



Máster Universitario en Finanzas

ANÁLISIS DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Autora: Marina Merladet Servera

Director: Eduardo Gismera Tierno

(Junio 2017)

Análisis del Capital Riesgo en España

Indice

| | |
|--|----|
| 1. Abstract..... | 4 |
| 2. Introducción..... | 4 |
| 3. Capital Riesgo. | 6 |
| 3.1. Definición | 6 |
| 3.2. Objetivo | 9 |
| 3.3. Orígenes y evolución del capital riesgo en España..... | 9 |
| 3.4. Ventajas y desventajas | 11 |
| 3.5. Captación de Fondos | 12 |
| 3.6. Valoración de una start-up..... | 13 |
| 3.7. Instrumentos financieros utilizados en capital riesgo..... | 16 |
| 3.8. Régimen de inversiones de las entidades de capital-riesgo | 17 |
| 3.9. Tipos de Inversión..... | 17 |
| 3.9.1. Capital semilla (seed capital) | 19 |
| 3.9.2. Capital para puesta en marcha o capital de arranque (start up capital)..... | 19 |
| 3.9.3. Otras fases iniciales (Other-early-stage) | 19 |
| 3.9.4. Capital expansión o desarrollo (Growth capital)..... | 20 |
| 3.9.5. Financiación puente (Bridge financing) | 20 |
| 3.9.6. Adquisición con Apalancamiento (Leveraged/ management Buy-out), Sucesión, Reorientación..... | 20 |
| 3.9.7. Rescate, Reorientación o Reestructuración (turnaround capital) | 21 |
| 3.9.8. Capital de sustitución (replacement capital)..... | 21 |
| 3.10. Entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, los fondos de capital riesgo europeos y los fondos de emprendimiento social europeos..... | 21 |
| 3.10.1 Las entidades de capital-riesgo | 21 |
| 3.10.2. Otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, los fondos de capital riesgo europeos (FCRE)..... | 23 |
| 3.10.3. Fondos de emprendimiento social europeos | 23 |
| 4. Comportamiento e importancia del Venture Capital..... | 24 |
| 5. Actividad del capital riesgo en la economía española | 25 |
| 5.1. Procedencia de los capitales en gestión de las Entidades de Capital Riesgo nacionales privadas | 25 |

| | | |
|------|--|----|
| 5.2. | Inversión del Capital Riesgo según las fases de desarrollo | 25 |
| 5.3. | Inversión de Capital Privado por sectores. | 26 |
| 5.4. | Inversión de Capital Privado por Comunidad Autónoma. | 27 |
| 5.5. | Inversión de Capital Privado por tamaño de empresa..... | 28 |
| 5.6. | Desinversiones..... | 29 |
| 6. | La función de ASCRI, ICO, ENISA, CDTI y el Capital Riesgo Informal | 30 |
| 6.1. | ASCRI | 30 |
| 6.2. | AXIS | 31 |
| 6.3. | Enisa | 34 |
| 6.4. | CDTI | 34 |
| 6.5. | Capital Riesgo Informal | 35 |
| 7. | Comparativa del venture capital entre países..... | 35 |
| 8. | La banca en la sombra | 39 |
| 9. | Análisis del comportamiento de INVEREADY SEED CAPITAL SCR SA..... | 39 |
| 10. | Conclusiones | 42 |
| 11. | Bibliografía..... | 44 |

1. Abstract

El objetivo principal del presente TFM se centra en un estudio y comportamiento del capital-riesgo en España para entender la situación del sector en el periodo estudiado.

Para ello, se va a presentar las características y funcionamiento del capital riesgo, la evolución y actividad en la economía española, y el análisis de un fondo de capital riesgo tratando de extraer información aplicando lo estudiado durante el trabajo.

El capital riesgo puede llegar a ser un instrumento clave para que una PYME consiga financiación para realizar sus inversiones necesarias para implantarse, consolidarse en el mercado y/o crecer y, viendo su evolución, cabe esperar que siga obteniendo gran protagonismo.

2. Introducción.

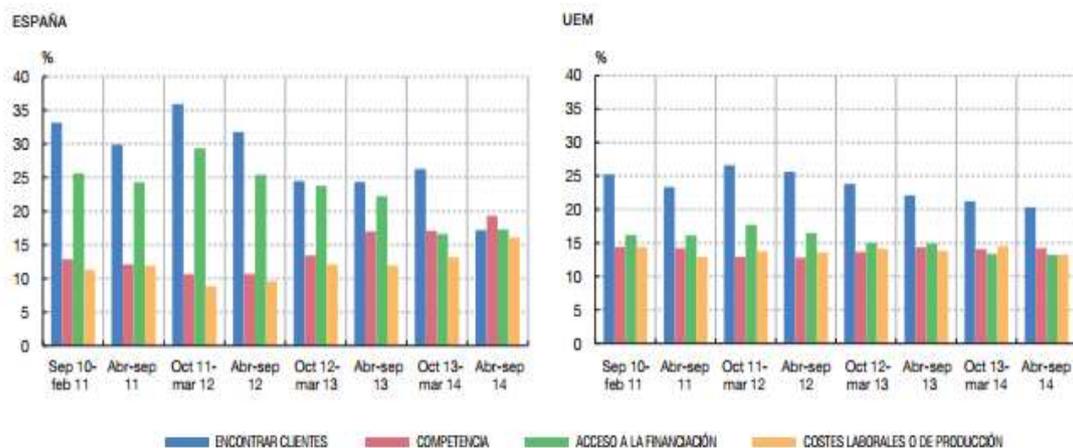
El capital riesgo es una fuente de financiación no muy conocida en España, tras una encuesta realizada a cincuenta personas con una Licenciatura/Grado en Administración y Dirección de Empresas o en Economía y/o un Máster en Finanzas, los resultados han sido que casi el 80% no sabe qué es o han oído hablar pero no sabrían explicarlo, una cifra que llama la atención al tratarse de persona con formación superior temas relacionados con la economía.

Para el crecimiento de una empresa es fundamental tener acceso a la financiación, sin embargo, y especialmente a lo largo de la crisis, las empresas han visto reducidas sus posibilidades de financiación.

Los siguientes gráficos realizados partir de una encuesta elaborada por el Banco Central Europeo (2015), muestran cómo para un porcentaje importante de las PYMES españolas en el periodo estudiado una de las principales preocupaciones era el acceso a la financiación, especialmente hasta septiembre de 2012 como se observa en el gráfico 1 (en el lado izquierdo) era de alrededor del 25%. Cabe destacar las diferencias de España respecto a la UEM en cuanto a la preocupación por el acceso a la financiación, el porcentaje de empresas que consideraban el acceso a financiación externa el principal obstáculo, tendió a encontrarse entre el 13% y el 17% en dicho periodo, se sitúa por debajo de España aunque convergiendo en los últimos años.

Gráfico 1

PERCEPCIÓN DE LAS PYMES SOBRE LOS PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A SU ACTIVIDAD (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

En el momento de otorgar préstamos una de las medidas que han tomado las entidades bancarias es recortar y endurecer las condiciones, por ello resulta interesante estudiar una vía alternativa de financiación. No obstante, este tipo de financiación ha experimentado un significativo crecimiento en los últimos años y se considera un motor clave para el desarrollo económico y la renovación de la base tecnológica de la sociedad.

El capital riesgo muestra interés por proyectos jóvenes y arriesgados pero con grandes expectativas de crecimiento, buscando de esta manera mayores rentabilidades.

Dada la importancia para las empresas al acceso de financiación, se publicó en el BOE en 2012 en el del Memorando de Entendimiento entre la Comisión Europea y España una la cláusula 27, la cual expone lo siguiente: *“Debe fomentarse la intermediación financiera no bancaria. A la luz de la considerable dependencia de la economía española de la intermediación bancaria, las autoridades españolas prepararán, antes de mediados de noviembre de 2012, propuestas para fomentar la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación del mercado de capitales y el capital riesgo”*.

Con el fin de incentivar la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que inviertan en compañías españolas, la respuesta del Gobierno fue crear en Mayo de 2013 de Fond-ICO Global, el primer “Fondo de Fondos” de capital riesgo público en España, el cual invierte en fondos de capital riesgo privado.

3. Capital Riesgo.

3.1. Definición

El capital riesgo es una fuente de financiación para las pequeñas y medianas empresas, para la creación de una nueva empresa, o bien para aumentar su crecimiento, en la que una sociedad inversora que confía en el proyecto presentado por la PYME, decide invertir de forma temporal en él, con el objetivo principal obtener una rentabilidad que se obtiene al final del período de la inversión.

Además de la obtención de financiación, aporta asesoramiento en problemas concretos, considerándose un valor añadido para la PYME.

Para una empresa joven o de nueva creación, la dificultad en obtener financiación radica en que son empresas sin un histórico, con apenas un balance suficientemente sólido o con unos flujos de caja negativos, por lo que en un entorno tan arriesgado es difícil que una entidad financiera asuma el riesgo y acepte entrar en una operación.

El capital riesgo a pesar de no tener mucho peso en la actividad financiera mundial, se considera “crucial para el proceso de innovación”, tal como señalaba uno de los estudios de la OCDE en 1996. Como ya se ha mencionado, este tipo de compañías tienen capacidad para financiar estos proyectos innovadores y de alto riesgo y esto se confirma, por ejemplo, en que empresas que han sido pioneras en tecnología informática, fueron ayudadas por empresas de Capital Riesgo.

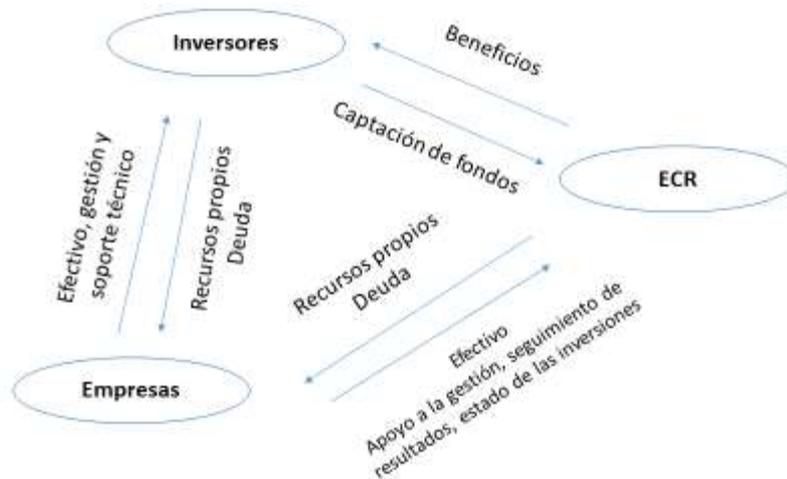
Hay tres figuras que conforman dentro de una operación con un capital riesgo, que son los inversores que disponen de los fondos, las empresas que necesitan financiación, y las empresas de Capital Riesgo que son los intermediarios.

Cuando los inversores van directamente a las empresas, sin haber intermediarios, son los conocidos “business angels”, y son ellos mismos quienes estudian y gestionan las operaciones.

En caso de que los inversores decidieran entrar en una operación de forma indirecta, es decir, utilizando los servicios que ofrece el Capital Riesgo, el siguiente gráfico muestra el esquema del funcionamiento de la relación entre las tres figuras antes mencionadas:

Gráfico 2:

La relación entre participantes en el mercado de Capital Riesgo



Fuente: Baygan & freudenberg, 2000.

Las firmas de Capital Riesgo captan los fondos ofertados por los inversores, y el capital riesgo aporta los recursos tanto humanos como técnicos para seleccionar, hacer el seguimiento de la inversión, hasta finalizar con la desinversión.

La empresa financiada, además de financiación, se puede beneficiar del Capital Riesgo a través de servicios de asesoramiento, acceso a una red de contactos y gozar de mayor credibilidad frente a terceros a cambio de que el capital riesgo esté presente en la compañía vía recursos propios o deuda con derechos preferentes.

Las principales formas en que un capital riesgo realiza la desinversión del capital son: a través de una OPV en el mercado de valores, o bien vendiendo a otra entidad de capital privado, a otro capital riesgo, a los antiguos accionistas o al propio equipo directivo.

El periodo de tiempo que suele permanecer el capital riesgo en una empresa oscila entre los 3 y 10 años dado que tratan de sustituir a los préstamos bancarios, de difícil acceso para una PYME y que pueden limitar el desarrollo de una compañía, y suele permanecer el tiempo en el que madure la inversión y haya generado el valor esperado. Es entonces cuando desinvierten organizando el proceso de venta de su participación maximizando el capital invertido y el de otros accionistas y gestores que acompañan en estos proyectos.

Para hacer mención al capital riesgo, según la modalidad de inversión, cabe distinguir dos términos anglosajones, Venture Capital, utilizado cuando la empresa se encuentra

en fase inicial o de desarrollo; y por otro lado “Private Equity” dirigido a empresas en crecimiento o que ya están consolidadas.

Pese a que la calidad y disponibilidad de los datos en relación a este sector ha mejorado, en ocasiones resulta complicado hacer comparaciones a nivel internacional por los siguientes motivos:

- Falta de una definición internacional estándar del capital riesgo. Aunque hay un entendimiento general, la definición de los tipos de inversión en capital riesgo varía según la región. En algunos casos, las diferencias pueden ser puramente lingüísticas, en otras ocasiones son más sustantivas.
- Un segundo problema se basa en la cantidad de metodologías que existen a la hora de utilizar los datos obtenidos. Según sean recogidos los datos, los resultados de las estadísticas respecto de un país a otro pueden no resultar representativas.

La siguiente tabla, elaborada según información de la OCDE, nos muestra diferencias en la terminología entre capital privado y venture capital según la fuente.

Tabla 1

| Fuente | Private Equity (PE) | Venture Capital (VC) |
|---|---|---|
| Invest Europe (formerly European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA) | PE is equity capital provided to enterprises not quoted on a stock market | VC is subset of PE an investments made to support the pre-launch, launch and early stage development phases of a business |
| National Venture Capital Association – United States (NVCA) | PE is equity investment in non-public companies, usually defined as being made up of VC funds. Real state, oil and gas, and other such partnership are sometimes included in the definition. | VC is a segment of the PE industry wich focuses on investing in new companies with high growth potential and accompanying high risk. |
| Australian Bureau Statistics (ABS) | (Later Stage) PE is an investment in companies in later stages of development, as well as investment is underperforming companies. These companies are still being established, the risks are still high and investors have a divestment strategy with the intended return on investment mainly in the form of capital goals (rather than long-term investment involving regular income streams | VC is a high risk private equity capital for typically new, innovate or fast growing unlisted companies. A VC investment usually a short to medium-term investment mainly in the form of capital gains (rather than long-term investment involving regular income streams). |
| Canada’s Private Equity and Venture Capital Association (CVCA) | The generic term for the private market reflecting all forms of equity or cuasi-equity investment. In a mature private equity universe, there are generally three distinct market segments: Buyout Capital, Mezzanine Capital and VC. | A specialized form of private equity, characterized chiefly by high-risk investment in new or young companies following a growth path. |

| | | |
|--|---|--|
| Korean Venture Capital Association (KVCA) | PE means an equity investment method with fund raised by less than 49 Limited Partners: it takes a majority stake of company invested, improves its value and then obtains capital gain by selling stock. | Company/Fund investing in early-stage, high-potential and growth companies. |
| Venture Enterprise Center – Japan (VEC) | PE is an investment method by which investors are involved in the management and governance of enterprises for the improvement of its value by providing those enterprises, in different developing stages and business environments, with necessary funds. | Funds provided via shares, convertible bonds, warrants etc. to venture businesses, which are closed (non-public) small and medium size enterprises with growth potentials. |

3.2. Objetivo

Tratan de invertir en operaciones que detecten que el crecimiento esperado sea mayor a la de la media del sector.

El Capital Riesgo suele entrar con un nivel de participación minoritario y a diferencia de los requisitos que puedan pedir una entidad bancaria, éste no exige garantías personales, dividendos, ni tampoco bienes del empresario, sino que la decisión de invertir o no dependerá de las expectativas del proyecto y su viabilidad.

3.3. Orígenes y evolución del capital riesgo en España

El capital riesgo organizado, principalmente sociedades y fondos de capital riesgo, nace tras la Segunda Guerra Mundial, en Estados Unidos.

Fue George Doriot en 1946 utiliza la idea que había surgido tras el conflicto de hacer uso de los recursos ociosos para fomentar inversiones productivas, creando la primera sociedad de capital riesgo: American Research and Development Corporation (A.R.D.).

Tras su éxito, aparecen nuevos inversores especializados en el sector que comenzaron a crearse otras entidades de capital riesgo y comenzaron a diversificar las operaciones y a entrar en otras fases de desarrollo de las empresas, ya que en su origen las operaciones de venture capital eran el objetivo prioritario.

A lo largo de los años se fueron perfeccionando los tipos de entidades y los instrumentos financieros, hasta que a partir de 1978 se produjo un *boom* en el sector que continúa cobrando importancia en la actualidad.

Hubo además una serie de factores que ayudaron a ese crecimiento en EEUU tales como un clima fiscal ventajoso para este tipo de operaciones, incremento y especialización del mercado interno y recuperación del espíritu empresarial.

Sin embargo, ni en España ni en el resto de países europeos tenían un clima favorable para el sector, y como consecuencia, no se desarrollaron al mismo nivel que EEUU yendo siempre a su sombra. Los principales factores del retraso europeo, claves para el desarrollo, según señala De Gaspari (1984) eran la escasa dimensión del mercado

secundario, lo que provocaba rigidez a la hora de movilizar capital; un segundo factor es la preponderancia de modelos de crecimiento interno, las adquisiciones y fusiones constantes que tenía EEUU permite un ambiente dinámico el cual permitía liquidar las inversiones con mayor facilidad y rapidez. Y un tercer factor respecto a EEUU, ha sido la baja propensión al riesgo de los intermediarios financieros.

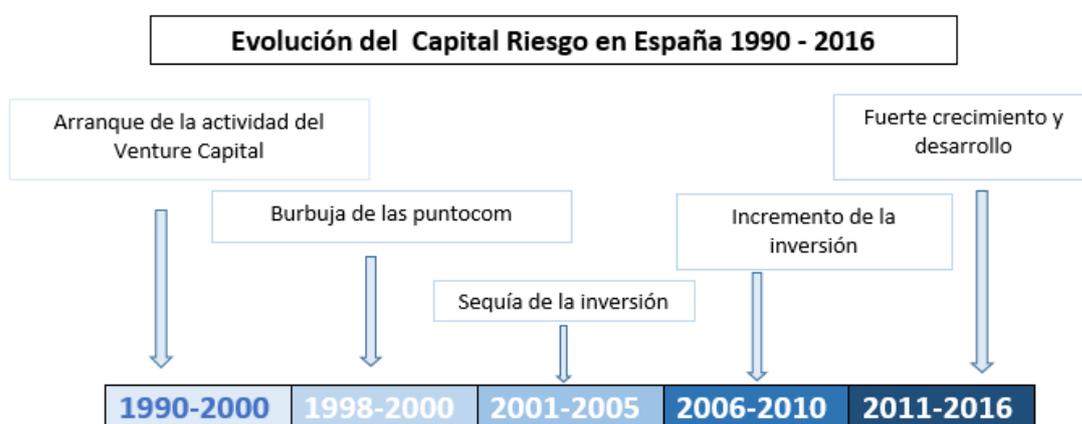
Además de estos factores, los Estados ofrecían una elevada rentabilidad asumiendo un riesgo menor, así como incentivos fiscales, por la deuda que emitían. Como consecuencia de esto, el capital riesgo exigía una mayor rentabilidad por el mayor riesgo asumido, lo que limita el desarrollo del sector.

Reino Unido ha sido el país de Europa donde más se ha implantado el venture capital, seguido de Francia, Alemania, Holanda, Italia, Bélgica y España.

En el caso de España, en los últimos años ha habido un gran cambio y además de que ha ido madurando. Uno de los motivos es la entrada de capital extranjero, cuya cifra se ha multiplicado por cinco en los últimos cinco años. Pero además hay otros factores como la entrada de nuevos fondos, un mayor esfuerzo por parte de los agentes públicos, o el tamaño que han alcanzado algunas start-ups.

El gráfico 3 presenta el cronograma de cómo ha evolucionado desde la década de los noventa, y a continuación se explica con mayor detalle.

Gráfico 3



Fuente: elaboración propia

La actividad del Venture Capital comienza en la década de los noventa, con poco volumen de inversión, predominando la inversión pública, y con apenas presencia internacional. Poco a poco, va cobrando mayor importancia internet y va incrementando la inversión privada.

Uno de los hechos relevantes que se habla cuando se estudia la evolución del sector en España, es la burbuja de Internet, la llamada *burbuja de las puntocom* que hubo entre los años 1998 y 2000. En este periodo hubo un gran crecimiento de las empresas que

vinculadas a internet (Jazztel, eDreams, Patagon.com...). Más inversores interesados, más capital disponible, más inversiones en empresas tecnológicas en etapas más iniciales, subida del precio de las acciones, especulación, todo ello creó un clima que se retroalimentaba hasta que llegó el estallido de la burbuja y desplome del NASDAQ en abril de 2000, provocando cierres, fusiones despidos y adquisiciones que provocó que los inversores volvieran a la búsqueda de operaciones y empresas más seguras.

Tras el estallido de la burbuja, llega un periodo de transición hasta el año 2005-2006, en el cual las inversión en este tipo de empresas se secó.

En el periodo 2006-2010 va incrementando la inversión, destacando el sector informática (tanto por volumen de inversión como por número de operaciones), y también aunque en menor grado, las renovables y la biotecnología.

Aparecen por primera vez en 2006 grandes fondos internaciones de Venture Capital (con la inversión en FON Technology) y durante estos años crecieron además los inversores nacionales privados.

Como adelantaba anteriormente, los últimos años (2011-2016) han sido para el Venture Capital el periodo de mayor desarrollo. Entre 2011 y 2015 creció el volumen invertido un 43% y el número de operaciones un 23% por parte del Venture Capital (ligado a la explosión que se dio en 2015), y los datos preliminares que arroja ASCRI de 2016 indican que aunque hayan sido menores que el 2015 porque no se cerraron tantas operaciones tan grandes, las expectativas siguen siendo positivas y los datos se sitúan por encima del promedio del periodo 2011-2015. Importante también el gran crecimiento de la inversión extranjera (2015 fue el año récord), el de los business angels, plataformas de crowdfunding y de las aceleradoras-incubadoras.

Los fondos internaciones que invirtieron en start-ups españolas, han pasado de 18 de cuatro países, a ser 103 de 17 países en este último periodo. El mayor inversor es EEUU, seguido de UK y Francia con 54, 13 y 8 inversores, respectivamente. (*fuelle: webcapitalriesgo 2017*).

3.4. Ventajas y desventajas

Como se ha descrito y se irá exponiendo a lo largo del trabajo, se citan a continuación las principales ventajas y desventajas que puede suponer para una PYME contar con un fondo de Capital Privado (*fuelle: ASCRI*):

Ventajas:

- Disponer de financiación, en forma de capital, a través de una vía alternativa a la bancaria, reduciendo por tanto los costes financieros
- Aportación de fondos propios al capital social
- Asesoramiento a los directivos ayudando en el diseño de la estrategia de funcionamiento, internacionalización y aportando experiencia, conocimientos y contactos.

- Reduce la tasa de fracaso empresarial, al ser más eficaces y productivas.
- Gracias al incremento de recursos, permite incrementar la inversión muy por encima de lo que hubiera podido la empresa autofinanciándose.
- Repercute positivamente en la credibilidad frente a terceros. (proveedores y clientes, principalmente)
- Incremento del valor de la compañía
- Permite diversificar riesgos

Desventajas:

- El gasto para el estudio y reestructuración de la operación es elevado
- Puede limitar las posibilidades futuras de inversión.
- El hecho de que el Capital Riesgo forme parte del Consejo de Administración, aunque no se involucren en la gestión diaria de la empresa, hace que los accionistas o emprendedores pierdan libertad.
- Puede haber conflicto de intereses porque los plazos de la inversión del capital riesgo suelen ser menores a los del accionista de la empresa.
- Es frecuente que la financiación no se reciba en un único importe, sino que esté ligada al cumplimiento de hitos.

3.5. Captación de Fondos

Es el momento en que los inversores ofrecen dinero a una sociedad o gestora de capital riesgo para acometer una operación. Pueden ser empresas que quieren diversificar su cartera, Fondos de Pensiones o de Inversión, Bancos o bien particulares con alto poder adquisitivo, y además según el país puede restringir la entrada de algún tipo de inversor.

En función de la política de inversión, el tipo de inversores adecuados dependerá según el tipo de inversiones y el perfil de riesgo. Cuando se han concretado los inversores, se formaliza su participación en ese Fondo o Sociedad mediante un contrato a través del cual se fijan los límites que debe respetar el Fondo o Sociedad o por ejemplo se puede incluir algunas restricciones como puede ser el no invertir en algún sector concreto. Todo eso se incluye en el proyecto de constitución de la empresa del Capital Riesgo.

Una vez formalizado, el fondo deberá seleccionar las empresas en las que invertir, hacer un seguimiento y control de las mismas, y posteriormente, su desinversión.

Es común que a lo largo del período de inversión, que suele ser la mitad de tiempo de lo que dura el FCR, los flujos de caja que genere solo cubran los gastos, y sea después con la venta de las participaciones cuando la empresa comience a tener beneficios, en mayor o menor medida dependiendo de cuánto acierte con sus inversiones. Si se ve las empresas participadas de algún fondo, se puede ver que algunas se encuentran en posiciones aparentemente difíciles.

Las participaciones suelen venderse a los directivos o a la propia empresa, o también cabe la posibilidad de que salga a bolsa. Por este característico ciclo de los FCR, la forma que suele adoptar la rentabilidad esperada es en forma de “J” hasta el vencimiento.

Habrá que meter en cuenta las inversiones en cartera como las que ya se han desinvertido para la calcular la TIR de forma que la siguiente fórmula, permite calcular la rentabilidad en el momento deseado:

$$\sum \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{NAV}{(1+i)^{tm}}$$

El primer miembro actualiza los flujos de caja (o cash flows) generados hasta el momento, y el segundo miembro, que utiliza el valor neto de los activos (NAV), valoración a “valor razonable” de las inversiones en cartera y que por tanto aun no han sido realizadas.

3.6. Valoración de una start-up

Cuando una Sociedad de Capital Riesgo quiere valorar su compañía objetivo puede llegar a ser un proceso complejo y que abarca una gran variedad de metodologías. Las investigaciones que se han realizado no han logrado una convergencia en los criterios de evaluación utilizados. Como demostró Waldron y Hubbard en 1991, los métodos financieros tradicionales producen valoraciones con una gran variación de resultados.

Al valorar un start-up surge el problema de cómo se realiza un análisis financiero si la empresa no factura, apenas lo hace y, además, no tiene un producto maduro tampoco.

El porcentaje de participación máximo y mínimo que el inversor vaya a asumir es un elemento que debe tenerse en cuenta para estudiar la entrada de un inversor y estará relacionado con las necesidades de financiación de la empresa para pasar los siguientes objetivos relacionados con los ingresos, beneficios, usuarios...

El problema es que el emprendedor debe pedir el dinero solamente necesario para acometer el proyecto, pero sin perder un gran porcentaje de la entidad. Se habla de que la participación del Venture Capital en fases muy semilla se encuentre en torno al 15% y 25% cuando entran en la primera ronda.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que si en las primeras rondas se valora en exceso, puede provocar en las siguientes rondas los llamamos “down rounds”, valoraciones a la baja, porque obliga incrementar los resultados a menores plazos que en ocasiones deja a la empresa sin recursos, necesita volver a pedir financiación, y en muchas ocasiones viéndose “obligados” vuelven a ser los mismos inversores quienes dan ese apoyo. Esta situación da una mala imagen de la empresa, llegando incluso a provocar que el proyecto no salga adelante.

Además, el emprendedor, debe comprender el gran nivel que exigen los inversores cuando valoran un proyecto, ya que éstos tienen en cuenta que por norma general se cumple que tan solo entre el 10%-20% de las operaciones logran tener éxito, es decir, tratarán de alcanzar la rentabilidad media de la cartera deseada, teniendo en cuenta el elevado riesgo y cubriendo por lo tanto las pérdidas esperadas en el resto de inversiones.

Para realizar una valoración de este tipo de empresas, los mecanismos de valoración comúnmente más conocidos como son el descuento de flujos de caja, multiple approach, net asset approach o el método de opciones reales, pero que sin embargo, presentan una serie de limitaciones y no parecen ser los más adecuados. A continuación se exponen alguna de las limitaciones de los mecanismos mencionados:

- En la valoración por descuento de flujos de caja, las limitaciones serían las estimaciones de los futuros flujos de caja y la determinación del tipo de descuento.
- En el caso de las ganancias del multiple approach, existen tres objeciones. La primera, la mayoría de las nuevas empresas no tienen ganancias. Segunda, definir el grupo de referencia (para determinar el múltiplo) no es siempre fácil o incluso imposible para algunas innovaciones totalmente revolucionarias (por ejemplo el ordenador o empresas de biotecnología en su etapa más inicial). Y en tercer lugar, incluso teniendo un grupo de referencia, sigue siendo muy subjetivo elegir los múltiplos y no hay una orientación teórica para esta elección.
- El net asset approach ignora el valor económico de las oportunidades de crecimiento y muchos de las nuevas empresas no tienen niveles sustanciales de activos tangibles.

A continuación, se presenta uno de los métodos más utilizados para la valoración de este tipo de compañías que sale de los métodos tradicionalmente utilizados. No obstante, como se ha mencionado anteriormente, también presenta alguna limitación. Según Gompers (1999) este método es muy subjetivo y la valoración que se obtiene no es fácil de justificar.

El **Venture Capital Method** fue descrito en 1987 por el Profesor William Sahlman en la escuela de Harvard. El método proporciona la forma para calcular la valoración post-money de una seed/start-up. Asume una serie de supuestos, tales como que el porcentaje de participación de cada accionista se mantiene constante, siendo un supuesto poco real, especialmente para aquellas compañías con un fuerte crecimiento resulta bastante complicado hacerlo sin recurrir a nueva financiación, pero ayuda a la hora de ilustrar el concepto de valoración post-money.

La valoración post-money se trata de valorar la compañía inmediatamente después de que se cierre una ronda de financiación. La diferencia con la valoración pre-money es que ésta es la valoración de la compañía justo antes de cerrar una nueva ronda de inversión, incluida la valoración de la idea, la propiedad intelectual o el equipo de gestión, el valor antes de la entrada del inversor.

Este método trata de estimar el precio de venta de la empresa tras un determinado periodo, normalmente entre 5 y 8 años. Se puede calcular a través de múltiplos de PER, EBITDA, o de ingresos según el sector.

Para obtener el multiplicador, se utilizarán los múltiplos de entidades semejantes y se estimará un beneficio después de impuestos según las ventas estimadas en el periodo objetivo, con base por ejemplo a los ratios medios del sector, y aplicando el múltiplo escogido. De aquí obtenemos el valor de la compañía al final del periodo objetivo.

Para el cálculo del valor actual de la entidad, se parte del supuesto de que el inversor quiere obtener una rentabilidad de x veces lo que invirtió. Para empresas que se encuentran en su fase inicial, teniendo en cuenta el riesgo que asume el inversor, se suele utilizar un múltiplo de diez veces en un periodo de 5 años que es equivalente a una TIR de un 58% aproximadamente. Tal como se mencionaba anteriormente, el inversor va a exigir una elevada rentabilidad a cada empresa en la que invierta para lograr el objetivo de la rentabilidad de la cartera en su conjunto.

Según la financiación que necesita la start-up y una vez obtenido el valor Post-Money, se puede calcular restando al importe de la financiación necesaria del valor actualizado que se ha estimado para obtener el valor Pre-Money. Además, si se espera que haya futuras rondas de financiación, habría que incluir en la valoración el efecto dilución teniendo en cuenta que cuando se produzca el incremento de capital, incrementarán su participación para seguir manteniendo el múltiplo de inversión en el momento de la venta por parte del inversor.

Para corroborar las deficiencias de los métodos de valoración mencionados, Waldron y Hubbard (1991) invitaron a 31 expertos en valoración a realizar una valoración económica de una pequeña compañía en la que los resultados fueron que había valoraciones desde 6 millones hasta 17,5 millones de dólares para la misma compañía basados en la misma información, y por ello concluyen que con esos resultados era fácil ver cómo para muchos la valoración de una compañía está estrechamente relacionado con la alquimia (1991:49)

Para cada método puede variar la cantidad de suposiciones que se necesita hacer para pronosticar el futuro de una compañía. Sabiendo cuáles de ellos es mejor utilizar dependiendo de las circunstancias de partida, es importante para saber cuál emplear en primer lugar.

Lo que recomiendan los autores de la mayoría de la literatura consultada, es que para afinar mejor los resultados, se utilicen de forma conjunta distintos métodos de valoración.

3.7. Instrumentos financieros utilizados en capital riesgo

Dependiendo del riesgo quiera asumir y de la rentabilidad esperada del inversor, el capital riesgo escogerá el tipo de instrumento financiero que más se ajuste para conseguir sus objetivos y dependerá a su vez de la estructura financiera de la empresa que aporta los fondos. Por ejemplo, si su estructura está orientada hacia el capital deuda, deberá fijarse en que los intereses que paga por la deuda más la devolución del principal son menores que la rentabilidad que consigue y, si es así, lo más probable es que participe vía títulos-obligaciones, convertibles o no, asegurándose unos flujos que cubran los gastos mencionados.

Las acciones ordinarias son el instrumento más común de participación del capital riesgo, pero existen otras formas de financiación que también pueden ser utilizadas en Venture Capital.

Los instrumentos más utilizados para aquellos que invierten en Venture capital son: acciones ordinarias, acciones privilegiadas, obligaciones convertibles, créditos o empréstitos participativos, operaciones de buy-out y operaciones de joint-venture.

Acciones ordinarias

Es el instrumento más corriente. El capital riesgo compra acciones a través de una ampliación de capital, o bien las compra directamente a antiguos accionistas y toma por tanto una participación concreta en el capital social de la empresa beneficiándose de los derechos económicos y políticos por el hecho de poseer las acciones.

Acciones privilegiadas o preferentes

Son acciones que pueden otorgar una amplia gama de privilegios al poseedor, pero el más común es aquellas que añaden un derecho preferente en la obtención de dividendos.

Este sistema es más frecuente en Estados Unidos que en España, donde apenas se utiliza.

Obligaciones convertibles

Se trata de un aumento de capital diferido por parte de la empresa, que se suele colocar con prima de emisión cuyo plazo suele estar alrededor de los cinco años, con alguno de carencia.

El capital riesgo adquiere, en ocasiones junto a otras entidades financieras, los propios accionistas u otros inversores, obligaciones que la PYME lanza a través de la emisión de un empréstito, y, dado que los intereses suelen ser inferiores a los de mercado, el incentivo es que ofrecen al que las adquiere la posibilidad de convertirlas en acciones.

Sin embargo, esta conversión no aporta nuevos recursos a la sociedad, sino que hay un traspaso de cargas financieras a retribuir a los accionistas en forma de dividendos. (si los hubiere).

No obstante, este instrumento tampoco es el más habitual en España.

3.8. Régimen de inversiones de las entidades de capital-riesgo

El artículo 13 de la Ley 22/2014, hace referencia al coeficiente que deben mantener por ley las entidades de capital riesgo, el porcentaje mínimo de activo computable según el tipo de activo. (los tipos de activos vienen definidos en el artículo 18 de esta misma Ley.

La Ley expone lo siguiente:

Las ECR deberán mantener, como mínimo, el 60 por ciento de su activo computable, definido de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 18 en los siguientes activos:

- *Acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital de empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal.*
- *Préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal, cuya rentabilidad esté completamente ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa de modo que sea nula si la empresa no obtiene beneficios.*
- *Otros préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal, hasta el 30 por ciento del total del activo computable.*
- *Acciones o participaciones de ECR.*

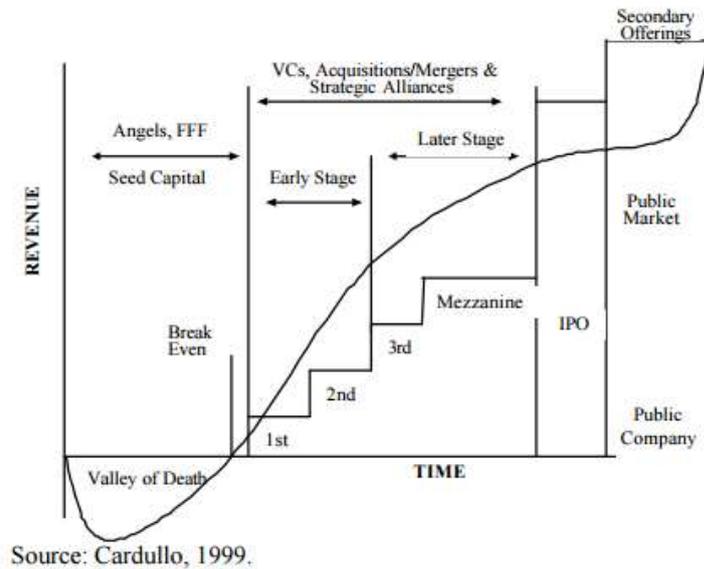
Hay además otros incluidos en el coeficiente obligatorio si cumple una serie de requisitos.

Y la Ley establece que *“el coeficiente obligatorio de inversión deberá cumplirse al finalizar cada ejercicio social”*.

3.9. Tipos de Inversión

El gráfico 4 ilustra las diferentes etapas por las que pasa una compañía para comprender las diferencias que existen entre ellas y que se explicarán a continuación.

Gráfico 4



Para iniciar su actividad, una empresa suele necesitar financiación. Al principio lo normal es acudir a las personas de mayor cercanía como son la familia y amigos, los llamados “FFF” (family, friends and fools), en caso de que los emprendedores no puedan asumir la inversión necesaria. También podría tener la suerte de encontrar un business angel que crea en su idea.

Es aquí cuando entran normalmente las Aceleradoras¹ aportando sus redes y experiencia y quizá con dinero también.

Pasado el punto de inflexión, el break even o umbral de rentabilidad, donde los ingresos son mayores que los gastos, se necesitará de nuevo capital, y es generalmente a partir de aquí donde entra el capital riesgo

En Estados Unidos a este tipo de Venture Capital también se clasifica, se suele llamar Series-A una vez que la start-up llega a su “break-even, y recibe el capital riesgo, que suele ser la primera vez que recibe financiación de inversores externos. A cada ronda siguiente de financiación se le va denominando con la siguientes letras, es decir, Series B, Series C.

En la serie B, la empresa ya suele ser rentable, busca crecer y expandirse con el objetivo de incrementar sus beneficios.

Por último, la gran inversión y donde el inversor busca obtener la mayor rentabilidad, es con la salida a bolsa de la compañía.

¹ De acuerdo a la definición de aceleradora de negocios según la Revista Forbes: “una aceleradora es un programa que se presta para algunas startups o emprendedores que tiene intención de poner en marcha su negocio en un corto plazo, de 90 días a 4 meses aproximadamente, para que luego pueda valerle por sí misma”.

Existe una aceptación generalizada en cuanto a los tipos de inversión del capital riesgo que van en función del nivel de desarrollo de la empresa en la que se invierte. Además, cabe distinguir que según la fase en la que invierta el capital riesgo, se considera Venture Capital o bien Private Equity. En el caso del Venture Capital, la empresa se encuentra en su fase inicial o con poca trayectoria, la inversión como se verá a continuación se puede dividir en capital semilla, capital de arranque o puesta en marcha, y las denominadas “other early stage” y “late stage venture”. Y, para el caso del Private Equity, el cual se dirige a empresas que ya están creciendo o consolidadas, se puede clasificar en capital expansión o desarrollo, capital sustitución, operaciones apalancadas (LBO) o capital de reestructuración o reorientación.

Inversiones en fases iniciales (early-stage):

3.9.1. Capital semilla (seed capital)

La inversión se produce antes de que el producto se encuentre en el mercado o cuando la empresa no está todavía organizada, la inversión se realiza en ideas de negocio incluso. Existe un gran riesgo tecnológico al estar dando financiación a ideas, sin haber generalmente ventas todavía, y mucho menos, beneficios. Las necesidades de financiación, generalmente inferiores a las de las siguientes fases, suele darse para investigación, asesoramiento o desarrollar la idea de negocio antes de pasar a la siguiente fase, y a medida que avanza la empresa, hay muchas posibilidades de que la empresa vaya necesitando más fondos. En EEUU, es esta fase más que el capital riesgo, son los business angels quienes participan.

3.9.2. Capital para puesta en marcha o capital de arranque (start up capital)

Igual que para el caso anterior, las empresas a las que se dirige el capital son de reciente creación, o no han comenzado a producir o bien puede haber ventas pero el EBITDA es negativo. El capital va destinado principalmente al desarrollo del producto, establecimiento de la compañía (su registro, la oficina, página web...), acciones de marketing, en definitiva, para su puesta en marcha. Las necesidades financieras en esta fase son mayores que las del capital semilla y cuando crecen pueden volver a necesitar capital para financiarlo.

3.9.3. Otras fases iniciales (Other-early-stage)

Cuando la empresa ya ha desarrollado el producto se encuentra en una fase más avanzada, pero todavía no ha generado beneficios y acude a rondas de financiación de más tamaño llamadas “other early stage” (inversión en una serie B o C de una start-up) para financiar la fabricación y proceso de venta. En esta etapa y a medida que se va desarrollando la empresa, es frecuente que vayan incrementando las entradas de fondos.

Inversiones una vez supera las fases iniciales y entra en otras fases de su ciclo de vida

3.9.4. Capital expansión o desarrollo (Growth capital)

Son inversiones de mayor volumen y el destino del capital en esta etapa es la financiación para la expansión de una compañía con beneficios que ya tiene cierto recorrido. El hecho de que exista un histórico en los datos de la empresa y un conocimiento de las relaciones que ha tenido con sus deudores, hace que se reduzca el riesgo. El destino de la financiación puede ser para adquirir activos fijos, ampliar la capacidad de producción, tratar de acceder a nuevos mercados, aumento del fondo de maniobra para desarrollar nuevos productos.

3.9.5. Financiación puente (Bridge financing)

Es una financiación temporal de una empresa en expansión hasta que la empresa consigue realizar la OPV (Oferta Pública de Venta)

Otras categorías dentro de private equity

3.9.6. Adquisición con Apalancamiento (Leveraged/ management Buy-out), Sucesión, Reorientación

Consiste en la compra de una empresa empleando una parte significativa con deuda, como pueden ser a través de bonos o préstamos. Parte de los flujos de caja que genera la empresa van a ser utilizados para la devolución de la deuda, incrementa el riesgo de no poder hacer frente al servicio de la deuda y por ello los tipos de interés para este tipo de operación serán mayores.

Las garantías utilizadas en los préstamos son los activos de los dispone la empresa adquirida, los activos y calidad crediticia de la empresa absorbente. De esta forma una empresa puede realizar una gran adquisición sin utilizar grandes cantidades de su capital.

El leverage buy-out puede dividirse según el tipo de negocio en Management Buy-Out (MBO), los Management Buy-In (MBI) o una combinación de ambos, los Buy-In Management Buy-Out (BIMBO):

- Management Buy-out (MBO), los propios directivos de la empresa adquirida son los que compran la empresa.
- Management Buy-In (MBI), la financiación en este caso viene por parte de un grupo de directivos ajenos a la empresa adquirida.
- Buy-In Management Buy-Out (BIMBO), una mezcla de los anteriores, para comprar la empresa se unen unos directivos externos se unen con los internos.

3.9.7. Rescate, Reorientación o Reestructuración (turnaround capital)

La financiación en esta fase se da cuando las empresas se encuentran mucho tiempo inmersas en una crisis y que por este motivo necesitan recursos para poder sobrevivir. El dinero obtenido va dirigido a realizar una gran transformación, y suele requerir una reestructuración a nivel operativo de la empresa, como puede ser edificios, plantilla, productos, un cambio en la orientación de sus actividades...

3.9.8. Capital de sustitución (replacement capital)

Mediante la compra de acciones, el capital riesgo se convierte en accionista. No hay ampliación de capital, el capital riesgo está sustituyendo a uno o varios accionistas que quieren salir de empresa

Es un tipo de operación normal cuando se trata de empresas familiares y que se encuentra en una situación de sucesión y el objetivo es crear en la entidad nuevas dinámicas.

Tal como indica ASCRI, también se puede dar esta operación “en algunas oportunidades de ventas de activos o ramas de actividad no estratégicas de empresas muy grandes, donde sus gestores u otros externos buscan apoyo financiero en el capital riesgo dentro de un proyecto de escisión y posterior desarrollo independiente”.

3.10. Entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, los fondos de capital riesgo europeos y los fondos de emprendimiento social europeos.

3.10.1 Las entidades de capital-riesgo

La manera que tienen las entidades de capital riesgo de estructurar la inversión variará de factores como su preferencia por el riesgo, las condiciones del área donde se va a invertir, la cuantía para invertir que tienen a su disposición o de la gestión de la entidad en la que invierten.

Según el artículo 4 de la Ley 25/2005, “las entidades de capital-riesgo pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital-riesgo o de fondos de capital-riesgo”, de forma que clasificaba las entidades en Sociedades de Capital Riesgo, Fondos de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo.

Las entidades de capital riesgo podían tomar la forma de sociedades de capital riesgo (SCR) o bien fondos de capital riesgo (FCR), que deberán ser llevados por sociedades gestoras de fondos de capital riesgo (SGFCR).

La diferencia entre ambas radica en que las ECR no son empresas con una duración limitada, e invierten en las empresas con sus propios recursos aportando además ayuda en la gestión de las mismas, un valor añadido, mientras que los recursos de los FCR son obtenidos en distintas rondas de financiación o cierres de capital que aportan inversores y son empresas con una duración limitada, entre diez y doce años es lo normal.

Es la SGFCR la que se encarga de gestionar y liquidar el FCR, formadas por profesionales prestigiosos que a cambio de sus servicios, reciben una comisión anual. Además, si la rentabilidad se sitúa por encima de la marcada, percibirían un porcentaje extra sobre esos beneficios.

Pero a través de la Ley 22/2014, se amplían las denominaciones anteriores con el fin de potenciar las entidades de capital riesgo como fuente de financiación, creando nuevos vehículos: SCR-Pyme, FCR-Pyme y las sociedades y fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC y FICC respectivamente), que se irán explicando a lo largo del epígrafe.

En líneas generales la definición que establece la ley de las entidades de capital-riesgo es la siguiente:

- **Las Sociedades de Capital-Riesgo** son entidades de capital-riesgo que revisten la forma de sociedades anónimas. Podrán realizar las actividades enunciadas en los artículos 9 y 10² por ellas mismas o a través de una SGEIC.
- **Los Fondos de Capital-Riesgo** son 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. Sus actividades, principal y complementarias, son las previstas, con carácter general, para las entidades de capital-riesgo definidas en los artículos 9 y 10 y corresponde a la sociedad gestora su realización.
- **Sociedad gestora de entidades de inversión de tipo cerrado (SGEIC)** son sociedades anónimas cuyo objeto social es la gestión de las inversiones de una o varias ECR y EICC, así como el control y gestión de sus riesgos.

Cada ECR y EICC tendrá una sola gestora que será una SGEIC. En el caso de SCR y SICC la propia sociedad podrá actuar como sociedad gestora, si el órgano de gobierno de la misma decide no designar a una gestora externa.

- Las ECR se denominarán ECR-Pyme cuando cumplan con lo establecido en la sección 3.ª del capítulo II del título I en materia de régimen de inversiones. Las

² Los artículos 9 y 10 de la Ley 22/2014 hacen referencia a la actividad principal de las entidades de capital riesgo y a las actividades complementarias, respectivamente.

ECR-Pyme pueden adoptar la forma jurídica de **sociedades de capital-riesgo Pyme (SCR-Pyme) o de fondos de capital-riesgo Pyme (FCR-Pyme)**.

3.10.2. Otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, los fondos de capital riesgo europeos (FCRE)

El artículo 38 de la ley indican el régimen que se aplican a las SICC y FICC que es el que se establece para las SCR y los FCR respectivamente con alguna especificación que viene contenida en el mismo artículo.

3.10.3. Fondos de emprendimiento social europeos

El artículo 39 contiene el régimen para los FCRE, e indica que la denominación queda reservada a las instituciones constituidas al amparo del Reglamento 345/2013.

La Ley obliga a las entidades a registrarse previamente en la CNMV y, según el Informe Anual de 2015 de la CNMV, aporta los datos que se muestran en la tabla 2 en relación al número de entidades registradas en el año:

Tabla 2

| Tipo de entidad | Nº de entidades a 31/12/2014 | Nº de altas | Nº de Bajas | Nº de entidades a 31/12/2015 |
|---|------------------------------|-------------|-------------|------------------------------|
| Sociedades de capital-riesgo (SCR) | 125 | 3 | 25 | 103 |
| Fondos de capital-riesgo (FCR) | 145 | 16 | 13 | |
| Sociedades de capital-riesgo pyme (SCR-pyme) | - | 6 | 0 | 6 |
| Fondos de capital-riesgo pyme (FCR-pyme) | - | 8 | 0 | 8 |
| Total entidades de capital-riesgo (ECR) | 270 | 33 | 38 | 265 |
| Sociedades de inversión colectiva cerradas (SICC) | - | 1 | 0 | 1 |
| Total entidades de inversión colectiva cerradas (EICC) | - | 1 | 0 | 1 |
| Total ECR + EICC | 270 | 31 | 38 | 266 |
| Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC) | 74 | 10 | 7 | 77 |

Fuente: CNMV

Como resultado de la Ley, la cual permitió la creación de nuevos vehículos, fueron quince las que se registraron en 2015.

A terminar el ejercicio, había registradas un total de 265 entidades de capital-riesgo, una sociedad de inversión colectiva cerrada, y 77 sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado.

La mayor parte de las 25 bajas de las ECR, son porque tenían carácter unipersonal que son excluidas de su ámbito por la nueva ley.

Un gran número de los Fondos de capital-riesgo que se dieron de baja, dado que ya cumplían con los requisitos, fueron transformados en FCR-pyme (ocho de los trece), o se liquidaron por haber alcanzado la duración prevista.

4. Comportamiento e importancia del Venture Capital.

Tal como nos indican estudios de ASCRI, las empresas españolas todavía no utilizan este instrumento en sus necesidades de financiación pese a las ventajas y beneficios que puede ofrecer.

Para activar una economía es importante la creación de empresas, por ello existe gran interés hacia la actividad de empresas jóvenes y emprendedores, fundamentalmente proyectos innovadores, con importante componente tecnológico que aporten valor añadido a la economía.

Sin embargo, para las empresas más pequeñas, especialmente las de nueva creación, conseguir financiación de la forma tradicional resulta complicado. Para conseguir fondos existen alternativas como los “business angels”, “crowdfunding”, “crowdlending” o vía capital riesgo, en el cual va a centrarse el estudio, en este caso, el venture capital.

Si uno analiza por qué los precios cobrados por los competidores de capital riesgo son distintos, se puede ir imaginando que un venture capital puede aportar algo más que financiación en sí, ya que si solamente se valorara el capital financiero que reciben, escogerían aquel que le cobrara un precio más bajo. Es esto lo que demuestra DAVID H. HSU (2004) en un estudio realizado a 51 empresas start-up. El resultado de su estudio fue que los inversores de capital riesgo con mejor reputación eran elegidos con una probabilidad tres veces más alta pese a tener un mayor coste, es decir, en su análisis confirma que las empresas valoraban el servicio extra-financiero que puede aportar un venture capital con el fin de obtengan mejores resultados e incrementar el valor de la compañía.

En línea con lo anterior, Hellmann y Puri, lanzaron un artículo en 2002 analizando el impacto que un venture capital podía tener en el desarrollo una nueva empresa escogiendo una muestra en Silicon Valley de 170 start-ups del sector tecnológico. En su estudio evidencian que el capital riesgo juega un papel más allá de los intermediarios financieros tradicionales ya que además están relacionados con una variedad de medidas de profesionalización y concluyen que estos resultados son mayores en los estados más tempranos de vida de una compañía.

5. Actividad del capital riesgo en la economía española

En los últimos años, el Venture Capital ha sufrido muchos cambios y va cobrando cada vez más importancia, que se ve reflejado en la espectacular cifra que se invirtió en 2015 y en que se ha incrementado el grado de madurez de este sector.

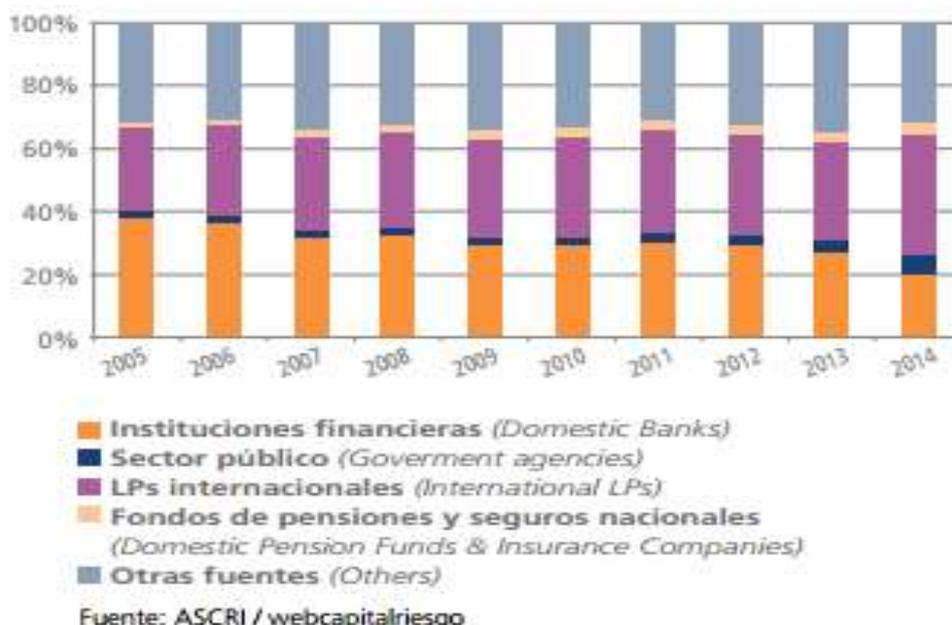
Se va a analizar en los siguientes apartados algunos aspectos del capital riesgo en España:

5.1. Procedencia de los capitales en gestión de las Entidades de Capital Riesgo nacionales privadas

En el siguiente cuadro se puede observar cuál es la participación de cada agente sobre el total. En 2014, aunque similar con los años anteriores, son los inversores internacionales quienes gestionan la mayor parte de los recursos del Capital Riesgo, un 38,5%, seguidas de las Instituciones Financieras, pero ya solamente con un 20%.

El sector público participa en un 14,8% y la participación de los Fondos de pensiones y Compañías de seguros nacionales sigue siendo baja en comparación con sus homólogos internacionales, (juntos no superan el 4% del total). Sin embargo, en 2014 alcanza su máximo histórico hasta situarse en los 298 millones de euros.

Gráfico 5



5.2. Inversión del Capital Riesgo según las fases de desarrollo

Según los datos de ASCRI, en 2015, tal como muestra el siguiente gráfico, los buy outs aportaron el 39,3% de la inversión total (€1.156,8M) seguido de capital expansión el 22,6% sobre el total (€664M).

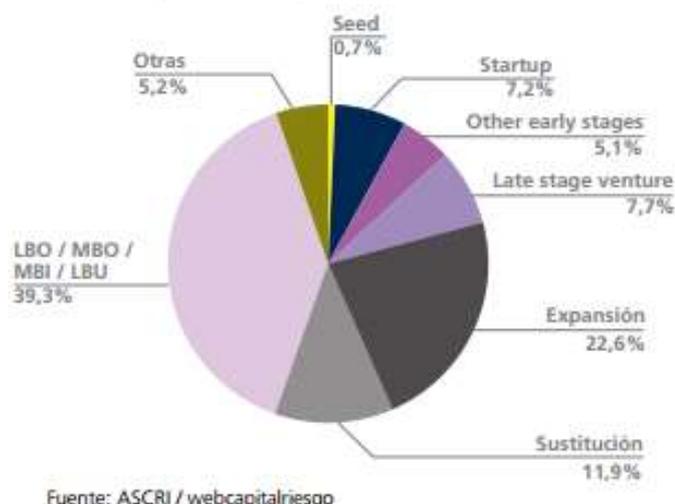
Gracias a la recuperación paulatina del crédito bancario y al crecimiento de nuevas formas de financiación no bancaria, impulsó la inversión de los fondos nacionales de private equity en las operaciones de LBOs, €562M de inversión, lo que supone un crecimiento del 384,5% respecto a los datos de 2014.

Sin embargo, los fondos internacionales disminuyeron su aportación en más de la mitad, debido al menor número de operaciones grandes, las cuales suelen ser buy outs. En la financiación del crecimiento en empresas más maduras, capital expansión, la participación de las entidades nacionales e internacionales fue muy similar: €340M las entidades nacionales y €323,8M los fondos internacionales, repartidos en un total de 105 inversiones. La mayor parte de las inversiones en capital expansión fueron protagonizadas por entidades nacionales, 96 empresas.

Por número de operaciones predominó la inversión en start ups, 192 inversiones, seguido de other early stage (125). En este aspecto hubo un cambio respecto a 2014 en el que predominaba por número de inversiones el capital expansión, acumulando el 64% de las operaciones registradas en el año.

Gráfico 6

Inversión de Capital Privado por fase de desarrollo en 2015



5.3. Inversión de Capital Privado por sectores.

Es el sector de la informática quienes recibieron mayor importe de capital, receptor del 23,5% del total invertido, así como mayor número de inversiones, ejemplos de operaciones fueron las de Idealista, Wallapop o Valoriza.

El sector de Medicina/ Salud fue el siguiente mayor receptor por volumen, captó el 20,9% del total. Centros Único, Geriatros, son ejemplos de operaciones del sector.

Productos de Consumo es el tercer receptor de capital, el 18%, con operaciones con El Ganso o Tous, entre otros.

Desde que se realizan las estadísticas de Capital Privado, las cifras del número de empresas que realizaron inversiones del sector tecnológico, 488 (que representa un 45% del total según el número de inversiones), presentaron su récord histórico, con un volumen de unos €1.132M.

Gráfico 7



5.4. Inversión de Capital Privado por Comunidad Autónoma.

Son Madrid y Cataluña (37,9% y 32,4%, respectivamente) quienes reciben la mayor parte del volumen de capital, aunque Cataluña es la que lidera en número de operaciones con 168 (detrás se encuentra Madrid con un total de 131).

Alguna de las inversiones realizadas en Madrid fueron las de Idealista, El Ganso o Konecta y en Cataluña, la de Tous, Pepe Jeans o Wallapop.

Galicia, Castilla y León y Aragón, recibieron en volumen crecimientos gracias a grandes operaciones con sede en sus regiones, por ejemplo, la de Grupo Pikolín (Aragón) o Saloro (Castilla y León).

Gráfico 8

Porcentaje de inversión de Capital Privado (en volumen) por Comunidad Autónoma en 2015



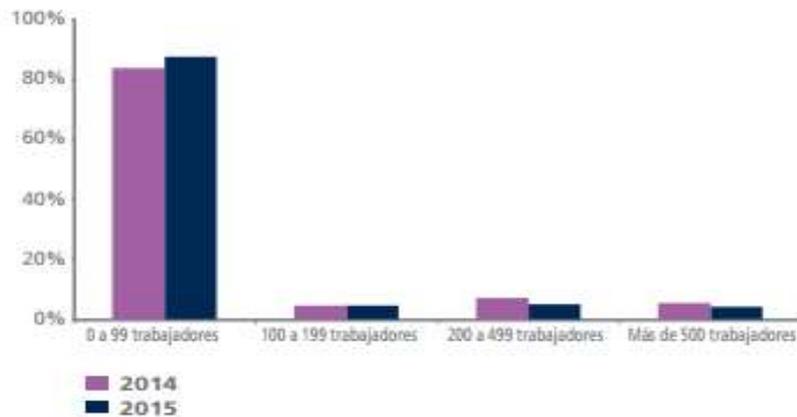
Fuente: ASCRI / webcapitalriesgo

5.5. Inversión de Capital Privado por tamaño de empresa

En el gráfico 9 podemos observar como son las PYMES las receptoras de la mayor parte del capital privado, si bien es cierto que en España se caracteriza porque predominan las inversiones en PYMES, de hecho, en 2015 registraron el 86,8% de las inversiones realizadas. (570 a PYMES de 657 inversiones realizadas).

Gráfico 9

Inversión de Capital Privado por tamaño de empresa (en número de inversiones)



Fuente: ASCRI / webcapitalriesgo

5.6. Desinversiones

La crisis financiera hizo retrasar las desinversiones pero el cambio favorable (interés inversor, valoraciones atractivas para los inversores) ha dado lugar a que en los años 2014 y 2015 se produjera un volumen de desinversiones histórico.

Las desinversiones en 2016 se materializaron en 314 y el volumen desinvertido (a precio de coste) cerca de 1851 millones de euros. En la tabla se desglosa dicha información según los distintos agentes.

Tabla 3

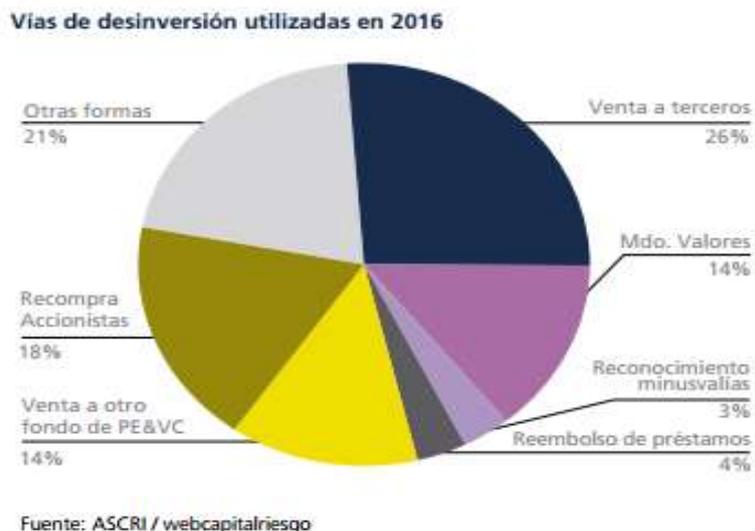
| | Volumen de desinversión | Nº de desinversiones |
|-----------------------------------|-------------------------|----------------------|
| Fondos internacionales | 1.059 millones de € | 33 |
| Fondos nacionales privados | 754 millones de € | 154 |
| Fondos nacionales públicos | 37,5 millones de € | 127 |

Fuente: elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Por otro lado, el tiempo medio de las empresas participadas logró un record histórico desde que se realizan las estadísticas, alcanzando los 7 años de media.

El principal medio de desinversión (según volumen) utilizado en 2016 fue a través de la venta a terceros, seguido de la recompra por parte de los accionistas y por medio de la salida a bolsa. (ver gráfico)

Gráfico 10



Analizándolo por número de operaciones, el mecanismo por reembolso de préstamos es el principal (35%), le sigue la recompra por accionistas (21,7%) y venta a terceros (20%) (*Fuente: ASCRI*).

6. La función de ASCRI, ICO, ENISA, CDTI y el Capital Riesgo Informal

Enisa, CDTI y otros organismos regionales, son organismos públicos muy importantes ya que aportan financiación a las start ups en España. Fond-ICO Global, el fondo de fondos de capital riesgo también es una pieza clave como se expondrá a continuación, y por último, también mencionar el Capital Riesgo Informal³ que incluye a los business angels, equity crowdfunding, aceleradoras y otras entidades que se denominarán BA-Ac.

6.1. ASCRI

La Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) representa a las industrias del Venture Capital y Private Equity, creado sin ánimo de lucro en 1986. Son 100 empresas de Capital Riesgo tanto a nivel nacional como internacional las que se encuentran asociadas, y 50 proveedores de servicios que garantizan que se cumplan ciertos estándares entre los miembros en relación por ejemplo a la transparencia, buen gobierno y mejores prácticas, y además, representa y defiende los intereses profesionales de sus socios así como trata de impulsar la creación de empresas que no coticen en el mercado primario y necesiten de la participación temporal en el capital de entidades no financieras.

La asociación dispone de alguna información pública para todos los usuarios tales como informes, estadísticas, pronósticos, operaciones efectuadas...

Además, han incorporado una plataforma junto con las Asociaciones Nacionales de Venture Capital y Private Equity más importantes de Europa para trabajar con datos comparables con el resto de países europeos además de aportar transparencia y credibilidad a este sector.

Según la información que encontramos en ASCRI, en la Asociación hay 98 socios gestores inscritos, 52 socios asesores y 4 socios inversores.

Los socios gestores de ASCRI representan en torno al 90% de las entidades de capital privado registradas en la CNMV.

Dependiendo del capital que gestione la compañía, las cuotas a pagar por el socio gestor varían según el tramo en que se encuentren. Para aquellas compañías con fondos internacionales pero que no tienen una asignación específica para España, las cuotas se

³ Son inversiones cuya característica común es que el propietario del capital decide directamente si desea invertir en una operación.

fijarán según la inversión realizada o que van a realizar en un periodo de cinco años. Además, los nuevos socios deben abonar un canon de entrada.

Tabla 4

| Capital gestionado (en millones de euros) | Cuota anual | Cánon de entrada |
|--|-------------|------------------|
| >400 | 12.000,00 € | 2.000,00 € |
| 300-400 | 10.000,00 € | 2.000,00 € |
| 200-300 | 8.000,00 € | 2.000,00 € |
| 120-200 | 6.000,00 € | 1.000,00 € |
| 60-120 | 5.000,00 € | 1.000,00 € |
| 40-60 | 3.800,00 € | 1.000,00 € |
| 20-40 | 2.900,00 € | 1.000,00 € |
| 10-20 | 2.500,00 € | 1.000,00 € |
| <10 | 2.000,00 € | 1.000,00 € |

Fuente: elaboración a partir de datos de ASCRI

En el caso de ser socio asesor, la cuota es de 2.500€ anuales y el canon de entrada de 500€, y para ser socio inversor, la cuota es de 1.000€ anuales y el canon de entrada de 500€.

Alguna de las principales ventajas que puede suponer el hecho de hacerse socio son las siguientes:

- Poder conseguir una red de contactos a través de los eventos que organiza la Asociación.
- Los socios tienen acceso a más información (estadísticas, estudios sobre el sector, noticias de prensa, resúmenes mensuales ...)
- Tanto a través de la web, como a través del Anuario de ASCRI permite a la empresa gozar de una mayor visibilidad.
- Permite participar en la función de lobby de ASCRI.

6.2. AXIS

Características:

El Instituto de Crédito Oficial es “un banco público con forma jurídica de entidad pública empresarial, adscrita al Ministerio de Economía, Industria y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa” (ICO).

El ICO actúa de soporte financiero especialmente para pymes y autónomas en tiempos de crisis, y esto se ve reflejado en el incremento de los fondos para que pudieran financiarse en los peores momentos de la crisis las empresas y emprendedores.

El Grupo ICO los constituyen la Fundación ICO y AXIS. Es en AXIS donde se va poner el foco de atención por ser la primera sociedad de capital riesgo, creada en España en el año 1986 y participada al 100% por ICO.

El objetivo es apoyar el crecimiento a largo plazo de compañías líderes en su segmento de mercado, siempre con criterios financieros, respaldando al emprendedor/ equipo directivo poniendo a disposición una amplia gama de instrumentos de capital y cuasi-capital.

Desde su nacimiento, AXIS ha invertido alrededor de 870 millones de euros en más de 160 empresas y fondos.

Actualmente, son cuatro los fondos que están activos⁴: (AXIS)

- FOND-ICO Global, producto principal de la gestora, creado en 2013, es el primer “Fondo de Fondos”⁵ público de capital riesgo creado en España, con una dotación actual de 1500 millones de euros, con el objetivo de promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada, que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus fases de desarrollo.

Puede intervenir en cualquier fase del capital riesgo (incubación, venture, expansión y deuda).

- FOND-ICO pyme, financia la expansión de las compañías contando con una dotación de 250 millones de euros. Puede invertir aportando capital, a través de un préstamo participativo (convertible o no), o bien una combinación de los anteriores.

Actualmente en su cartera cuenta con 20 participaciones en otras compañías de capital riesgo y 15 empresas, teniendo 31 millones de euros invertidos en capital y 10 en préstamos participativos.

- FOND-ICO infraestructuras, creado en 2011 financia a las empresas con capital y cuasi capital (deuda subordinada, préstamos participativos) invirtiendo en energía y medioambiente, infraestructura social y servicios y transporte, contando con una dotación de 250 millones de euros.

En este caso, el Fondo tiene 7 proyectos, en los cuales ha invertido 15 millones de euros en capital/cuasi capital y 67 en préstamos participativos.

⁴ Toda la información relacionada con AXIS, incluyendo las condiciones de acceso a la financiación e inversiones realizadas, es de carácter público haciendo referencia a la Ley 19/2013 de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno.

⁵ Un Fondo de fondos es un fondo de inversión que invierte de manera exclusiva o mayoritaria, en participaciones de otros fondos o de otras instituciones de inversión colectiva.

- Fondo Isabel La Católica. Trabaja junto a la EAF, European Angels Fund, el cual hoy día opera en Austria, Dinamarca, Alemania, Irlanda, Países Bajos y España para potenciar la colaboración internacional. Dispone de una capacidad de 30 millones de euros para facilitar capital a Business Angels u otros inversores no institucionales con el fin de que inviertan en Families Offices.

Actualmente AXIS gestiona 2.000 millones de euros con los tres primeros fondos (FOND ICO Global, FOND ICO Pyme y FOND ICO Infraestructuras) y se considera una pieza clave para incentivar y desarrollar el capital privado en España.

El papel de FOND-ICO Global

Se va a analizar el impacto de FOND-ICO Global en el mercado de capital privado en España, ya que ha sido el programa público de apoyo de mayor alcance al capital privado hasta la fecha, y esto se está viendo reflejado en la importancia que está teniendo desde su puesta en marcha.

Ha aprobado inversiones en 48 fondos privados nuevos por valor de más de 1.100 millones de euros desde su creación en 2013, esto supone unos 4.400 millones en empresas españolas lo que tendrá como resultado lo que busca de manera indirecta que es crear mayor empleo, mejorar la productividad de esas empresas y crecimiento de la economía.

Por otro lado, los fondos participados por el fondo, en más de 200 compañías han invertido alrededor de 1000 millones de euros, que también se refleja en el empleo.

La selección de los fondos se hace a través de convocatorias públicas, en las cuales se presentan aquellos interesados en alguna de las categorías de la convocatoria. A día de hoy se han realizado ocho convocatorias, es a través de la página web donde se puede encontrar toda la información relacionada con la convocatoria como pueden ser las distintas categorías, las bases, modelo de declaración jurada y cuestionarios para cada categoría. Por mencionar un ejemplo, en la última convocatoria, el 26 de diciembre de 2016, se seleccionaban ocho gestoras: dos gestoras de Fondos de Capital Expansión, 3 de Venture Capital y otras 3 de Fondos de Incubación / Transferencia de Tecnología.

Los fondos de capital riesgo donde invierte deben ser gestionados por gestores privados con un cierto prestigio y tener mayormente capital privado. En cuanto a la cantidad invertida en cada fondo es variable, dependerá de las fases en las que invierta cada uno y de su tamaño.

FOND-ICO Global ha ido obteniendo protagonismo dentro del sector, llegando incluso a obtener el Premio de Honor "Impulso al Capital Riesgo"⁶ por su "decisiva

⁶ La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), Deloitte e IESE Business entregan anualmente los Premios al Capital Riesgo en España entregando premios según diferentes categorías.

contribución a la dinamización del sector en España", según explicaba Ascri en un comunicado.

6.3. Enisa

Enisa (Empresa nacional de innovación) promueve la financiación para PYMES en forma de préstamos participativos, no invierte de forma directa en una empresa que necesita financiación como hace un capital riesgo, pero sí que lo hace por medio de fondos de capital riesgo que actualmente participa en 19. Actúa de dos formas, o bien participando de forma minoritaria en entidades de capital riesgo, o bien cofinanciando una operación con ellas mediante el establecimiento de acuerdos de colaboración en forma de préstamos participativos a las PYMES.

En 2016 financió por un valor de 81 millones de euros, 808 operaciones. De ellos, el 62% son a empresas con una vida inferior a dos años, y el importe asciende a 36 millones de euros.

Se le considera una pieza clave, y de hecho si miramos como se han ido financiando algunas de las start-ups originadas en España que han sido un éxito, Enisa tiene presencia en muchas de ellas (Softonic, SocialPoint, Privalia).

6.4. CDTI

CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial), "promueve la innovación y el desarrollo tecnológico de las empresas españolas" (CDTI).

Dispone de distintos programas y ayudas. Entre ellos se encuentra el **programa Neotec Capital Riesgo** que se desglosa en las dos siguientes sociedades de capital riesgo (definidas en la propia web):

- La Sociedad de Capital Riesgo NEOTEC Capital Riesgo, actuará como Fondo de Fondos, invirtiendo en vehículos de inversión de capital riesgo, gestionados por equipos cualificados con base en España.
- La Sociedad de Capital Riesgo Coinversión NEOTEC co-invertirá, con vehículos de inversión de capital riesgo previamente seleccionados (actuación de Fondo de Coinversión), en PYMES tecnológicas españolas.

La inversión total movilizada mediante el programa se espera alcance los 600 millones de euros.

El **programa INNVIERTE**, participa en distintos fondos de capital riesgo que invierten en empresas innovadoras o de base tecnológica para promover su desarrollo. A finales

de 2016 había invertido en 3 fondos de capital semilla, 10 de venture capital, y 1 de private equity, un total de 280 millones de euros.

6.5. Capital Riesgo Informal

Son inversores de vital importancia y gracias a ellos la financiación a las start-ups en los últimos años ha tenido un gran crecimiento. Han ayudado a que empresas como por ejemplo Apple o Facebook puedan implantarse en el mercado y sean incluso líderes en su sector. Más que en volumen invertido, que aún no son cifras muy altas, es importante el gran número de empresas financiadas

7. Comparativa del venture capital entre países.

En la mayoría de los países, el venture capital representa un porcentaje sobre el PIB muy pequeño, normalmente por debajo del 0,05% con excepciones como Israel y EEUU, donde está mucho más desarrollado y representó el 0,38% y 0,28% sobre el PIB en 2014. (como veremos en el gráfico X) Las inversiones de esta industria representaron ese año más del 80% del total de la OCDE.

La crisis afectó fuertemente al venture capital, las inversiones solamente fueron mayores en 2014 de las de 2007 en Hungría, Corea, EEUU, Rusia y Sudáfrica. En EEUU en particular, duplicó a los dos últimos años, pero se mantuvo por debajo de aquellos altos niveles alcanzados en el 2000 por el boom de las puntocom.

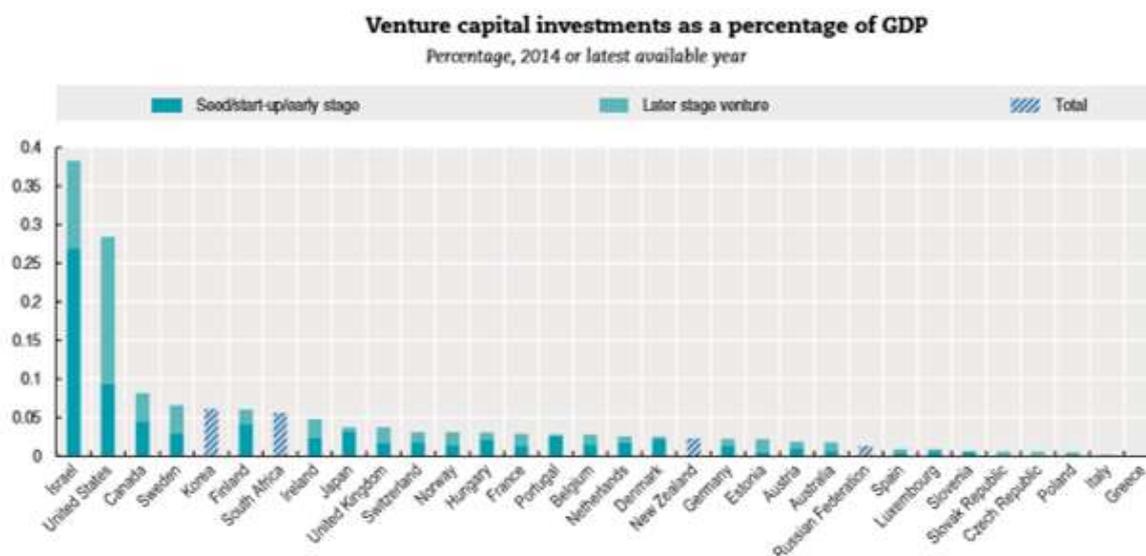
Hay diferencias importantes entre países en cuanto al tipo de compañías que reciben inversiones por parte del capital riesgo. En 2014, en EEUU casi la mitad de todas las inversiones eran hacia empresas informáticas y electrónicas, más del doble de la tasa de Europa, donde en torno a un tercio de sus inversiones se dirigen hacia empresas de ciencias de la vida.

Generalmente, el venture capital ofrece financiación a menos de un 0,1% de las empresas, predominando la financiación en la fase de start-up. En la mayoría de países, la inversión media por empresa se ha reducido en comparación con los niveles de antes de la crisis, sin embargo, en Israel y EEUU se encuentra muy por encima de la media en 2007.

En el gráfico se muestran las inversiones del venture capital según porcentaje del PIB, y lo divide según las fases⁷

⁷ Debido a las discrepancias en la definición de las etapas del venture capital, los datos originales han sido armonizados para que encaje según la clasificación de la OCDE. Países como Finlandia, Corea, Nueva Zelanda, Rusia o Sudáfrica no desglosan por etapas por lo que solamente aparece el total en el cuadro.

Gráfico 11



Fuente: OCDE (2015)

Se puede apreciar la enorme diferencia en comparación con el resto de países que llega a tener el venture capital en Israel y EEUU. Llama la atención que en Israel predomina la financiación para la etapa seed/start-up capital, mientras que en EEUU predomina la de later stage venture.

La inversión en España en porcentaje sobre el PIB, se encuentra en una posición muy inferior sobre otros países europeos, como puede ser Irlanda, Hungría, Francia o Portugal, los cuales más que duplican la cifra de España. En la siguiente tabla se encuentra según los datos del año 2014 (o del último año disponible) el volumen de inversión del Venture Capital en dólares por países. Cabe destacar que Estados Unidos invierte 10,3 veces más que Europa.

Tabla 5

Volumen de inversión del Venture Capital

(millones de dólares, 2014 o último año disponible)

| | | | | | |
|---------------------------|-------|------------------|--------|--------------------|---------|
| Grecia | 0,26 | Austria | 81,76 | Australia | 265,92 |
| Eslovenia | 3,32 | Dinamarca | 87,51 | Suecia | 376,20 |
| Estonia | 5,84 | Irlanda | 119,41 | Francia | 835,84 |
| Luxemburgo | 5,86 | España | 132,42 | Corea | 865,51 |
| República eslovaca | 6,24 | Bélgica | 151,17 | Alemania | 880,69 |
| República Checa | 12,03 | Noruega | 157,18 | Reino Unido | 1112,62 |
| Polonia | 29,21 | Finlandia | 163,73 | Israel | 1165,00 |

| | | | | | |
|----------------------|-------|-------------------------|--------|-----------------------|----------|
| Hungría | 42,65 | Sudáfrica (2013) | 199,38 | Canadá | 1464,82 |
| Italia | 44,77 | Suiza | 224,11 | Japón | 1862,79 |
| Nueva Zelanda | 46,29 | Países Bajos | 224,56 | Total Europa | 4793,95 |
| Portugal | 65,91 | Federación rusa | 250,71 | Estados Unidos | 49532,43 |

Fuente: OCDE (2015)

Los gráficos 11 y 12 muestran las inversiones en Europa, y en EEUU e Israel del venture capital tomando como base el año 2007.

De forma general, las inversiones en Europa del venture capital para las fases de semilla y start-up capital están por encima de las fases de later stage, exceptuando el año 2007 y parte del 2008 en el que se invirtió esta tendencia.

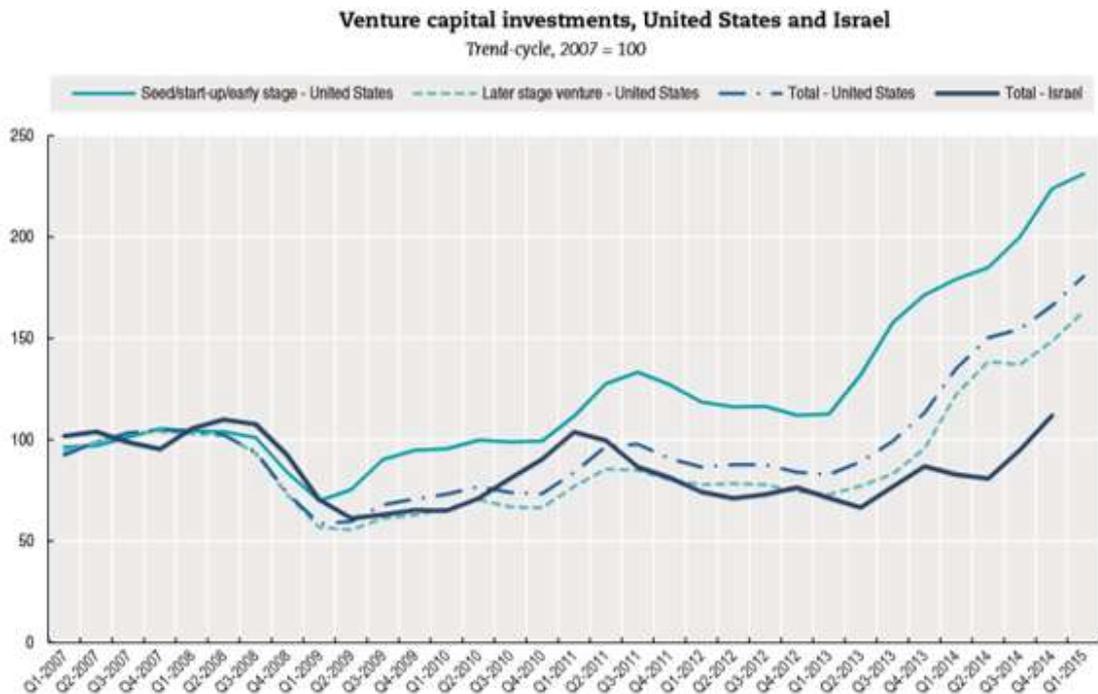
Como se explicaba al inicio del apartado, la crisis afectó al volumen de inversión para la mayoría de países, y en Europa el total de la inversión no ha vuelto a los niveles de la pre-crisis. Sin embargo, no se puede decir lo mismo de Estados Unidos e Israel donde la mayoría de informes consultados hablan del fuerte crecimiento y desarrollo de la actividad en estos países.

Gráfico 11



Fuente: OCDE (2015)

Gráfico 12

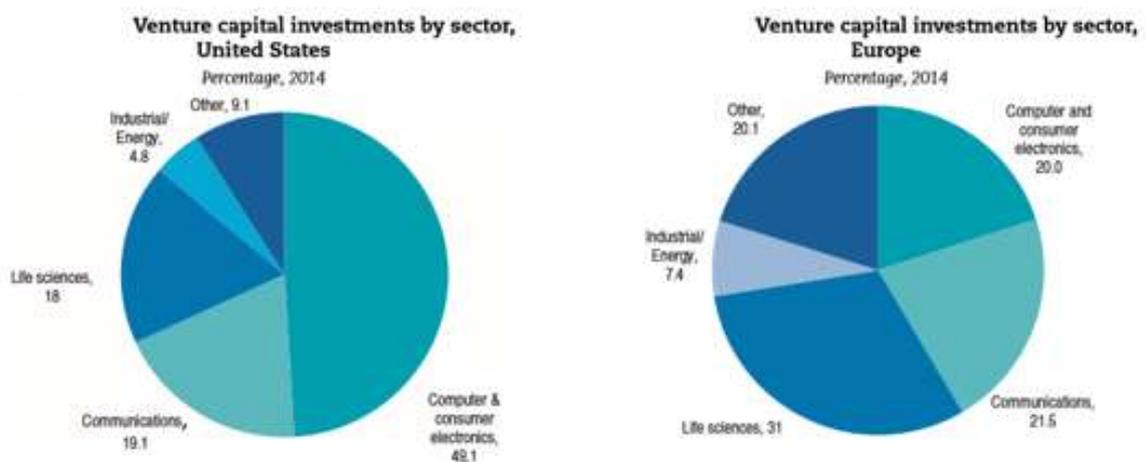


Fuente: OCDE (2015)

Y, por último, existen grandes diferencias entre Europa y Estados Unidos en cuanto a los sectores en los que más se invierte.

En Estados Unidos hay una clara preferencia por el sector informático y aparatos electrónicos de consumo, el cual representa casi la mitad del total, mientras que en Europa está más igualado entre los sectores de ciencias de la vida, comunicaciones y el sector informático y aparatos electrónicos de consumo.

Gráfico 13



Fuente: OCDE (2015)

8. La banca en la sombra

Cuando se habla de “la banca en la sombra”, (del inglés “shadow banking”), se incluye al capital riesgo entre las actividades que forman parte de ella. Pero, ¿En qué consiste la banca en la sombra? El concepto aparece en 2007, justo antes de la crisis, por el economista Paul McCulley, indicando que hacía funciones semejantes a las de una entidad financiera, pero con una regulación distintas a la que le sería exigible.

Los avances tecnológicos de los últimos años han facilitado la creación de nuevos instrumentos de financiación haciendo que la banca pierda su posición de monopolio. Los que se consideran que están dentro de esta actividad favorecen que se pueda asignar mejor el ahorro hacia la inversión, pero también asumen grandes riesgos, ya que como mencionaba McCulley son instrumentos con una regulación más laxa por lo que gozan de mayor libertad de actuación y es por ello que podemos ver numerosas críticas pidiendo que se incremente el control y regulación de los mismos por considerarlo una amenaza en el sistema financiero.

Pese a las críticas, la pregunta que me planteo es, ¿Hasta qué punto interesa estrechar la legislación? La presidenta de la CNMV, Elvira Rodríguez, defiende que los «bancos son actores esenciales en los mercados financieros de la Unión Europea y deben ver este nuevo contexto como una oportunidad para explorar vías alternativas de financiación a las empresas y, por tanto, también de negocio propio».

9. Análisis del comportamiento de INVEREADY SEED CAPITAL SCR SA.

Una vez expuesto el funcionamiento del capital riesgo, se va a analizar a continuación el comportamiento de una gestora, Inveready Seed Capital, especializada en invertir en compañías de biotecnología, tecnológicas o venture debt⁸, combinando instrumentos financieros públicos y privados. Se creó en 2008 y ya dispone de seis fondos, con alrededor de 80 empresas en su cartera, líderes en sus respectivos mercados. Hay en torno a unos 150 inversores, los públicos suponen el 35% y los privados el 65%.

A través de su página web permiten al usuario ver la cartera actual, y las empresas en las que han desinvertido.

En 2016 invirtieron en 17 empresas (tales como Tviso, Leukos Biotech, Hundredrooms).

⁸ Una forma de financiación de deuda proporcionada a empresas respaldadas por capital de riesgo. Se trata de un préstamo senior, no convertible que puede ser utilizado como capital, y generalmente incluye warrants.

Inicialmente, sus fundadores crearon una consultora para ayudar a empresas en la búsqueda de financiación, y de ahí, decidieron crear ellos mismos un fondo para financiar ellos mismos a empresas. Fue con la creación en 2011 del segundo fondo cuando crearon la gestora, y posteriormente se fueron creando los demás fondos de manera vertical.

Para tratar de hacernos una idea del porcentaje de éxito que estiman de sus inversiones, Inveready indicaba hace unos meses que tienen 65 compañías en su cartera de las cuales creen que unas 25 tienen un gran potencial. Si todas ellas tuvieran éxito serían un total del 38%, algo que dista del porcentaje según visto anteriormente de compañías que acaban siendo exitosas sobre el total de una cartera, por lo que es muy probable que la compañía esté siendo muy optimista.

En nueve años que han transcurrido desde su creación, además de MasMovil (que ha sido una salida parcial) son 13 las empresas en las cuales han desinvertido, (algunas de ellas es probable que le resulten familiares):

| |
|--------------|
| Qustodian |
| Softonic |
| Kubiwireless |
| Transbiomed |
| Formune |
| Aqsense |
| 3scale |
| ZIPSOLUTIONS |
| Mynorix |
| Yunait |
| Lucierna |
| indysis |
| eyeOS |

El caso de MasMovil representa uno de sus casos de éxito, una empresa que ha anunciado su salida a bolsa este año (tras varios anuncios desde 2014). La compañía madrileña se fundó en febrero de 2006. En sus comienzos fue apoyada por Enisa, varios business angels y una firma de venture capital, Northzone Ventures y posteriormente entraron otros tres fondos de capital riesgo, entre ellos Inveready que lo hizo en 2010. En 2014 se produjo la fusión de MásMovil con Ibercom, y tras comprar otras empresas del sector, Pepe Phone, Yoigo y activos de banda ancha fija de Orange se valora por encima de 1100 millones de euros. “Ya hemos devuelto todo el capital a los inversores del primer fondo. Sólo nuestra participación en MasMovil es más grande que todo el fondo original, que era de 16 millones. Y nos quedan 15 empresas por vender, de las que esperamos que al menos 5 sean buenas”, indicaba en una entrevista unos de los socios, Carlos Conti.

Como comenta Conti, las entidades de capital riesgo asumen que hay un número elevado de operaciones que no terminan siendo rentables, y para que el negocio sea rentable solo necesitan que algunas de las empresas en las que invierten sean un caso de éxito hasta el punto que logren recuperar y compensar las inversiones realizadas.

Asimismo, es fundamental que haya casos de éxito dentro un fondo de capital para que la empresa de capital riesgo siga teniendo credibilidad de cara a conseguir financiación por parte de los inversores para los fondos que quiera crear en el futuro.

A partir de los datos de SABI, se ha extraído la siguiente información, con datos desde 2009 hasta 2015:

Tabla 6

| Cuentas no consolidadas | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos de explotación | n.d. | 29.262,30 | 259.627,56 | 106.280,89 | 154.275,24 | n.d. | 26.973,05 |
| Result. ordinarios antes Impuestos | 3.257.130,27 | 3.686.538,53 | 3.089.745,98 | -285.720,69 | -328.508,72 | -499.317,37 | 57.061,33 |
| Resultado del Ejercicio | 3.341.104,54 | 3.617.932,91 | 2.901.287,57 | -212.786,04 | -246.461,54 | -499.317,37 | 57.061,33 |
| Total Activo | 21.877.863,98 | 17.269.783,08 | 13.946.977,98 | 14.491.696,22 | 14.418.930,99 | 14.925.997,66 | 15.187.630,39 |
| Fondos propios | 21.057.744,79 | 16.761.497,90 | 13.469.876,47 | 13.750.730,45 | 14.361.832,92 | 14.872.760,76 | 15.137.542,74 |
| Rentabilidad económica (%) | 14,887 | 21,346 | 22,153 | -1,971 | -2,278 | -3,345 | 0,375 |
| Rentabilidad financiera (%) | 15,467 | 21,994 | 22,938 | -2,077 | -2,287 | -3,357 | 0,376 |
| Liquidez general | 2,107 | 2,776 | 10,51 | 4,416 | 140,027 | 186,314 | 263,789 |
| Endeudamiento (%) | 3,748 | 2,943 | 3,42 | 5,113 | 0,395 | 0,356 | 0,329 |

Fuente: SABI

Según los datos disponibles, los ingresos de explotación pasan a ser de 26.973,05€ en 2009, a 29.262,30€ en 2014, es decir, durante ese periodo de los peores años de la crisis, tuvo un incremento de un 8,49%. Y si se observa los años precedentes, el incremento de la cifra de ingresos es espectacular.

En cuanto al resultado del ejercicio, 2010, 2011 y 2012 tuvo resultados negativos, pero los años posteriores ha logrado tener unas cifras positivas, alcanzando en 2015 un resultado de 3.341.104,54€, y esto se refleja también se ve reflejado en la rentabilidad económica de la empresa. (ROI).

Esto podría deberse a que en este tipo de empresas es normal que las cifras de los primeros años no sean buenas por el tipo de negocio, invierten en proyectos donde asumen que habrá unos años difíciles hasta que las empresas en las que han invertido recuperen los costes y comiencen a tener beneficios para que cuando consideren oportuno realizar la desinversión en estas empresas, que es cuando realmente obtienen beneficios.

El ratio de endeudamiento de la compañía (pasivo/patrimonio neto) que representa su dependencia frente a terceros es de 3,748% en 2015, una cifra muy pequeña si lo comparamos con otros sectores (petroleras, eléctricas, construcción...).

Y analizando su balance, se puede comprobar que su deuda es principalmente a corto plazo, pero muy pequeña con respecto al patrimonio neto.

Parece indicar que la financiación que reciben no proviene de entidades que le conceden préstamos a largo plazo, sino que financian las inversiones con el capital que entregan los inversores.

10. Conclusiones

La evolución del capital riesgo tiene una correlación con la situación económica. Para muchas empresas el capital riesgo resulta un instrumento atractivo especialmente cuando el crédito bancario se contrae por la restricción del crédito, iliquidez, incerteza, reducción de la inversión, pérdida de la credibilidad de inversores internacionales... ya que se convierte en casi la única alternativa para poder obtener financiación. Además, están cobrando una gran importancia instituciones públicas como ENISA, o el FOND-ICO Global, un fondo de fondos creado por el estado para estimular el desarrollo del sector.

Tras esos primeros años de crisis de retroceso, se ha observado que la inversión en las primeras fases de una empresa año tras año está cobrando mayor importancia en la sociedad española. Se ha demostrado tanto en el número de empresas de capital riesgo, volumen invertido y entidades receptoras de capital. Resulta especialmente importante para empresas jóvenes innovadoras y con un crecimiento potencial que por tener modelos de negocios nuevos y no tener un recorrido les resulta muy difícil financiarse vía banca tradicional.

Las empresas valoran el capital riesgo no solo como una entidad que apoya financieramente, sino que confían en que aportan un valor añadido a través del servicio extra-financiero, y esto se refleja porque muchas eligen algunos fondos que les cobran más pero que tienen una mejor reputación.

Analizando la situación actual con datos hasta 2015, se puede concluir:

Según la etapa de inversión:

El segmento que ha experimentado un crecimiento espectacular son las start ups, las cuales han pasado de recibir inversiones en 2010 por valor de 1,2 millones de euros a 14,3 millones en 2015, sin embargo, en la etapa de capital semilla (previo a ventas) la inversión es muy minoritaria. Gracias a los agentes internacionales, el "late stage" está sufriendo un gran crecimiento.

Según el sector:

El sector digital y el de tecnologías de la información y comunicación sumaron en 2015 un 80% de la inversión. En cuanto al entorno industrial, por el efecto clean technology y biotecnología creció de manera sustancial (en torno a los 62 millones de € en 2015).

Según la geografía:

Existe una fuerte concentración en Cataluña y en Madrid, juntos suman más del 80% de las inversiones, si bien es cierto que son las comunidades autónomas con mayor número de empresas (alrededor del 34% de las empresas españolas se encontraban en dichas CCAA según datos del INE). Además, si no se tiene en cuenta al sector público, el porcentaje de inversión asciende al 90%.

Algunas de las grandes firmas creadas en los últimos veinte años como por ejemplo Google, Facebook, Skype, Airbnb o Uber, han podido despegar gracias a la financiación que recibieron por parte de algunos de los fondos americanos de mayor prestigio, como Kleiner Perkins, Accel o Sequoia. Es decir, todo parece indicar, contrastado con la mayoría de papers y libros que he consultado, que el capital riesgo tiene un efecto positivo sobre la innovación, pero en mi opinión no es que creen actividades innovadoras, sino que simplemente invierten en aquellos proyectos que detectan que tienen un fuerte potencial. Sin contar con el apoyo de un fondo de capital riesgo, que crea en el proyecto y esté dispuesto a invertir en una empresa a sabiendas que va a estar varios años sin tener beneficios es muy difícil, por no decir imposible, que lleguen a convertirse en líderes en el periodo de tiempo tan breve como lo hacen las que alcanzan el éxito.

En cuanto a la valoración de una start-up es muy difícil y aquí juega un papel importante el poder de negociación. Según la start-up va alcanzando los hitos marcados, va eliminando el nivel de incertidumbre e incrementa su valoración. Y además según la valoración que se haga determinará el porcentaje de participación a cambio de dinero por lo que este paso es crucial para la rentabilidad futura.

Para concluir todo lo visto durante el trabajo, a la actividad del capital riesgo en España todavía le queda un largo recorrido y mucho por desarrollarse, hay que tener en cuenta además que apenas tiene dos décadas de historia. El desarrollo del capital riesgo es un reto que todavía le queda a España por delante, está mucho menos desarrollado que en otros países de nuestro alrededor y las empresas españolas tienen menos opciones a la hora de conseguir financiación.

11. Bibliografía

- AGENCIA ESTATAL BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (2005). *Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.*
- AGENCIA ESTATAL BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (2014). *Ley 22/2014, de 12 noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo.*
- Alcalá Olid, F. *El Capital riesgo en España* (1st ed.).
- *Anuario ASCRI capital riesgo 2016..* (2016).
- *AXIS - Grupo ICO.* (2017). *Axispart.com.* Retrieved 4 June 2017, from <http://www.axispart.com/>
- Barthel, D., Alférez, Á., Martí Pellón, J., & Salas de la Hera, M. (2015). *Informe de actividad capital riesgo en España.*
- Baygan, G., & Freudenberg, M. (2000). *The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries* (1st ed.). Paris: OECD Publishing.
- *Capital riesgo: concepto y evolución : la actividad del ICO en capital riesgo : AXIS.* (1995) (1st ed.).
- Cardullo, M. (1999), *Technological Entrepreneurship: Enterprise Formation, Financing and Growth*, Research Studies Press Ltd., United Kingdom.
- CDTI (2017). Retrieved 13 June 2017, from <https://www.cdti.es/>
- Cea Alcaide, C. (2012). LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO EN EL ÁMBITO DE LA AYUDA AL DESARROLLO. *ICE*, 864.
- Escolano Olivares, R. (2014). La banca pública durante la Gran Recesión: el caso del Instituto de Crédito Oficial en España. *ICE*, 879, 65-74.
- *Estructura y dinamismo del tejido empresarial en España.* (2016). Retrieved from <http://www.ine.es/prensa/np984.pdf>
- *European Angels Fund (EAF).* (2017). *Eif.org.* Retrieved 4 June 2017, from [http://www.eif.org/what we do/equity/eaf/](http://www.eif.org/what_we_do/equity/eaf/)
- Fernández Acevedo, M., & Navarro, B. (2015). *Fond-ICO Global Fondo de Capital Riesgo. Seguimiento de su actividad en el marco del capital riesgo en España.*

- *Financiación | ENISA. Impulso financiero a la pyme.* (2017). *Enisa.es*. Retrieved 13 June 2017, from <http://www.enisa.es/es/financiacion>
- Gompers, Paul A. "A Note on Valuation in Entrepreneurial Ventures." Harvard Business School Background Note 298-082, January 1998. (Revised January 1999.)
- Hellmann, T., & Puri, M. Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. *SSRN Electronic Journal*.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.243149>
- Hsu, D. What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?. *SSRN Electronic Journal*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.350380>
- Lavilla Rubira, c. (2014). El capital riesgo como forma de financiación empresarial. *ICE*.
- Menéndez, Á., & Mulino, M. (2015). *EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA*. Retrieved from <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/15/Feb/Fich/be1502-art5.pdf>
- OCDE. (1996). *Venture capital and Innovation*.
- OECD (2015) "Entrepreneurship at a Glance 2015", OECD, 2015.
- OECD (2016), "International comparability of venture capital data", in Entrepreneurship at a Glance 2016. OECDE Publishing, Paris.
- *Qué es el ICO - Banco Público - ICO.* (2017). *Ico.es*. Retrieved 4 June 2017, from <https://www.ico.es/web/ico/que-es-ico>
- *SABI.* (2017) Sistema de de Análisis de Balances Ibéricos.
- Timmons, J. and S. Spinelli (2004). *New Venture Creation*. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin
- *Venture capital.* (2017). *Inveready.com*. Retrieved 13 June 2017, from <http://inveready.com/venture-capital/>
- Waldron, D., and C. Hubbard. (1991). Valuation methods and estimates in relationship to investing versus consulting. *Entrepreneurship: Theory & practice* 16.
- *Webcapitalriesgo.* (2015). *El tiempo de las desinversiones en Private Equity en España. 2015*.

- Webcapitalriesgo. (2017). *Madurez del Venture Capital en España*.
- Webcapitalriesgo. (2017). *Anuario ASCRI Capital Privado 2017*.
- Zunzunegui, F. (2017). Shadow Banking, Crowdfunding y seguridad jurídica. *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 146.