirá Diana Capital II, FCR.

Consideramos que esta estrategia de inversión encaja perfectamente con los objetivos de FOND-ICO Global y que contar con la presencia de una institución como el ICO entre los partícipes del fondo eleva el perfil del mismo, al mismo tiempo que permite ampliar el número de compañías objetivo a las que poder dirigirnos, al contar con más recursos para invertir.

Por todo ello, consideramos oportuno presentarnos a la primera licitación y ha sido un honor haber sido seleccionados.

El procedimiento para la elección de los fondos destinatarios de las inversiones de FOND-ICO Global es una licitación pública basada en los principios de publicidad, concurrencia, igualdad y transparencia. Desde su experiencia como empresa seleccionada ¿cómo valora este proceso de selección?

Nuestra experiencia ha sido positiva a lo largo de las diferentes fases del proceso, el cual se ha completado en menos de 5 meses contando desde el momento de presentación de la oferta hasta firma de los contratos y 3 meses desde que fuimos seleccionados.

¿Cree que es posible mejorar o agilizar este proceso de selección de alguna forma?

Es difícil obtener la unanimidad de todos los operadores y partes en una iniciativa con tanto alcance y relevancia como es FOND-ICO Global, dado que cada uno se enfrenta a situaciones particulares.

ASCRI ha canalizado y sigue canalizando los comentarios y propuestas de los diferentes operadores del sector, trasladándoselos a Axis para su valoración y, en su caso, incorporación al proceso.

Ya se han celebrado con gran éxito de concurrencia dos convocatorias, y está en marcha la tercera convocatoria ¿Cómo expertos en este sector qué ha supuesto FOND-ICO Global dentro del mundo del Capital Riesgo?

Como hemos indicado con anterioridad, la iniciativa ha contribuido de manera muy notable a la dinamización del sector de capital riesgo, que ha visto como el volumen de fondos captados se ha multiplicado en el primer semestre de 2014.

Los fondos receptores de estos compromisos canalizan ahora estos recursos hacia la pequeña y mediana empresa española, ofreciendo una alternativa de financiación que, si bien ha existido durante muchos años, en los últimos ejercicios había reducido su volumen de manera notable.

La tercera convocatoria de FOND-ICO Global se lanzara con cuatro categorías de fondos: Venture Capital, Capital Expansión, Fondo de Incubación y Fondos de Deuda. Con la incorporación de estas dos últimas categorías FOND-ICO Global trata de diversificar su actividad en otras modalidades del Capital Riesgo. ¿Cree que esta medida puede ser positiva?

Cada empresa tiene una estructura de financiación diferente en función de las necesidades de su negocio y de la fase de desarrollo en la que se encuentre. Por lo tanto, es importante ofrecer alternativas de financiación, que no necesariamente son excluyentes entre sí, pero que se adapten a la situación y necesidades concretas de las empresas.

Así mismo, el perfil de riesgo (y, por lo tanto, de rentabilidad esperada) de los proyectos en los que invierten los fondos que operan en cada uno de los segmentos citados es diferente, teniendo sentido la existencia de gestoras especializadas en cada tipo de inversión. Así mismo, habitualmente, el tipo de apoyo que necesita el emprendedor de un start up es diferente al que puede necesitar un consolidado equipo responsable de una empresa con más de 20 años de antigüedad que busca acometer un plan de expansión de un negocio ya existente.

¿Qué inversiones ha realizado el Fondo Diana Capital II desde que fue seleccionado en la primera convocatoria de FOND-ICO Global en la categoría de Capital Expansión?

La primera inversión de Diana Capital II, FCR se llevó a cabo en abril (1 mes después de la formalización de los contratos con FOND-ICO Global) y fue la entrada en Gocco, líder español en moda infantil. La entrada de Diana Capital permitirá a Gocco redoblar su actual liderazgo en España, consolidar su actual fortaleza financiera y a la vez intensificar su proyección internacional. El operador textil cuenta ya con 250 tiendas, y espera llegar a más de 450 dentro de cuatro años, de las que más de la mitad serán internacionales. En paralelo, en España mantendrá su estructura de tiendas propias nacionales y cóners específicos en El Corte Inglés.



Nuestro segundo fondo, Diana Capital II, FCR espera cerrar otras tres operaciones más este mismo año y completar las inversiones con la toma de participación en otras cuatro compañías, invirtiendo el Fondo en su totalidad un año antes de la finalización del período de inversión el 30 de diciembre de 2016.