

# Tendencias actuales en la financiación a PYME y emprendedores. Breve actualización de las iniciativas estatales públicas de capital riesgo en España

*(New trends in SME and entrepreneurial finance. Private equity and venture capital in Spain: an update on state initiatives)*

*Susana de los Ríos Sastre*

*Departamento de Gestión Financiera*

*Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*

*Universidad Pontificia de Comillas*

*Rocío Sáenz-Díez Rojas*

*Departamento de Gestión Financiera*

*Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*

*Universidad Pontificia de Comillas*

**Sumario:** 1. Situación actual de la financiación de PYME y emprendedores en Europa. 1.1. Nuevos agentes en el mercado de financiación de emprendedores y PYME. 1.2. Factores subyacentes a la dinamización de la financiación de emprendedores, empresas jóvenes y PYME. 2. Situación actual del capital riesgo como alternativa de financiación a emprendedores y pyme. 2.1. El capital riesgo en España. Breve revisión de las iniciativas públicas estatales en 2016. 3. Referencias bibliográficas

**Resumen:** Aunque las condiciones del mercado crediticio europeo hayan mejorado recientemente, el panorama de financiación a PYME y emprendedores se ha enriquecido en los últimos tiempos con la aparición de nuevos cauces de financiación (crowdfunding o redes de business angels entre otros) y el desarrollo de otras alternativas ya existentes, especialmente en el campo del capital riesgo. En este artículo se exponen brevemente estas nuevas formas de financiación alternativa para la PYME y los emprendedores y se revisan de forma sintética una serie de factores que están modificando la situación de esta financiación empresarial, como pueden ser la situación regulatoria y los avances tecnológicos. Asimismo, se presenta un breve balance de la evolución de las iniciativas públicas estatales españolas en el ámbito del capital riesgo durante el último ejercicio económico.

**Palabras clave:** *emprendedores, financiación alternativa, capital riesgo, iniciativas públicas.*

**Abstract:** *Despite the improvement of credit markets, the landscape for entrepreneurial finance has changed strongly over the last few years. Many new players have entered the arena, like crowdfunding or business angel networks, while some of the existing alternatives (mainly venture capital and private equity) have shown an important development. This paper introduces and describes the new players that provide financing for SMEs and entrepreneurs, and explains the main factors that support their emergence, like the regulatory framework or technological advances. Finally, we present a brief overview of the activity that Spanish public organisms have carried out in the private equity and venture capital industry in 2016.*

**Keywords:** *entrepreneurship, private equity; venture capital; public initiatives.*

## 1. Situación actual de la financiación de PYME y emprendedores en Europa

El emprendimiento y las empresas jóvenes, especialmente las más innovadoras, juegan un papel clave en la transformación hacia una economía moderna basada en el valor añadido y en la generación de conocimiento. Sin duda, la actividad de este tipo de negocios produce innovación, genera puestos de trabajo y mejoras en la productividad, además de actuar como mecanismo de disciplina para las empresas más establecidas al actuar de forma disruptiva en el mercado.

Por ello, en el ámbito de la Unión Europea los emprendedores y las empresas de menor tamaño permanecen en el punto de mira, puesto que gran parte del crecimiento económico y de la mejora en la competitividad de Europa depende de su evolución futura. Según los datos publicados a finales de 2016 por las instituciones comunitarias, un 99,8% de las empresas no financieras de la Unión Europea siguen siendo pequeñas y medianas empresas, con una gran proporción de microempresas (92,8%). Las PYME no sólo destacan en número, alcanzando alrededor de 23 millones a fecha de hoy, sino que son las responsables del 66,8% del empleo generado y del 57,4% del valor añadido producido en el conjunto de los 28 Estados miembros (Comisión Europea, 2016).

En España, la proporción de microempresas (con menos de 10 empleados) respecto al total es similar al promedio de la UE, de tal forma que un 94,8% de las empresas españolas se encuentran dentro de esa categoría, mientras que el número de grandes empresas

no llegaba a un 0,2%. Asimismo, tal y como puede observarse en la siguiente tabla, es significativo el peso que la PYME española tiene sobre la generación de empleo y sobre el valor añadido (Comisión Europea, 2016).

<b>CONTRIBUCIÓN DE LA PYME EUROPEA</b>				
	<i>Porcentaje del empleo</i>		<i>Valor añadido</i>	
	<b>España</b>	<b>Promedio UE</b>	<b>España</b>	<b>Promedio UE</b>
<b>Micro</b>	41,1%	30,0%	25,5%	21,0%
<b>Pequeña</b>	18,7%	20,0%	18,3%	18,0%
<b>Mediana</b>	13,2%	17,0%	17,5%	18,0%
<b>Grande</b>	27,0%	33,0%	38,7%	43,0%
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Comisión Europea (2016).*

*Nota: La clasificación sigue la Recomendación de la Comisión Europea, que en lo relativo al empleo diferencia: Micro 0-9 empleados, Pequeña 10-49 empleados, Mediana 50-249 empleados y Grande >250 empleados.*

Uno de los aspectos clave para cualquier empresa, sea cual sea el tamaño y la fase de desarrollo de su actividad, es el acceso a la financiación. En este sentido, como consecuencia de la reciente crisis financiera, las empresas europeas han experimentado durante varios años grandes dificultades para acceder a los recursos financieros necesarios para mantener su negocio. Este periodo de tiempo ha sido especialmente delicado para las pequeñas y medianas empresas y para aquellas de reciente creación. La propia literatura financiera (Hall y Lerner (2010) entre otros) reconoce ampliamente esta limitación, identificando varias razones como justificación de la dificultad en el acceso a financiación para las nuevas empresas: la escasa generación de caja, la falta de activos suficientes para utilizar como garantía, unido a la mayor presencia de los fenómenos de información asimétrica y conflicto de agencia en este tipo de empresas.

El último informe del Banco Central Europeo sobre el acceso a la financiación de las empresas europeas<sup>1</sup> corrobora que la situación financiera de la PYME continúa mejorando, debido en parte a que las perspectivas económicas globales están facilitando el acceso a fuentes de financiación externa y, también a la existencia de nuevos agentes en el mercado financiero. De hecho, como se expone en el siguiente apartado de este artículo, el espectro de alternativas en el mercado orientadas a financiar emprendedores, *start-ups* y pequeñas empresas ha cambiado notablemente en los últimos tiempos (Block et al., 2017).

<sup>1</sup> Se trata de la decimosexta encuesta realizada por el BCE (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*), cuyos resultados corresponden a los seis meses comprendidos entre octubre/2016 y marzo/2017 (BCE, 2017).

En el citado informe del BCE, se ofrecen algunos datos optimistas sobre la situación actual de la empresa europea. En concreto, para el promedio de la zona euro el *gap* de financiación externa<sup>2</sup> muestra cifras negativas (- 4% en el último semestre analizado) por cuarta vez consecutiva, algo que puede resultar consistente con la relajación en las restricciones generales del mercado financiero. Sirva como referencia, por ejemplo, que del 32% de pequeñas y medianas empresas que han pedido un préstamo en el periodo mencionado, un 74% consiguió la totalidad del importe solicitado. En esta misma línea se sitúan las respuestas de las PYME a cuáles son sus principales preocupaciones: el acceso a la financiación es la menos importante de sus dificultades (sólo un 9% del total considera este factor como su principal inquietud), mientras que hay otras cuestiones que actualmente preocupan más en el ámbito empresarial europeo, como son: conseguir clientes (para un 26% del total es el problema más apremiante al que hacer frente) o disponer de mano de obra cualificada (19%). No obstante, a pesar de esta evolución positiva, las dificultades en la obtención de financiación siguen existiendo para aquellos que quieren poner en marcha un negocio por primera vez. Por citar datos concretos referidos al entorno más cercano, según el último informe publicado del *Global Entrepreneurship Monitor España*, la falta de financiación se mantiene como el principal obstáculo para el desarrollo de la actividad emprendedora (para un 70,6% de los expertos entrevistados). Además, explican que no sólo se trata de la inexistencia de instrumentos financieros a un coste asequible, sino también de la dificultad para acceder a los existentes, tanto por los estrictos requisitos exigidos como por razones impositivas y/o jurídicas (GEM, 2016).

Por otra parte, conforme a los datos recogidos en la citada encuesta, se mantiene la tendencia generalizada en la reducción del endeudamiento, después de unos años con altos índices de apalancamiento. Parece ser que las empresas intentan sanear sus balances con vistas a aumentar su capacidad para obtener financiación nueva en el futuro y al tiempo, mejorar sus *ratings* crediticios. No obstante, la financiación bancaria sigue siendo una de las principales fuentes de recursos, sobre todo para las empresas de menor tamaño (BCE, 2017), lo que refuerza la idea de la necesidad de otras alternativas de financiación para la empresa europea.

El auge del fenómeno emprendedor y la necesaria regeneración de la PYME europea, han dado lugar a nuevas dinámicas en el mercado durante la última década, provocando cambios importantes en las fuentes de financiación. Nuevos agentes como pueden ser el *crowdfunding*, las aceleradoras o el *venture capital* corporativo, han entrado con fuerza en el mercado, mientras se introducían también nuevos instrumentos de financiación, como los préstamos *peer-to-peer* o los microcréditos. En pocos años estos nuevos inver-

---

2 El denominado *external financing gap indicator*, expresa la diferencia percibida por las empresas entre las necesidades de financiación externa de cualquier tipo y la disponibilidad de fondos.

sores e instrumentos de financiación se han extendido no solo en países desarrollados, sino en muchas economías en vías de desarrollo, ayudando a empresarios innovadores a conseguir la financiación necesaria para sus proyectos.

Los gobiernos de todo el mundo se están dando cuenta de la relevancia que estos nuevos agentes suponen con vistas a aliviar las dificultades de financiación de PYME y emprendedores. Es más, con el ánimo de promover una economía innovadora y basada en el conocimiento, en la cual los emprendedores y *start-ups* juegan un papel importante, las autoridades públicas han puesto en el punto de mira de sus agendas políticas la financiación de este tipo de empresas, y pueden encontrarse iniciativas públicas tanto en el ámbito local, como nacional o internacional.

En este sentido, en el marco de la Unión Europea, podemos citar la Unión de los Mercados de Capitales, cuyo Plan de Acción fue puesto en marcha en el último trimestre de 2015 por las instituciones comunitarias para impulsar iniciativas que abran las posibilidades de financiación para el tejido empresarial europeo. Recordemos que en dicho Plan se reconocía la importancia del capital riesgo como fuente de financiación y se animaba a la participación del sector público en este sector, puesto que su intervención podría contribuir al incremento del tamaño de los fondos y servir de catalizador de la inversión del sector privado en los países de la Unión Europea. Incluso, se aludía a la promoción de fondos de fondos como vía para aumentar la inversión privada en capital riesgo atrayendo a los inversores institucionales (Comisión Europea, 2015).

### 1.1. Nuevos agentes en el mercado de financiación de emprendedores y PYME

El capital riesgo en su faceta de *venture capital* o los *business angels* (denominados en ocasiones capital riesgo informal<sup>3</sup>) se han considerado tradicionalmente los principales proveedores de financiación para el capital semilla y empresas jóvenes que no accedían fácilmente a financiación bancaria tradicional. Sin embargo, junto a estos inversores, las alternativas de financiación al emprendimiento han cambiado significativamente durante la última década. Simultáneamente a la aparición de nuevos agentes, ha aumentado enormemente el papel de otros inversores que si bien ya existían, habían mantenido tradicionalmente una actuación limitada. Algunos de estos nuevos inversores tienen en cuenta no sólo objetivos meramente financieros, sino que también están interesados en aspectos como por ejemplo el impacto social de la inversión, objetivos estratégicos o tecnológicos y objetivos políticos de estímulo económico.

---

3 Esta expresión "capital riesgo informal" incluye a veces otro tipo de inversor además de los *business angels*, como serían las redes de *angels*, las aceleradoras-incubadoras, las plataformas de *equity crowdfunding* o los *family offices*.

A continuación, siguiendo a Block et al. (2017), se mencionan brevemente algunos de los nuevos agentes inversores que configuran el panorama actual de financiación a emprendedores, empresas jóvenes y PYME en general:

1. Las aceleradoras e incubadoras de empresas son organizaciones que ayudan a emprendedores ofreciendo mentorización, acompañamiento, acceso a contactos y recursos de diversa índole (incluso espacio físico en ocasiones) para que los proyectos den fruto y las empresas empiecen a funcionar y a crecer, pudiendo también proporcionar fondos e invertir en el capital de las empresas nacientes. La tipología de las incubadoras es muy variada, dependiendo de los servicios que ofrezcan, de la industria a la que se dirijan, y del capital que la financie, puesto que pueden pertenecer a un empresario privado, a una empresa consolidada en el mercado o a una institución pública. En España, durante 2016, se identificaron como las aceleradoras más importantes Wayra (del grupo Telefónica), Impact y la valenciana Lanzadera, impulsada por Juan Roig<sup>4</sup>.
2. Junto a la figura del *business angel* como inversor individual, están cobrando fuerza las redes de *business angels* o *angel networks*. Son agrupaciones de inversores *angel* que invierten de forma conjunta en las primeras fases de empresas con alto crecimiento. Además de proporcionar capital ofrecen apoyo en la gestión y facilitan el acceso y relación con socios comerciales y agentes industriales. Estas agrupaciones pueden acometer inversiones de mayor cuantía que los *business angels* individualmente. Los grupos de inversores y redes de *angels* más activas durante 2016 en España fueron Big Sur Ventures, Foro Capital Pymes y las redes de *business angels* de ESADE y del IESE<sup>5</sup>.
3. *Crowdfunding*. Bajo este término se agrupan distintas modalidades de obtención de recursos a través de plataformas de internet, en las que multitud de inversores individuales realizan aportaciones para financiar y promover proyectos con distintos objetivos. En función de la estructura que se elija para realizar la aportación de recursos y del instrumento de financiación que la articule, se pueden distinguir cuatro clases de *crowdfunding*: de recompensa, de donación, de préstamo (deuda) y de inversión (acciones). Las plataformas españolas de *crowdfunding* más activas en 2016 fueron Crowdcube, Capital Cell, Upcelera y The Crowd Angel.
4. El *corporate venturing* o *venture capital* corporativo<sup>6</sup> es el término por el que se conoce habitualmente a la inversión que compañías de gran tamaño ya establecidas

---

4 Webcapitalriesgo (2017b)

5 Webcapitalriesgo (2017b).

6 En inglés corporate venture capital o CVC.

en el mercado realizan en *start-ups* o en empresas de alto crecimiento. Además de desarrollar ellas mismas proyectos de I+D, muchas grandes empresas están llevando a cabo inversiones en *start-ups* innovadoras a las que pueden ayudar a desarrollar sus productos y mercados. La inversión no se realiza buscando únicamente rentabilidades financieras, sino que se pretende también conseguir acceso a una nueva tecnología, a nuevos productos o a nuevos mercados y clientes<sup>7</sup>. El *venture capital* corporativo es a menudo más paciente que los fondos de *venture* independientes en cuanto a la maduración de las inversiones, pero a la vez suelen ser menos autónomos en su funcionamiento, al depender de la estrategia general de la empresa que los financia, y pueden ser cerrados o reducidos al cambiar dicha estrategia.

5. Otro nuevo agente inversor que identifica y promueve especialmente la generación de conocimiento y sus aplicaciones económicas son los fondos de inversión en propiedad intelectual. Estas instituciones invierten en derechos de propiedad intelectual como patentes y marcas, permitiendo a las empresas monetizar el valor de estos derechos para financiar su crecimiento.
6. Los fondos gestionados o financiados por las universidades, que han estado especialmente activos en los últimos tiempos, impulsan ideas y tecnología generadas en ámbitos donde la investigación es habitual, como laboratorios y universidades. Puesto que la innovación generada en estos centros se encuentra en su fase primigenia y todavía alejada del mercado, es necesario financiar internamente estos proyectos, hasta que se encuentren listos para ser transferidas a un socio del sector privado para ser comercializados.
7. Si bien el capital riesgo, tanto en su faceta más *venture* como en la de *private equity* no puede considerarse un nuevo agente inversor en este campo, la tipología de estos fondos ha aumentado enormemente en los últimos tiempos, surgiendo entidades cuyas características y orientación sí difieren del comportamiento más habitual de estos fondos. En este sentido se puede mencionar la figura del fondo de *venture capital* social, que proporciona capital semilla a empresas que aunque buscan ser rentables tienen un fin social. Se distinguen de los fondos de *venture capital* tradicionales en que además de una rentabilidad económica, se busca un impacto social en las inversiones realizadas. Otro tipo específico de fondo de capital riesgo en auge en los últimos tiempos son los fondos especializados en proporcionar deuda, tanto a PYME como a emprendedores, conocidos como *venture debt* o *private debt* (Oquendo Capital o Black Toro son ejem-

7 El ejemplo más conocido a nivel mundial es Google (Alphabet) que en los dos últimos años ha invertido en más de 300 *start-ups*. En España encontramos ejemplos como puede ser la inversión que Repsol realizó en 2014 (junto con La Caixa y CDTI) en la *start-up* catalana Scutum.

plos de fondos españoles que realizan habitualmente operaciones de este tipo). En su faceta más *venture*, estos fondos prestan dinero a *start-ups* sin requerir las garantías habituales de una entidad crediticia. Junto a los fondos de deuda, es interesante mencionar el reciente desarrollo de las emisiones de bonos de PYME que cotizan a veces en segmentos especiales del mercado (en España en el Mercado Alternativo de Renta Fija o MARF), y que reflejan el deseo de estas empresas, tras la crisis crediticia de los últimos años, de disminuir su excesiva dependencia de la financiación bancaria.

8. El Sector Público, en su afán de aliviar los problemas estructurales de financiación de PYME y emprendedores, así como de potenciar las inversiones que presenten externalidades positivas por su impacto social, ha cobrado un mayor protagonismo en los últimos años. Las iniciativas abarcan desde medidas que afectan al entorno institucional (medidas indirectas, siguiendo la terminología de Lerner (2009)), a programas de inversión directa o de coinversión con el sector privado (*Public Private Partnership*) mediante fondos híbridos o fondos de fondos (Murray (2007)). Uno de los principales objetivos de la actuación gubernamental en este ámbito es impulsar el desarrollo de la industria de capital riesgo atrayendo inversores del sector privado y convirtiéndola en una actividad sostenible a largo plazo. Se entiende que los efectos beneficiosos de promover un ecosistema emprendedor activo afectarían a la economía en su conjunto, por lo que la actuación pública estaría plenamente justificada. El efecto positivo de la actuación pública en la industria de capital riesgo ha sido documentado en muchas ocasiones (siendo los más conocidos en este sentido el programa norteamericano de las SBIC; el programa *Yozma* de Israel y el australiano *Innovation Investment Fund*<sup>8</sup>), si bien la evidencia empírica es de carácter ambiguo en otros casos<sup>9</sup>. En cuanto al impacto que los fondos con recursos públicos tienen en las empresas participadas parece haber grandes diferencias entre la inversión pública directa (fondos gestionados por el sector público) y los fondos híbridos que invierten dinero público pero bajo un funcionamiento y una gestión privada (Colombo et al. (2016); Bertoni y Tykvova (2015)). Estos estudios reconocen y avalan la tendencia actual a abandonar programas de inversión pública directa, canalizando la actuación pública a través de iniciativas de colaboración con el sector privado (las mencionadas *Public Private Partnerships*) (De los Ríos et al., 2016)

## 1.2. Factores subyacentes a la dinamización de la financiación de emprendedores, empresas jóvenes y PYME.

Como se acaba de explicar en el apartado anterior, las posibilidades de financiación para emprendedores, *start-ups* y PYME en general se ha enriquecido enormemente en los úl-

---

8 Ver también los estudios de Hood (2000) o de Brander et al. (2014) centrados en Escocia y Canadá respectivamente.

9 Bertoni et al. (2015), entre otros.



timos años con la aparición de nuevos agentes y el desarrollo de otros ya existentes. Los factores principales que pueden identificarse como impulsores de esta reciente configuración de la industria se exponen a continuación.

a) Factores relacionados con la situación económica.

1. La crisis crediticia iniciada en 2008 y la subsiguiente recesión económica y financiera interrumpieron bruscamente el flujo de financiación bancaria hacia las empresas. Además, como reacción a la crisis financiera, el sector bancario ha visto como la regulación a la que está sometido (Basilea II y III, por ejemplo) se intensificaba y los requisitos bajo los que opera se han vuelto más estrictos. Para cumplir con los nuevos requerimientos regulatorios los bancos han tenido que introducir nuevas medidas de riesgo, y el resultado ha sido un proceso más complejo y costoso para obtener financiación bancaria por parte de las empresas. La situación se agudiza especialmente en los negocios que presentan un mayor riesgo y al tiempo una mayor vulnerabilidad, como son las empresas pequeñas y de reciente creación.
2. Como consecuencia de la crisis financiera, las autoridades monetarias en EE.UU. y en Europa han ido reduciendo los tipos de interés con el fin de estimular la actividad económica. Esta circunstancia tiene un doble efecto en la actividad de financiación a PYME y emprendedores: (1) Los tipos de interés bajos suponen un abaratamiento de la deuda bancaria para aquellas compañías capaces de acceder a la misma. (2) Fruto de unos tipos de interés reducidos, la inversión en deuda pública o en bonos corporativos perdió atractivo y produjo que los inversores buscaran otras alternativas con mayor rentabilidad. Esto benefició, entre otros, a los fondos de capital riesgo, a las incubadoras de empresas o a las campañas de *crowdfunding* en sus esfuerzos de captación de capital, lo que a su vez incrementó la probabilidad de que los emprendedores y empresas jóvenes obtuvieran financiación a través de dichos instrumentos.
3. A la recesión financiera hay que añadir el recuerdo del estallido en 2001 de la denominada "burbuja tecnológica", que redujo drásticamente el número de salidas a bolsa, especialmente de empresas que se encontraban en las primeras fases de desarrollo<sup>10</sup>. El escaso apetito inversor por salidas a bolsa de compañías de reciente creación dificultó la desinversión de muchos fondos de capital riesgo que confiaban en el mercado como una posibilidad de salida para sus inversiones, y como consecuencia ralentizaron y dificultaron la reinversión de capital en nuevas empresas (lo que se conoce como el *venture cycle*<sup>11</sup>).

---

10 Cabe mencionar como ejemplo el cierre en 2003 del mercado EASDAQ, que había nacido como el "NASDAQ europeo", del alemán Neuer Markt en 2001 o del IBEX Nuevo Mercado en 2007.

11 La importancia que las salidas a bolsa y el desarrollo de los mercados financieros tiene en el ciclo de inversión del capital riesgo está ampliamente reconocido en la literatura académica (véase, por ejemplo, Lerner y Tag (2013).

## b) Factores derivados de la situación regulatoria

1. Si bien se acepta de forma generalizada que los países con un sistema jurídico más desarrollado y una regulación más estable favorecen el emprendimiento y la creación de nuevas empresas, al disminuir los costes de establecimiento y aumentar la seguridad jurídica en general, hay que tener en cuenta las oportunidades que emergen ante la ausencia de regulación en ciertos sectores. Ejemplos en este sentido serían el auge de empresas jóvenes dedicadas a *Fintech* que operan en el sector financiero aprovechando la ausencia de regulación en una actividad tradicionalmente muy regulada, o la popularidad de plataformas que permiten la compra-venta de acciones no cotizadas<sup>12</sup>.
2. La toma de conciencia por parte de las autoridades de la importancia de la financiación empresarial a PYME y emprendedores por su influencia sobre el resto del sistema económico ha puesto esta cuestión en el punto de mira de muchas políticas públicas. En este sentido se pueden encontrar actuaciones de fomento de nuevas empresas tanto en el área legislativa<sup>13</sup>, como mediante la concesión de subsidios directos o programas de préstamos a empresas jóvenes por parte de bancos u organismos públicos<sup>14</sup>. Mención especial merece la promoción de fondos públicos de capital riesgo estructurados a menudo en colaboración con inversores privados (*Public Private Partnership*) para complementar el mercado de *venture capital* privado que, dejando aparte el caso norteamericano, se encuentra todavía en una fase incipiente de desarrollo prácticamente en todo el mundo.

## c) Factores relacionados con avances tecnológicos

1. El progreso tecnológico de la mano de internet y de la comunicación vía redes sociales, ha permitido el desarrollo de nuevos agentes como las plataformas de *crowdfunding* o de préstamos *peer-to-peer*, o las ya mencionadas empresas *Fintech* que están demostrando su capacidad de captar y movilizar grandes cantidades de dinero y pueden tener un impacto relevante en la financiación a PYME y emprendedores. Esta tecnología permite además implementar nuevas formas de valorar y medir el riesgo, gestionar la información financiera y reducir los costes de control y monitorización, lo que facilita la participación de inversores no profesionales en el proceso, aumentando la liquidez disponible. Otros avances como la moneda virtual *Bitcoin* y la tecnología subyacente a la misma (*blockchain*) pueden dar lugar a transacciones seguras y sin intermediarios

---

<sup>12</sup> SecondMarket o SharesPost por ejemplo.

<sup>13</sup> Por ejemplo, el Jumpstart Our Business Start-ups Act en EE.UU. o la ley española 5/2015 de fomento de la financiación empresarial.

<sup>14</sup> Véase la actuación del British Business Bank en el Reino Unido (Van der Schans (2015)) o la del Instituto de Crédito Oficial en España.

cambiando las reglas del juego de los agentes económicos y potenciando a los emprendedores más dinámicos y adaptables.

2. Esta tendencia a una mayor desintermediación financiera es un fenómeno de gran actualidad y relevancia. Tradicionalmente la labor de los intermediarios reducía problemas de información asimétrica y ponía en contacto a la oferta y la demanda de fondos, pero suponía un mayor coste para los partícipes y en ocasiones podía incrementar los conflictos de agencia. El valor de la intermediación se ha puesto en duda gracias a los avances tecnológicos que permiten el contacto directo entre la oferta y la demanda de fondos, entre inversores y receptores de financiación, lo que se espera que aumente la eficiencia de los mercados financieros. El efecto se percibe tanto a nivel de acciones, donde además del mercado de valores tradicional se encuentran diversos instrumentos de *crowdfunding* y de mercados *on-line* no organizados; como a nivel de deuda, donde junto a los préstamos bancarios y bonos corporativos están aumentando los préstamos *peer-to-peer* y las actividades de lo que se conoce coloquialmente como “banca en la sombra” (*shadow banking*).

El crecimiento de las plataformas de *crowdfunding* y de las empresas *Fintech* está por tanto creando nuevas vías de financiación para los emprendedores y PYME y nuevas oportunidades de inversión para particulares e inversores no profesionales.

#### d) Factores que afectan a los mercados de bienes y servicios y a la actividad empresarial

La demanda de financiación por parte de emprendedores, *start-ups* y PYME en general se ha visto influida en la última década por una serie de factores que afectan a sus planes de negocio y a los mercados en los que operan.

1. Una característica de la “nueva economía” en la que operan las empresas más innovadoras en la actualidad es que los productos y servicios se intercambian en mercados con una estructura de cuasi monopolio que responde a la ley potencial, conocidos por muchos como “*winner-take-all markets*”. En estos mercados, el efecto de la interconexión y la gestión de redes de contactos es de suma importancia, produciéndose un efecto de escalabilidad y una serie de externalidades sobre las que se construye el modelo de negocio, y que traen como consecuencia que sólo unas pocas compañías sobrevivan y se repartan la práctica totalidad de la cuota de mercado<sup>15</sup>. Esta situación produce dos efectos sobre las empresas que funcionan en mercados de estas características: (1) Es necesario crecer rápidamente para captar clientes y cuota de mercado y

---

<sup>15</sup> Ejemplos evidentes serían Facebook, Google o Amazon, líderes indiscutibles en sus respectivos mercados, en los que los competidores apenas tienen cabida.

asegurar su supervivencia, lo que incrementa sustancialmente la velocidad con que se utilizan los recursos y las necesidades de financiación durante las primeras fases de su desarrollo. (2) Bajo estas circunstancias, cobran más importancia los inversores que, además de proporcionar capital, aportan a la empresa conocimientos y mejores prácticas para capacitarlas en la gestión de contactos, redes y captación de clientes. Así, los *business angels* o los inversores de capital riesgo, que se caracterizan por involucrarse en la gestión de las empresas participadas y en los que se ha identificado repetidas veces este "efecto *networking*", pueden resultar clave en el arranque y desarrollo de las empresas de reciente creación. También algunas formas de *crowdfunding*, como el basado en recompensa, permiten un contacto temprano con potenciales clientes permitiendo además utilizar a los partícipes como mercado de pruebas de un nuevo producto, interactuando con ellos en el diseño definitivo del mismo. En este sentido, parece que las experiencias de *crowdfunding* reflejan una tendencia hacia procesos más abiertos, flexibles e innovadores.

2. Otra característica de las empresas de la nueva economía es que emprendedores y compañías jóvenes han demostrado más dinamismo y mayor capacidad de innovación que las empresas líderes tradicionales en sus respectivas industrias. Estas empresas líderes reaccionan con lentitud y a menudo se ven afectadas negativamente por comportamientos disruptivos e innovadores de estas *start-ups* en cuanto a la forma de realizar su negocio habitual. Por este motivo se ha identificado en las empresas más establecidas y que tienen recursos suficientes una tendencia a buscar acuerdos de colaboración e inversión con emprendedores y compañías de reciente creación utilizando instrumentos como el *corporate venture capital* o participando y financiando incubadoras y aceleradoras de empresas. Este es otro factor que aumenta el flujo de financiación disponible para financiar emprendimiento e innovación y aumenta las opciones disponibles para las empresas que buscan capital.
3. Los nuevos mercados muestran una tendencia hacia una economía basada en la información y en la innovación, en la que tiene un papel clave la labor de emprendedores y *start-ups* como nexo de unión entre la generación de conocimiento y la comercialización y rentabilidad del mismo. Esta circunstancia ha aumentado la importancia de los resultados de propiedad intelectual como patentes, diseños industriales y marcas registradas. Como consecuencia, han surgido los ya mencionados fondos de inversión centrados específicamente en proporcionar financiación a este tipo de instrumentos y a impulsar el crecimiento de las empresas que los generen, como los fondos de inversión de patentes (*patent-based investment funds*). Las empresas productoras de patentes cuentan por tanto con esta alternativa para financiar su actividad, además de que la propia patente puede actuar como garantía a la hora de solicitar un préstamo bancario o cualquier otro instrumento de deuda.

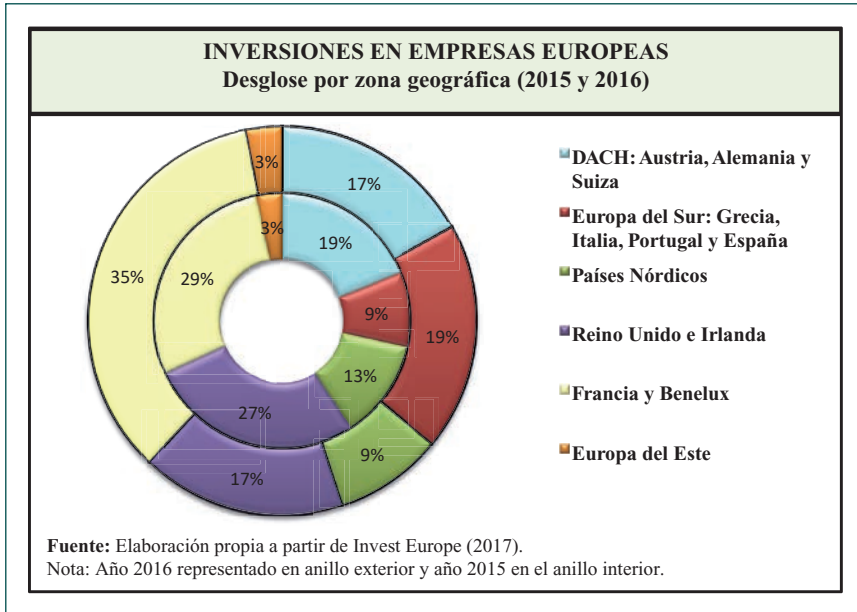
## 2. Situación actual del capital riesgo como alternativa de financiación a emprendedores y PYME

En la actualidad, el importante papel que el capital riesgo puede desempeñar como modo de financiación para la pequeña y mediana empresa europea, es algo absolutamente admitido. Asimismo la experiencia ha demostrado cómo este tipo de financiación no es una mera fuente de recursos para las compañías de menor tamaño o para aquellas ideas de negocio aún en su fase de despegue, sino que tiene una clara influencia positiva en la productividad y competitividad<sup>16</sup> de las mismas.

El volumen de recursos gestionado en la industria de capital riesgo europea es aún pequeño si lo comparamos con otras zonas, como por ejemplo Estados Unidos, por lo que sería deseable que todos los países sigan esforzándose para poder alcanzar su potencial.

En cuanto a la evolución del sector del capital riesgo en Europa durante el año 2016, los datos del informe de actividad recientemente publicado por la asociación europea de capital riesgo muestran que en el último año el *fundraising* alcanzó el nivel más alto desde 2008, con un incremento de un 37% sobre las cifras de 2015, llegando hasta los 74.500 millones de euros captados por el conjunto de la industria (*Invest Europe*, 2017). Esto ha provocado que en el periodo 2013-2016 se haya duplicado el volumen de fondos captados respecto al intervalo 2009-2012. Por otra parte, la cantidad total de fondos invertidos en empresas europeas durante 2016 se ha mantenido relativamente estable alcanzando los 53.700 millones de euros, de los cuales 4.400 millones de euros se han invertido en operaciones de *venture capital*. Hay que tener en cuenta que un tercio de esta cuantía son inversiones transfronterizas. En total, alrededor de 6.000 compañías han recibido fondos, de las cuales un 83% son PYME. Al analizar los datos diferenciados por zona geográfica, puede verse que en 2016 la mayor proporción de estas inversiones ha tenido lugar en el área de Francia y Benelux (35% sobre la inversión total), mientras que es la zona sur (España, Grecia, Italia y Portugal) la que ha experimentado un mayor incremento respecto a 2015, llegando a representar un 19% del total invertido. En el siguiente gráfico, se muestra la inversión total realizada en empresas europeas en los años 2015 y 2016, desglosada por región siguiendo la clasificación propuesta por *Invest Europe*.

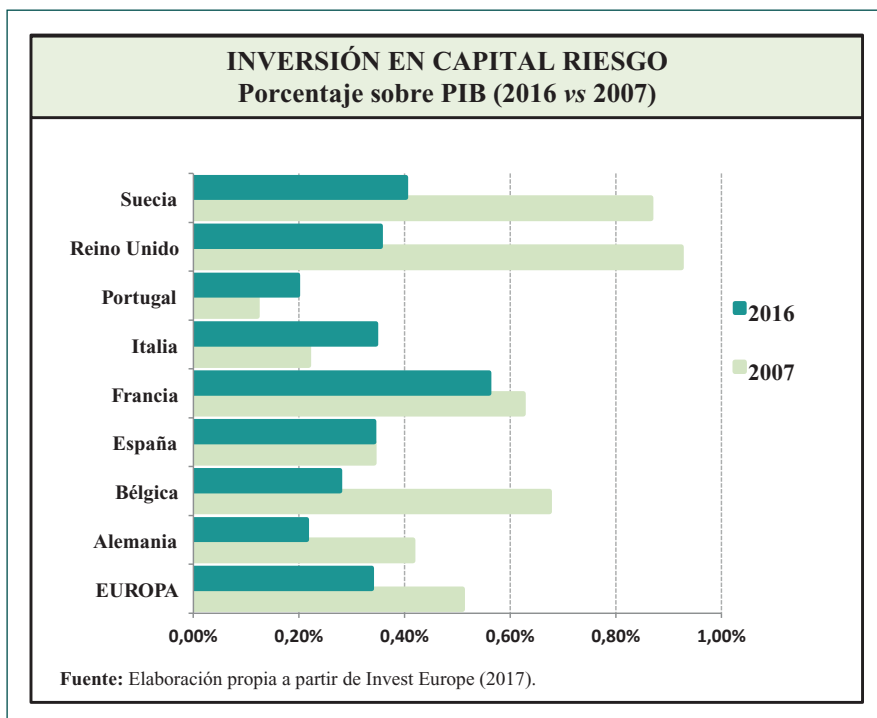
16 Véase a este respecto, entre otros, el estudio realizado por la asociación europea de capital riesgo para el periodo 2007-2013, en el cual se estimaba que la entrada de capital riesgo en una compañía podría incrementar su resultado operativo entre un 4,5% y un 8,5% durante los tres primeros años de inversión, al tiempo que lograr una disminución superior al 50% en la posibilidad de fracaso de los negocios respecto a otros de características similares, pero que no están financiados con capital riesgo (EVCA, 2014).



Como puede apreciarse, en 2016 se mantienen las diferencias entre distintas zonas dentro del entorno europeo, tanto en el volumen de fondos captados como en las inversiones realizadas. Estas desigualdades se ponen de manifiesto también al analizar el peso que las inversiones de la industria de capital riesgo representan sobre el Producto Interior Bruto (PIB) de cada país.

En la siguiente figura se presentan las inversiones de capital riesgo europeo como porcentaje del PIB, para un conjunto de países de la Unión Europea. Puede comprobarse que la situación de España (en 2016, las inversiones han supuesto un 0,34% del PIB) ha mejorado considerablemente en el último año respecto a la media europea, aunque aún permanezca lejos de los resultados de otros países, si bien es cierto que al comparar los resultados de 2016 con los de 2007, se aprecia una mayor homogeneidad entre países.

Por último, las desinversiones han seguido una tónica similar a la experimentada en los cuatro años previos, con un ligero deterioro respecto al año anterior. El volumen desinvertido en 2016 ha sido aproximadamente de unos 38.900 millones de euros, de los cuales sólo 2.500 millones de euros corresponden al tramo de *venture capital*.



## 2.1. El capital riesgo en España. Breve revisión de las iniciativas públicas estatales en 2016

En España, el sector de capital riesgo mantiene su tendencia positiva, destacando los resultados del segmento *venture capital*, que ha mostrado una gran actividad en los últimos meses. Parece que, poco a poco, el mercado español gana fuerza dentro del ámbito europeo y se consolida como un destino atractivo para inversores nacionales e internacionales.

Según los últimos datos publicados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI, 2017), la captación de fondos por las entidades nacionales privadas en el año 2016 ha sido muy superior a la del año 2015 alcanzando los 2.271 millones de euros, de los cuales un 25% se consiguió a través de fondos de *venture capital*. Las inversiones también han seguido una tendencia positiva, sobre todo en el segundo semestre de 2016, con un volumen total de inversión superior a los 3.600 millones de euros, lo que supone un crecimiento por encima del 33% respecto al año anterior. El número de operaciones se ha reducido en un 4% respecto a los resultados de 2015, siendo las operaciones de tamaño medio (10 a 100 millones de euros) las que han concentrado la mayor parte de la inversión. En particular, la inversión en *venture capital* superó los 402

millones de euros, realizada a través de 469 operaciones y estando la mayor parte de ellas concentradas en Madrid y Barcelona

Son numerosos los organismos públicos que ayudan a las pequeñas y medianas empresas españolas a conseguir los recursos financieros necesarios para su negocio, sea actuando en un ámbito global, autonómico o, incluso, local. Ahora bien, si nos centramos en las instituciones públicas estatales cuyas iniciativas se dirigen a la promoción del capital riesgo como fuente de financiación alternativa para la PYME española, el número de agentes activos se reduce considerablemente. En este ámbito, entre otros, es destacable desde hace años la actuación del Instituto de Crédito Oficial (ICO), de la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) y, más focalizado en empresas que realizan inversiones en el exterior el papel de la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES). A continuación se presenta una revisión de la actuación de estos organismos en el año 2016, que es el periodo de tiempo objeto de análisis en este Anuario.

El organismo público estatal de mayor relevancia en este campo, tanto por su actividad como por el alcance de sus iniciativas es, sin lugar a dudas, el **Instituto de Crédito Oficial (ICO)**. Aunque su actividad como banco público adscrito al Ministerio de Economía, Industria y Competitividad abarca una amplia gama de actuaciones, su participación en el sector de capital riesgo se lleva a cabo a través de Axis Participaciones Empresariales SGEIC, S. A., sociedad filial propiedad al 100% del ICO. La sociedad Axis<sup>17</sup>, que celebró su 30 aniversario en diciembre de 2016, ha demostrado ser un agente muy activo en la industria de capital riesgo española. Actualmente gestiona activamente varios fondos: Fond-ICOpyme, Fond-ICOinfraestructuras y Fond-ICO Global, siendo este último un programa de gran dimensión que se ha convertido en protagonista dentro del sector de capital riesgo español.

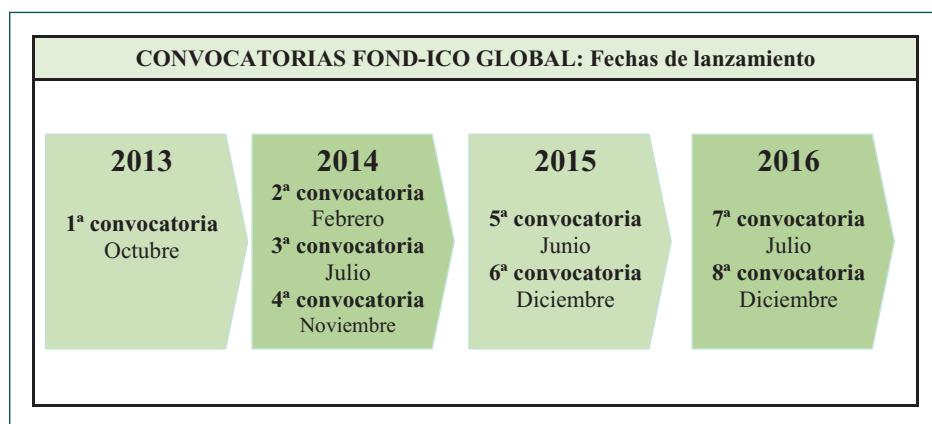
Recordemos que Fond-ICO Global es un programa de colaboración entre el sector público y el sector privado. A través de la estructura de un fondo de fondos, se canaliza dinero público en coinversión con capital privado hacia fondos de capital riesgo de nueva creación y de gestión privada que realicen una parte importante de sus inversiones en empresas españolas. La asignación de recursos de Fond-ICO Global se realiza en base a un proceso competitivo, mediante convocatorias sistemáticas en las que se seleccionan los mejores fondos, respetando los principios de transparencia, publicidad, libre concurrencia y objetividad<sup>18</sup>.

17 Esta sociedad proporciona fondos a las empresas a través de diferentes instrumentos, que van desde la inversión directa en capital (o indirectamente, mediante los fondos en los que tienen participación) hasta los préstamos participativos. Para más detalle sobre sus actividades puede consultarse <http://www.axispart.com>.

18 En las ediciones anteriores del Anuario de Capital Riesgo se han revisado en detalle las características de Fond-ICO Global en lo que respecta al diseño del programa, al procedimiento de adjudicación de los fondos y todos los aspectos relativos al seguimiento una vez implementado. Asimismo, se han estudiado las razones del éxito de este programa basándose en un análisis comparativo con otro ejemplo de coinversión público-privada, como es el programa británico *Enterprise Capital Funds* (De los Ríos et al., 2015 y 2016).



Desde su lanzamiento, a mediados de 2013, la evolución del programa ha sido muy favorable y hasta la fecha se han resuelto con éxito ocho convocatorias, en las cuales Fond-ICO Global tiene ya comprometidos 1.264 millones de euros sobre un total de 1.500 millones que conforman su patrimonio. En la siguiente figura se muestra la distribución de las ocho convocatorias conforme a su fecha de lanzamiento, si bien en este apartado se analizan en concreto los resultados de las tres últimas rondas de financiación, puesto que son las que se han desarrollado durante el año 2016<sup>19</sup>.



Fond-ICO Global nació en un momento de coyuntura económica complicada con el principal objetivo de diversificar e incrementar las fuentes de financiación no bancaria disponibles para el tejido empresarial español, con vistas en último término a conseguir una mejora en la competitividad e internacionalización de la PYME. Para lograr ese propósito es preciso que esa financiación llegue a las empresas sea cual sea su fase de desarrollo (etapas iniciales de un proyecto, fases de crecimiento o negocios ya consolidados) e independientemente del sector de actividad. Este planteamiento ha hecho que durante los cuatro años de existencia del programa un número elevado de gestoras con diferentes estrategias de inversión, tanto pertenecientes a la categoría *venture capital* como *private equity*, hayan concurrido a las sucesivas convocatorias del programa.

En conjunto en las ocho convocatorias realizadas hasta este momento se han recibido 173 solicitudes, de las cuales alrededor de un 30% proviene de candidatos internacionales. De las solicitudes presentadas en cada convocatoria se han seleccionado un total

<sup>19</sup> Si bien la 6ª convocatoria se anunció en diciembre de 2015, su resolución tuvo lugar en junio de 2016 y, por tanto, se comentará brevemente en este apartado con la 7ª y 8ª convocatoria, de las que ya se conocen sus resultados a fecha de cierre del presente Anuario.

de 56 gestoras, cuyo desglose por categoría de inversión es el siguiente: 12 fondos de incubación, 21 de *venture capital*, 21 de capital expansión y dos de deuda.

A continuación, se muestran con más detalle los resultados de las convocatorias sexta, séptima y octava de Fond-ICO Global, que son las que se han lanzado y/o resuelto en el transcurso del año 2016. Como puede observarse en la siguiente tabla, en estas tres últimas rondas de adjudicación se han presentado 68 candidatos, de los cuales se han seleccionado 21 gestoras: siete pertenecen a la categoría de capital expansión, ocho gestoras a *venture capital* y otras seis a incubación/transferencia de tecnología.

FONDOS CANDIDATOS/SELECCIONADOS EN LAS TRES ÚLTIMAS CONVOCATORIAS						
	6ª CONVOCATORIA		7ª CONVOCATORIA		8ª CONVOCATORIA	
	PRESEN- TADOS	SELECCIO- NADOS	PRESEN- TADOS	SELECCIO- NADOS	PRESEN- TADOS	SELECCIO- NADOS
EXPANSIÓN	7	2	7	3	9	2
VENTURE CAPITAL	8	2	11	3	9	3
INCUBACIÓN	4	0	8	3	5	3
<b>TOTAL</b>	<b>19</b>	<b>4</b>	<b>26</b>	<b>9</b>	<b>23</b>	<b>8</b>

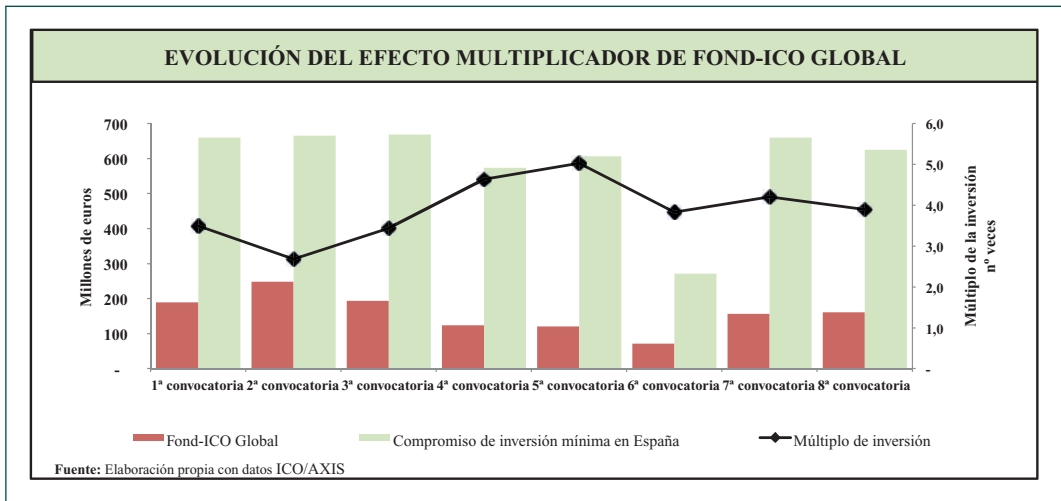
En la siguiente tabla se presenta la información sobre las 21 gestoras seleccionadas en esas tres convocatorias, desglosadas por estrategia de inversión, junto al fondo de capital riesgo correspondiente y el sector de actividad principal.

Fond-ICO Global - GESTORAS SELECCIONADAS EN LAS TRES ÚLTIMAS CONVOCATORIAS				
	CATEGORÍA DE INVERSIÓN	GESTORAS SELECCIONADAS	FONDOS	ACTIVIDAD
6ª CONVOCATORIA Lanzamiento: Diciembre 2015 Adjudicación: Junio 2016	CAPITAL EXPANSIÓN	CHARME CAPITAL PARTNERS SGR S.p.A.	<i>Charme III</i>	Generalista
		MERIDIA CAPITAL PARTNERS SGEIC SA	<i>Meridia International Growth I FCR</i>	Generalista
	VENTURE CAPITAL	KANOAR VENTURES SGEIC SA	<i>K Fund</i>	TIC
		SAMAIPATA CAPITAL PARTNERS SGEIC SA	<i>Samaipata I FCR Pyme</i>	TIC

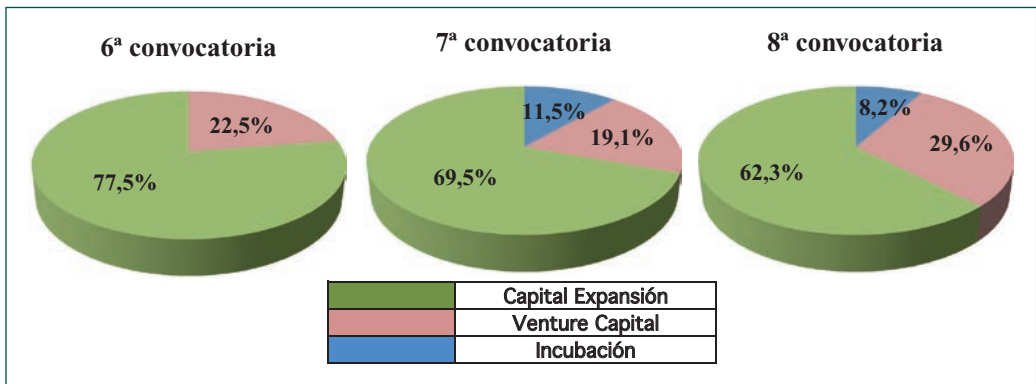
Fond-ICO Global - GESTORAS SELECCIONADAS EN LAS TRES ÚLTIMAS CONVOCATORIAS				
	CATEGORÍA DE INVERSIÓN	GESTORAS SELECCIONADAS	FONDOS	ACTIVIDAD
7ª CONVOCATORIA Lanzamiento: Julio 2016 Adjudicación: Sept. 2016	CAPITAL EXPANSIÓN	NEXXUS IBERIA SGEIC SA	<i>Nexus Iberia Fund I FCR</i>	Generalista
		OQUENDO MANAGEMENT II SARL	<i>Oquendo III (SCA) SICAR</i>	Generalista
		REALZA CAPITAL SGEIC SA	<i>Realza Capital II FCR</i>	Generalista
	VENTURE CAPITAL	INVEREADY ASSET MANAGEMENT SGEIC SA	<i>Inveready Venture Finance II SCR Pyme</i>	TIC
		JME VENTURE CAPITAL SGEIC SA	<i>Fomento para la Innovación y Desarrollo IV FCR</i>	TIC
		SI CAPITAL PRIVATE EQUITY SGEIC SA	<i>Energy Efficiency Fund II</i>	Eficiencia energética
	INCUBACIÓN	BEABLE SL	<i>Beable Invierte Kets Fund FCR</i>	Spin Off tecnológicas
		CLAVE MAYOR SGEIC SA	<i>Mondragón Fondo de Promoción FCR</i>	Spin Off tecnológicas
		SEEDROCKET SL	<i>Seedrocket 4Founders Capital SCR Pyme SA</i>	TIC
8ª CONVOCATORIA Lanzamiento: Diciembre 2016 Adjudicación: Mayo 2017	CAPITAL EXPANSIÓN	MAGNUM CAPITAL MANAGEMENT SÀRL	<i>Magnum Capital II (SCA) SICAR</i>	Generalista
		PORTOBELLO CAPITAL GESTIÓN SGEIC SA	<i>Portobello Fondo IV FCR</i>	Generalista
	VENTURE CAPITAL	EDMOND DE ROTHSCHILD INVESTMENT PARTNERS	<i>Biodiscovery 5</i>	Biotecnología
		SEAYA CAPITAL GESTIÓN SGEIC SA	<i>Seaya Venture II FCR</i>	TIC
		SUMA CAPITAL SGEIC SA	<i>SC Efficiency &amp; Environment Fund II</i>	Eficiencia energética
	INCUBACIÓN	BUSINESS BOOSTER SL	<i>Bbooster Dyrecto</i>	TIC
		ENCOMENDA VENTURE PARTNERS SL	<i>Encomenda Seed I A FCRE SA</i>	TIC
		IUCT EMPREN SL	<i>Inkemia</i>	Biotecnología

En conjunto, los 56 fondos elegidos desde el lanzamiento de Fond-ICO Global tienen un compromiso de inversión en empresas españolas que supera los 4.700 millones de euros, dentro de una inversión total objetivo superior a los 12.000 millones de euros. Si tenemos

en cuenta la aportación máxima comprometida por Fond-ICO Global (los 1.264 millones de euros mencionados anteriormente), esto representa un efecto multiplicador promedio de las ocho convocatorias de casi cuatro veces. En el siguiente gráfico, se presenta la evolución de dicho multiplicador conforme a los resultados conseguidos en cada convocatoria.



Analizando las cifras de las tres últimas convocatorias, podemos comprobar que el compromiso de inversión por parte de Fond-ICO Global supone en conjunto alrededor de 389 millones de euros, cuya distribución ha sido: 71 millones de euros (sexta convocatoria), 157,4 millones de euros (séptima convocatoria) y 160,6 millones de euros (octava convocatoria). El desglose de estas cantidades por categoría de inversión se muestra en la siguiente figura.



Por último, veamos cuál ha sido la tendencia de las operaciones de inversión realizadas en España durante el año 2016. Como puede observarse en la siguiente tabla, en 2016 los fondos participados por Fond-ICO Global han llegado a 84 empresas, siendo el importe global similar al del año anterior, en torno a 428 millones de euros.

INVERSIONES EN ESPAÑA		
<i>Cifras acumuladas a</i>	<i>31/12/2015</i>	<i>31/12/2016</i>
Operaciones (Nº)	137	221
Importe (millones de euros)	571	999
Tamaño medio (millones de euros)	4,2	4,5

Todo indica que el programa Fond-ICO Global continúa actuando como inversor ancla, atrayendo no sólo capital privado nacional sino también fondos de inversores internacionales, lo cual reafirma su incuestionable contribución a la revitalización del sector de capital riesgo en España.

El Instituto de Crédito Oficial también colabora en la financiación de la empresa española, a través de otras sociedades como es el caso de la **Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES)**<sup>20</sup>. Recordemos que COFIDES puede optar por tomar participaciones directas en el capital de las empresas financiadas, o por invertir a través de fondos de capital riesgo<sup>21</sup>, siempre que su contribución no supere en ambos casos el 49% del capital social de la empresa en la que se invierte y sin tomar parte en la gestión diaria de los proyectos.

Desde su creación, COFIDES ha aprobado más de 850 proyectos de inversión de empresas españolas en 86 países, y de los proyectos aprobados en 2016, un 58% corresponde a pequeñas y medianas empresas. Según los últimos datos publicados por COFIDES, en 2016 se ha alcanzado un máximo histórico en la gestión de su cartera comprometida, superando los 1.060 millones de euros a finales de año. Esta cifra supone más de un 70% de incremento respecto a los resultados de 2011, previos a la puesta en marcha del Plan Estratégico 2012-2015.

Una de las principales novedades del año 2016 ha sido la creación e implementación del Plan Estratégico 2016-2019, cuyo principal objetivo es incrementar la financiación estructurada

20 COFIDES está constituida como una sociedad mercantil estatal, aunque sólo un 53,68% de su capital es público (perteneciente a ICEX España Exportación e Inversiones, ICO y ENISA), mientras que tiene un 46,32% de capital privado. Puede consultarse su página web ([www.cofides.es](http://www.cofides.es)), para un mayor detalle sobre sus orígenes y evolución.

21 Realizado con el apoyo de COFIDES Capital Riesgo, SGEIC S.A., que es su sociedad gestora de entidades de capital riesgo.

a través de operaciones de capital. Las pequeñas y medianas empresas continúan siendo un objetivo prioritario, por lo que está previsto lanzar un nuevo producto financiero “Pyme+dimensión internacional” que ayude a impulsar el crecimiento de este tipo de empresas.

Además, desde mayo de 2016, COFIDES es una de las cinco instituciones financieras de desarrollo europeas que han obtenido la acreditación para gestionar de manera delegada el presupuesto de la Unión Europea de cooperación al desarrollo en el marco del *blending* o financiación combinada. Esta figura permite a las empresas españolas acceder a financiación reembolsable de COFIDES junto con una subvención de la Unión Europea.

Así, durante el año 2016, se han formalizado 97 millones de euros en operaciones directas de inversión en instrumentos de capital y próximos al capital, siendo los principales destinos de estas operaciones Colombia y Estados Unidos. Adicionalmente, ha tomado una participación en dos fondos de capital riesgo:

- *Aurica III*: En el cual participa con 15 millones de euros, con cargo a recursos propios de COFIDES (20%) y recursos del Fondo para Inversiones en el Exterior (FIEX) (80%). Se trata de un fondo de nueva creación destinado a facilitar financiación mediante operaciones de capital expansión a empresas españolas con un perfil orientado a su expansión internacional.
- *Norax Green Capital*: Participación de 5 millones de euros con cargo a recursos del FIEX. Es también es un fondo de nueva creación destinado a participar en el capital de sociedades que desarrollen, construyan y exploten plantas de generación de energía renovable, principalmente eólica.

Sin duda alguna, otra de las instituciones públicas con una actuación relevante en la oferta de alternativas de financiación para la PYME y los emprendedores españoles es la **Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA)**<sup>22</sup>.

ENISA cuenta con una dilatada experiencia en la financiación de la pequeña y mediana empresa española, aunque su papel ha sido excepcionalmente reconocido durante los años de crisis financiera, puesto que ha proporcionado financiación a largo plazo a las PYME en condiciones muy favorables y sin provocar dilución en el accionariado, a través de sus préstamos participativos<sup>23</sup>.

---

22 Dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. Para más información sobre las líneas de financiación disponibles puede consultarse su página web: [www.enisa.es](http://www.enisa.es).

23 De hecho, en las condiciones establecidas para la concesión de tales préstamos aparece, frecuentemente de forma explícita, que no se exigen avales ni garantías; siendo suficiente con tener constancia de la viabilidad técnica y económica del proyecto empresarial previsto por la empresa peticionaria.

En el año 2016 el número de operaciones aprobadas aumentó en un 9,6% respecto al año anterior, financiando más de 800 proyectos empresariales con un volumen de inversión superior a los 80 millones de euros. La mayor parte de estas operaciones y de las inversiones realizadas tuvieron lugar en Cataluña (33% sobre el total) y Madrid (30,4%). Y, del total de préstamos concedidos, más del 60% corresponden a empresas con menos de dos años de antigüedad, con un importe que supera los 36 millones de euros. Por tanto, siguen intensificando sus esfuerzos para impulsar empresas de reciente creación, promovidas en muchos casos por jóvenes emprendedores.

En la distribución de los fondos por sectores, un 39% de los fondos se han dirigido a empresas del sector de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC), seguido del segmento "otros servicios" al cual se destinó un 17% del total.

Y, sin duda, no puede cerrarse este apartado sin hacer alusión a la labor desarrollada por el **Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI)**<sup>24</sup> en su compromiso con la investigación, la innovación y el desarrollo tecnológico de la empresa española. Como organismo público dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad lleva décadas ofreciendo diferentes vías de financiación empresarial, dirigidas tanto a la creación de empresas de base tecnológica o innovadora, como a la consolidación y crecimiento de las mismas. Entre otras, son ampliamente conocidas las ayudas NEOTEC y, en el ámbito del capital riesgo, el programa INNVIERTE.

El programa INNVIERTE forma parte de la "Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020"<sup>25</sup> del gobierno español que, aunque lleva poco tiempo en marcha, parece que empieza a dar sus frutos. Su objetivo principal es financiar pequeñas y medianas empresas españolas en etapas tempranas, de base tecnológica y con un alto potencial de retorno y *mid-caps* tecnológicas e industriales, que necesiten recursos para financiar fases de rápido crecimiento. Según los últimos datos hechos públicos, a fin de 2016 tenía un compromiso de inversión de unos 280 millones de euros en 14 fondos de capital riesgo, de los cuales sólo uno es un fondo de *private equity* (*N+1 Private Equity Fund III*); mientras que el resto corresponden a *venture capital* o capital semilla (tres fondos). Los recursos del programa van destinados a empresas cuya actividad principal se encuadra en los siguientes sectores: ciencias de la vida, tecnologías industriales, energía y medio ambiente y TIC.

Sin duda, este conjunto de medidas e intervenciones por parte de organismos públicos responde a la necesidad de buscar cauces de financiación estable para emprendedores

---

24 Consúltase [www.cdti.es](http://www.cdti.es), para más información sobre sus actividades.

25 Más información sobre esta estrategia está disponible en: <http://www.idi.mineco.gob.es>.

y empresas de reciente creación, debido a su importante contribución a una economía innovadora. Por esta razón, la actividad de estos agentes económicos continúa siendo relevante en la agenda política de las Administraciones Públicas nacionales y comunitarias.

La dependencia que las empresas europeas tienen de la financiación bancaria, y que se puso de manifiesto durante los años más duros de la crisis financiera, está produciendo un movimiento de desintermediación bancaria en el que el capital riesgo debe jugar un papel protagonista. Una industria de capital riesgo activa y saneada puede constituirse como fuente de financiación empresarial alternativa sólida, y no sólo como remedio en momentos puntuales de escasez. En este sentido, la intervención pública mediante programas e iniciativas de financiación debe continuar siendo un elemento fundamental en la industria de capital riesgo española.

Para concluir, todo parece indicar que aunque las condiciones del mercado crediticio se han flexibilizado considerablemente y las perspectivas económicas son optimistas, sigue preocupando la limitación estructural en el acceso a los recursos financieros suficientes para muchos emprendedores y empresas de pequeño tamaño. Lo cual hace pensar que los modelos de financiación tradicionales deberían ir acompañados de otras alternativas, entre las que, junto al capital riesgo, se encuentran las redes de *business angels*, las plataformas de *crowdfunding* o el *venture capital* corporativo.

### 3. Referencias bibliográficas

ASCRI (2017): *Informe Venture Capital & Private Equity en España 2016*, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.

AXIS/ICO (2016): *Bases para la selección de sociedades gestoras de fondos para la inversión por Fond-ICO Global*, octava convocatoria, diciembre.

BERTONI, F.; COLOMBO, M.G. y QUAS, A. (2015): The Patterns of Venture Capital Investment in Europe. *Small Business Economics*, Vol. 45, Nº3, pp. 543-560.

BERTONI, F. y TYKVOVA, T. (2015): Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy*, Vol.44, Nº 4, pp. 925-935.

BCE (2017): *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – SAFE (October 2016 to April 2017)*. European Central Bank, noviembre.

BLOCK, J.H.; COLOMBO, M.G.; CUMMING, D.J. y VISMARA S. (2017): New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, doi: 10.1007/s11187-016-9826-6. Publicado *online* el 17 de enero.

BLOCK, J.; FISHER, C. Y VAN PRAAG, M. (2016): The Schumpeterian entrepreneur: a review of the empirical evidence on the antecedents, behavior and consequences of innovative entrepreneurship: *Journal of Industry and Innovation*, Vo.24, Nº1, pp.61-95.



BRANDER, J. A., EGAN, E. y HELLMANN, T. (2008): Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence. En LERNER, J. y SCHOAR, A. (Eds.): *International differences in entrepreneurship*. University of Chicago Press.

COLOMBO, M. G.; CUMMING, D. J. Y VISMARA, S. (2016): Governmental venture capital for innovative young firms. *Journal of Technology Transfer*, Vol.41, Nº1, pp.10-24.

COMISIÓN EUROPEA (2016): *Annual Report on European SMEs 2015/2016: SME recovery continues*, Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs, noviembre.

COMISIÓN EUROPEA (2015): *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. COM (2015) 468 final, septiembre.

DE LOS RÍOS SASTRE, S., RODRÍGUEZ GARCÍA, I. y SÁENZ-DÍEZ ROJAS, R. (2015): "Claves para el éxito de las iniciativas públicas en el sector del capital riesgo: análisis de Fond-ICO global", *Anuario de Capital Riesgo 2014*, Instituto de Capital Riesgo, Madrid.

DE LOS RÍOS SASTRE, S., RODRÍGUEZ GARCÍA, I. y SÁENZ-DÍEZ ROJAS, R. (2016): "El sector de capital riesgo europeo y la intervención pública: introducción a las iniciativas estatales en España", *Anuario de Capital Riesgo 2015*, Instituto de Capital Riesgo, Madrid.

GEM (2016), *Global Entrepreneurship Monitor – Informe GEM España 2015*, Centro Internacional Santander Emprendimiento.

HALL, B. H. y LERNER, J. (2010): The financing of R&D and innovation. En HALL, B. H. y ROSENBERG, N. (Eds.): *Handbook of the economics of innovation*. Elsevier, Amsterdam.

HOOD, N. (2000): Public venture capital and economic development: the Scottish experience. *Venture Capital*, Vol.2, Nº4, pp.313-341.

INVEST EUROPE (2017): *2016 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, mayo.

KRAEMER-EIS, H., LANG, F., TORFS, W. y GVETADZE, S. (2016): European Small Business Finance Outlook. *EIF Research and Market analysis*. Working Paper 2016/35.

LERNER, J. (2009): *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed, and What to Do About It*. Ed. Princeton University Press.

LERNER, J. y WATSON, B. (2008): The public venture capital challenge: the Australian case. *Venture Capital*, vol. 10, nº 1, pp. 1-20, enero.

MURRAY, G. C. (2007): *Venture capital and government policy*. En LANDSTRÖM, H. (Ed.): *Handbook of Research on Venture Capital*. Ed. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Reino Unido.

STANDAERT, T. y MANIGART (2017): Government as fund-of-funds and VC fund sponsors: effect on employment in portfolio companies. *Small Business Economics*, doi: 10.1007/s11187-016-9831-9. Publicado online el 24 de enero.

VAN DER SCHANS, D. (2015), The British Business Bank's role in facilitating economic growth by addressing imperfections in SME finance markets. *Venture Capital*, vol. 17, nº 1-2, pp. 8-25.

WEBCAPITALRIESGO (2017a): Madurez del venture capital en España. Casos de éxito en la transformación de start-up a empresa consolidada. Informe profesional obtenido en [www.webcapitalriesgo.com](http://www.webcapitalriesgo.com). Marzo.

WEBCAPITALRIESGO (2017b): El capital riesgo informal en España, 2017. Financiación de Business Angels, Crowdfunding, Aceleradoras, Otros. Informe profesional obtenido en [www.webcapitalriesgo.com](http://www.webcapitalriesgo.com). Mayo.