



ICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA EN EL AÑO 2014: El impacto de FOND-ICO Global

Autor: Javier Cortés Torres
Director: Luis Garvia Vega

Madrid
Julio 2015

Índice:

1. Introducción	4
2. Objetivos	5
3. Metodología	6
4. Sector capital riesgo	7
4.1 Marco teórico	7
4.2 Figuras jurídicas	7
4.3 Partes de la inversión	8
4.4 Diferencia entre private equity y venture capital	10
4.5 Clasificación según fase de desarrollo	12
4.6 Rasgos principales	13
4.7 Ciclo de la inversión	14
4.8 Tipos de operaciones	23
5. Evolución del capital riesgo en España en 2014	25
5.1 Resumen de la actividad	25
5.2 Perspectivas para 2015	27
5.3 Desglose por etapa de inversión	28
i. Levantamiento de fondos	28
ii. Capitales totales gestionados	32
iii. Inversión	34
iv. Operaciones de tamaño mediano	38
v. Operaciones de gran tamaño	39
vi. Desinversiones	41
vii. Participadas en cartera actual	42

6. El papel de FOND-ICO Global	43
6.1 El Instituto de Crédito Oficial	43
i. Naturaleza	43
ii. Objetivos	44
iii. Participación en fondos	45
6.2 FOND-ICO Global	45
i. Naturaleza y objetivos	45
ii. Fondos objetivo	46
iii. Convocatorias	47
7. Conclusiones	51
8. Bibliografía	53
9. Anexos	55
9.1 Gráficos	55
9.2 Tablas	55

1. Introducción

La actual coyuntura económica en España, deja claro que son necesarias nuevas vías de financiación empresarial, después del mejorable papel que han jugado los bancos en la reciente crisis en nuestro país. La alta dependencia que tienen las empresas españolas de los bancos para obtener recursos les ha puesto en una situación muy complicada en estos años de crisis.

El capital riesgo da respuesta a esta cuestión y su situación en España está marcada por la recuperación del sector después de la crisis. La aportación de recursos y la intervención en la gestión que proporcionan las sociedades de capital riesgo, facilitan el desarrollo de las empresas participadas, incrementando su productividad y estimulando la creación de empleo y competitividad.

El impacto económico positivo que significa ha hecho que el sector público se haya implicado en ello, con la creación desde el Instituto de Crédito Oficial (ICO) del primer fondo de fondos público español. El objetivo de este instrumento es impulsar el desarrollo de empresas españolas a través de la inversión en fondos de capital riesgo privados y la atracción de nuevos inversores hacia estos fondos.

El sector del capital riesgo ha sufrido una importante recuperación a partir del pasado año 2014, estando muy condicionada por el FOND-ICO Global. Debido a la relevancia de este hecho, el presente trabajo se ha centrado en explicar el sector del capital riesgo, su desempeño el último año y el papel que ha jugado dentro de ello FOND-ICO Global.

2. Objetivo

En este trabajo se pretende analizar el capital riesgo y su funcionamiento, de forma que el lector tenga las nociones necesarias para entender cómo funciona esta vía de financiación y cuáles son sus características y figuras más importantes.

Una vez que se conocen las bases de la actividad del capital riesgo, se ha pretendido ofrecer los últimos datos sobre este sector en nuestro país, de forma que se tenga una idea de la mejora sufrida respecto a los años de crisis y el futuro esperanzador que debemos esperar de él.

Al analizar los datos de 2014 es relevante el papel que juega FOND-ICO Global, por lo que el trabajo concluye con la explicación del funcionamiento de este fondo de fondos, la evolución de las convocatorias llevadas a cabo hasta el momento y las tendencias de cara al futuro del mismo. Con esto, se pretende dar una visión profunda al lector sobre el impulso que está proporcionando esta figura pública a la actividad del capital riesgo en España.

3. Metodología

Para la realización de este trabajo, en primer lugar se ha llevado a cabo una revisión de la literatura disponible sobre el capital riesgo. Esa información ha sido sintetizada en los primeros puntos del estudio, intentando sentar las bases teóricas del mismo para dar al lector las nociones necesarias para entender esta forma de financiación.

Una vez sentada la base teórica del sector del capital riesgo, se han analizado los datos relativos a volumen de inversión y operaciones del capital riesgo en España en el año 2014. Para desglosar este tema, se ha diferenciado por etapas de inversión y dentro de cada una de ellas se han descrito las operaciones relevantes, se han desglosado por sector económico, número de operaciones y volumen invertido.

Para explicar el impacto del FOND-ICO Global, se ha explicado el concepto y principales características del mismo, con idea de informar al lector sobre qué es y cómo funciona este fondo de fondos de capital riesgo. Posteriormente se ha realizado una síntesis de las convocatorias de FOND-ICO Global hasta el momento, indicando el impacto de cada una de ellas. Por último se ha concluido con el papel que tendrá este instrumento en los próximos años y el impacto que podrá tener en el capital riesgo en España.

4. Sector Capital Riesgo

4.1 Marco teórico

El capital riesgo, según la ley 25/2005 de 24 de noviembre, modificada por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía sostenible y por la Ley 21/2011, de 26 de julio, reguladora de las entidades de capital riesgo, las define como:

Las entidades de capital riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Bajo el nombre de operaciones de capital riesgo, se engloban aquellas transacciones por las que un grupo de inversores proporciona financiación en forma de capital a determinadas compañías, mediante un proceso de negociación privado (es decir, al margen de los mercados bursátiles). En general, estas operaciones se realizan a través de fondos o sociedades no cotizadas que son gestionadas por instituciones especializadas.

4.2 Figuras jurídicas

Dentro del capital riesgo es importante diferenciar sus tres figuras principales y a través de las cuales funciona:

- **Sociedad de Capital Riesgo (SCR):** Son entidades financieras dedicadas a facilitar financiación temporal a empresas no financieras, no inmobiliarias y no cotizadas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación, y a la gestión de fondos de capital riesgo (FCR). Además, podrán asesorar a las empresas vinculadas con ellas. En el registro de la CNMV se encuentran 116 SCR registradas en España.
- **Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGECR):** Las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, son sociedades anónimas cuya función

es la gestión de fondos de capital riesgo y de activos de sociedades de capital riesgo. Además podrán asesorar a las empresas no financieras. En el registro de la CNMV se encuentran 74 SGECR registradas.

- Fondo de Capital Riesgo (FCR): Los fondos de capital riesgo son patrimonios sin personalidad jurídica, pertenecientes a un conjunto de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora (SGECR), pero sin ser ésta propietaria del fondo. En el registro de la CNMV se encuentran 140 FCR registradas.

4.3 Partes de la inversión

De cara a los inversores, el capital riesgo es una inversión que en el binomio rentabilidad-riesgo se encuentra en un escalón superior. Según Gorman y Sahlman (1989) este tipo de financiación jugó un rol determinante en la creación y posterior desarrollo de grandes empresas actuales, como son Federal Express, Lotus Development o Apple.

Dentro de este tipo de inversiones, entran en juego tres partes que se relacionan entre sí:

- Los agentes que aportan los fondos: Aquellos que entregan los fondos a la entidad de capital riesgo, y que serán gestionados por ésta durante el periodo en el que el agente aportante mantenga el capital en la entidad. Este periodo suele estar entre los cinco y los diez años.
- La entidad de capital riesgo: Como se ha explicado anteriormente, es la gestora del capital y la que lleva a cabo las operaciones de inversión. Como se ha diferenciado anteriormente, este agente está representado por tres figuras jurídicas: La Sociedad de Capital Riesgo (SCR), la Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGECR) y el Fondo de Capital Riesgo (FCR). Aun así, es común encontrar los tres términos utilizados indistintamente, sobre todo en medio no profesionales.

- La empresa participada, es la tercera parte que entra en juego en el proceso de inversión, ya que es la que recibe los fondos del agente que los aporta y que serán gestionados por la entidad de capital riesgo. El capital aportado pasará a formar parte de los fondos propios de esta entidad y un profesional de la entidad de capital riesgo se integrará en la Dirección de esta.

La relación entre las tres partes de las figuras clave es importante:

El patrimonio de los Fondos de Capital Riesgo (FCR) está dividido en participaciones que son transmitidas a sus titulares o socios, confiriéndoles un derecho de propiedad sobre el patrimonio. La Sociedad de Capital Riesgo (SCR) gestiona los compromisos de los titulares o socios y en una inversión en un Fondo de Capital Riesgo (FCR) estos firman el Limited Partnership Agreement con la SCR. Este documento firmado es elaborado por la SCR y en él se detallan la relación entre ella y los socios, delimitando los derechos y obligaciones de ambos además del funcionamiento del FCR.

Los socios o Limited Partners (LPs) aportan a la SCR capital llamado committed capital y ésta firma su devolución pasado un periodo temporal delimitado fijado con anterioridad, que suele ser precedido por el llamado capital call, la notificación del gestor. La entrega se lleva a cabo en distintos plazos por lo que durante la entrega quedará una proporción sin entregar en cada plazo, llamándose ésta unfunded capital.

El Limited Partnership Agreement incluye la totalidad de las condiciones del fondo, entre ellas la estructura de las distribuciones del fondo también llamado waterfall. En la parte que se explica esta se fija la participación de los gestores del FCR en las plusvalías generadas por las operaciones llevadas a cabo por el fondo. Esta participación lleva el nombre de carried interest y se asigna una vez se ha cubierto el hurdle rate, es decir, la rentabilidad mínima para los inversores y una vez se ha reembolsado la inversión de los socios (LPs). El carried interest suele ser alrededor del 20% en función del hurdle rate y el reembolso de los socios.

En el LPA también se recoge la comisión de gestión del fondo, que se estructura en base a una proporción sobre el capital bajo gestión o sobre los activos bajo gestión, según la situación en la que se encuentre el fondo. Esta comisión suele estar entre el 1% y el 3%.

Las adquisiciones que llevan a cabo este tipo de entidades tienen un carácter temporal, ya que, pasado un cierto período, se realizan ventas de las acciones compradas. No obstante, el plazo medio de mantenimiento de las inversiones suele ser habitualmente bastante dilatado.

4.4 Diferencia entre Private Equity y Venture Capital

Desde siempre, el capital riesgo se ha dedicado a la financiación de empresas que se encuentran en fase de lanzamiento o expansión. Durante estas etapas tienen escasos fondos internos y gran incertidumbre sobre el futuro de su negocio. Por esto, para ellas es difícil acceder a otras fuentes recursos.

Sin embargo, en los últimos años se ha observado un aumento de las operaciones que se dirigen a empresas ya maduras y siendo principalmente reestructuraciones, por lo que en algunas ocasiones las empresas adquiridas quedan fuera del mercado bursátil. También aparecen operaciones en sociedades familiares con conflictos entre sus accionistas sobre la gestión de las mismas.

Aunque en castellano se suele utilizar el término capital riesgo para referirse a todas las fases de desarrollo de esta actividad, en países anglosajones se suele distinguir entre las inversiones en proyectos empresariales que se encuentran en etapas de crecimiento, llamándose venture capital y las inversiones en empresas maduras llamándose private equity. Es bastante común el uso de ambos términos para referirse a capital riesgo en general también en el resto de Europa, llamándose la asociación europea del mismo European Private Equity and Venture Capital Association, pero correspondiendo sus siglas a la denominación primera que era European Venture Capital Association (EVCA).

En los últimos años, en nuestro país se le ha asignado el término “capital inversión” a las operaciones de private equity, pero no ha sido acogido con fuerza, manteniendo en entornos profesionales del sector el término private equity y fuera de estos el término capital riesgo para englobar los dos tipos. Lo que sí, es claro es que todos sus nombres, se refieren a la forma de inversión en la que un inversor profesional, realiza inversiones en compañías con un potencial de crecimiento alto, realizadas a través de la compra de participaciones accionarias, para así obtener plusvalías en el corto y medio plazo.

Los rangos más distintivos de ambas son:

- Private equity se refiere a las operaciones en las que la entidad participa en una empresa no cotizada durante un periodo de tiempo limitado. Esta denominación agrupa todas las inversiones, pero se refiere más concretamente a aquellas realizadas en fases maduras del ciclo empresarial de la entidad participada. Esta empresa participada suele cumplir unas características comunes como que presente un crecimiento estable y pertenezca a sectores tradicionales de la economía. No entrarían dentro de este grupo las participaciones de clientes, proveedores o socios estratégicos, cuyo objetivo sea permanecer en la participada por un periodo largo de tiempo. Dentro de esta agrupación de operaciones se pueden distinguir dos tipos:
 - Operaciones apalancadas o “leveraged buy outs”: En este tipo de operaciones el principal distintivo es que, el nuevo inversor propiciará un cambio en la propiedad de la empresa participada. Este cambio en la propiedad suele venir dado por la recompra parcial o en su totalidad de la propiedad de los propietarios originales, que verán por consiguiente, como se quedan fuera de la empresa al quedarse sin participación o siguen con una proporción muy reducida. La principal diferencia dentro de este tipo, es el elevado porcentaje de deuda dentro del precio de la operación, siendo este apalancamiento estructurado lo que les da nombre. Dentro de esta tipología de operaciones se pueden distinguir entre leveraged buy in (LBI) y leveraged buy out; dentro de los cuales a su vez se diferencian los management buy outs (MBO) y management buy in (MBI).
 - Capital Desarrollo: Forman parte de esta asignación, las operaciones en las que la empresa está consolidada desde hace años y tiene el futuro definido. El capital que la entidad de capital riesgo aporta a la empresa, tiene como principal objetivo acelerar el crecimiento de la participada, que a través de una ampliación de capital generalmente, permitirá a la empresa expandirse a nuevos mercados o productos. Este crecimiento no podría haber sido posible sin la aportación del capital y puede ser un crecimiento orgánico o inorgánico (a través de adquisiciones de otras empresas).
- Venture capital: Se refiere a las operaciones cuyas inversiones se llevan a cabo en las primeras etapas de la vida de la empresa, en su fase de creación. Como se detalla en la clasificación que sigue, estas fases son la de semilla (seed capital), la de arranque (start up) y la de expansión. Estas operaciones frente a las anteriores,

suelen pertenecer a sectores de gran potencial de crecimiento con un fuerte componente tecnológico y de investigación.

4.5 Clasificación según fase de desarrollo

Según la publicación: El capital riesgo: Análisis de su industria (J.Álvarez, J.Invers,G.Palacín, J.Puigdengoles) Podemos clasificar el capital riesgo según la fase de desarrollo en la que se encuentre de la siguiente forma:

- Semilla (Seed): Aportación de recursos en una fase anterior a la de producción masiva (definición/diseño del producto, prueba de prototipos, etc.). Todavía existe riesgo tecnológico.
- Arranque (Start-up): Financiación para el desarrollo inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación.
- Otras fases iniciales: Recursos para cubrir el desfase de tesorería en empresas de reciente creación, que no han alcanzado el punto muerto.
- Expansión: Financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o el acceso a nuevos mercados.
- Sustitución: Adquisición de acciones existentes en poder de otra entidad de capital riesgo o de otro accionista o accionistas antiguos que buscan liquidez.
- Adquisición con apalancamiento (Leveraged Buy-out - LBO): Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo). Son frecuentes en capital riesgo las adquisiciones protagonizadas por los propios directivos de la empresa (MBO) o por directivos de otra empresa similar (MBI).
- Reorientación: Recursos aportados a una empresa en dificultades financieras para facilitar su reflotamiento recapitalizándola o reestructurándola.

- Refinanciación de deuda: Sustitución de deuda por recursos propios para reducir el nivel de endeudamiento de la empresa.

4.6 Rasgos principales

Según Cazorla Papis, L. Céspedes Lorente, J. Cano Guillén en: Estrategia inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes.

Los principales rasgos que definen a la actividad del capital riesgo pueden resumirse en los siguientes puntos:

- La elevada especialización financiera.
- Financiación permanente mediante la inyección de fondos propios, generalmente mediante participaciones temporales y minoritarias en el capital social de la empresa participada.
- Función de asesoramiento a nivel de gerencia.
- Destinado a pequeñas y medianas empresas ya existentes o en proceso de creación.
- Interés en proyectos innovadores con importantes perspectivas de crecimiento y rentabilidad.

De todas formas el capital riesgo no se centra únicamente en ofrecer financiación a la empresa, sino que también aporta intangibles como asesoramiento, credibilidad ante terceros o experiencia en la gestión empresarial. Es precisamente la posibilidad de contar con un gestor que aporte conocimientos y experiencia además de capital, lo que diferencia esta forma de financiación frente a otras fuentes.

Independientemente del tipo o tamaño de la empresa, lo que es atractivo para los fondos de capital riesgo es que ésta forme un proyecto interesante, es decir, que genere grandes flujos de caja, desempeñe su actividad en sectores con claro potencial de crecimiento y cuya dirección esté formada por personas capaces y experimentadas.

A partir de que la entidad de capital riesgo entra en funcionamiento, con los fondos y equipo necesarios, su actividad siempre sigue las mismas pautas. Para comenzar se estudian las diferentes opciones y oportunidades de inversión en el mercado seleccionado. Cuando ya se ha elegido y analizado se lleva a cabo la inversión. Pero en este momento no termina su papel, ya que durante el tiempo en el que permanezca la

inversión es imprescindible seguirla en todo momento para tomar medidas si fuera necesario. Este seguimiento finalizará en el momento en el que se produzca la desinversión saliéndose de la empresa en la que participaba.

Sin embargo, además de este modelo de actuación, dentro de las entidades de capital riesgo se pueden identificar diferentes perfiles en función de los criterios de inversión y objetivos de las entidades.

Por esto mismo, existen entidades que se especializan según el sector de la empresa participada, su localización geográfica, su tamaño o en función de la fase de desarrollo en la que se encuentre.

4.7 Ciclo de la inversión

Antes del comienzo del ciclo del capital riesgo se produce la aportación de fondos al FCR, que es una etapa que se alarga bastante y más en el caso de SGEGR que estén recién creadas y carezcan de prestigio. En esta etapa los aportantes de fondos dan a los intermediarios de la SCR el capital para que lo inviertan y generen plusvalías. A esta primera etapa le sigue el ciclo de inversión propiamente dicho, que comienza con el proceso de inversión en la entidad participada, que está formado por el análisis de la misma y su posterior negociación para que cuando las partes se pongan de acuerdo se cierre la operación. A esto le sigue el seguimiento de la inversión y su control, normalmente a través de un profesional de la SCR que se una al equipo de Dirección de la participada, como se ha explicado anteriormente y que aporta valor añadido sobre todo en las áreas de estrategia y finanzas. Cuando la SCR cumpla con sus objetivos, finalizará el ciclo y la SCR venderá su propiedad en la participada. Este proceso se puede definir en tres fases bien diferenciadas: Aportación de fondos, inversión y desinversión.

- Aportación o captación de fondos: En esta primera fase es en la que se captan los inversores y también es llamada por su término en inglés fund raising. En ella básicamente se formalizan las participaciones entre aportantes de fondos y la SCR, se establece la forma jurídica que permitirá gestionar los fondos captados y se delimitan las relaciones entre ambas partes, tanto de información como de agenda.

En algunas ocasiones los aportantes de fondos ya están en contacto con la SCR antes de que ésta se forme, pero en otras hay que captarlos. Estos agentes suelen ser inversores de distintas naturalezas, como particulares, fondos de inversión o bancos, y en general su nivel de aversión al riesgo suele ser mayor que el de organismos públicos o fondos de pensiones, pero éstos participan en este tipo de inversiones también. Entre diferentes países y culturas hay bastantes diferencias entre el peso del sector público y privado en este sector. Estos aportantes de fondos no entran en la gestión diaria del FCR y simplemente se limita a participar con su capital, sabiendo de antemano cual es la política de inversión de la SCR.

Las participaciones de los socios se formalizan y la relación entre estos y la SCR se estandariza, ya que suele haber importantes diferencias entre la información que tienen ambas partes. Para ello se utilizan las cláusulas de protección restrictivas en las que se fijan los puntos que permiten llevar un control cercano entre ambas partes y así evitar problemas futuros. Las principales cláusulas que se suelen encontrar son:

- Límite en la venta de activos: Establecen el límite, en función de una proporción del capital o de un valor fijado, por encima de los cuales no sería posible vender ningún activo sin que esta venta sea aprobada por los inversores.
- Cláusulas que limitan la remuneración de la SCR que suele estar distribuida en una parte fija representada por la comisión de gestión y una variable por resultados.
- Cláusulas anti-dilución: Estas cláusulas funcionan como una herramienta de ajuste en el precio al que las acciones preferentes dan la posibilidad al tenedor de convertirlas en acciones ordinarias.
- Cláusulas anti inversión: Prohíben la inversión en determinados sectores o tipos de empresas, ya sea por su nivel de riesgo o por diversificación.
- Cláusulas ligadas a objetivos: En el caso de que no se cumplan los objetivos fijados o se den circunstancias fijadas con anterioridad, los inversores podrán proteger su posición frente al equipo gestor del SCR.

- Cláusulas contra las transferencias de control de la compañía: Los inversores se cubrirán ante posibles cambios de control, añadiendo estas cláusulas que bloquearán compras o ventas de acciones que provoquen cambios en el control por la transferencia en la propiedad.
- Derechos de venta concatenada de acciones: Los inversores incluyen este tipo de cláusulas para llevar a cabo la salida en las inversiones en las mejores condiciones posibles, ya que esta parte del ciclo es de vital importancia para ellos. Para ello, utilizan las cláusulas denominadas “drag along” (“derecho de arrastre”) o las de “tag along” (“derecho de acompañamiento”), que son mecanismos utilizados en las sociedades para brindar protección a estos en el momento en que surja la opción de adquisición o venta de su participación.
- Cláusulas relativas a la venta: Son condiciones que delimitan la subordinación a la que están sometidos los socios de los diferentes tipos de participaciones de la compañía en caso de liquidación, así como la cuantía del valor de liquidación que pueden recibir antes que otros socios inversores.
- Delimitación de la estructura de toma de decisión y control del FCR, a través de comités de seguimiento y auditoría.
- Cláusulas que delimitan la visa de los FCR, de forma que los gestores no puedan retener el capital de forma ilimitada.

Martí Pellón y Balboa Ramón (2004) llevaron a cabo un estudio basado en datos históricos correspondientes a dieciséis países europeos. Los resultados de los análisis realizados mediante la técnica de panel de datos dejan claro que las cantidades invertidas y las desinversiones llevadas a cabo el año anterior tienen un efecto positivo muy significativo sobre las cantidades de fondos nuevos comprometidos en el año.

Otro punto importante al que se le da vital importancia en este proceso de fundraising es la gobernabilidad de las empresas o fondos de capital riesgo, su estructura societaria y las consecuencias de los contratos y cláusulas anteriormente comentados, que evitarán los problemas de Agencia entre los aportantes de fondos y los gestores.

- Fase de inversión: En esta segunda fase se buscan las empresas a las que se dirigirá la inversión y se procede a su valoración y seguimiento, con idea de fijar el mejor momento para entrar en ellas. Esta etapa se puede resumir en los siguientes pasos:
- Identificación de inversiones potencialmente atractivas: Las SCR suelen llegar a inversiones atractivas por varios medios, siendo los más comunes los contactos del equipo gestor, asesores y solicitudes directas de empresas con necesidades de financiación.
 - Valoración de las inversiones: Antes de llevar a cabo la valoración del proyecto en el que se está pensando invertir, se lleva a cabo un filtrado exhaustivo de forma que finalmente solo se valorará un porcentaje muy pequeño de todas las operaciones analizadas. Este filtrado es diferente en cada tipo de SCR y cada una según su política de inversión fijará unos criterios u otros. Eso sí, hay aspectos generales que todos los equipos gestores suelen tener en cuenta, como son la revisión del plan de negocio y magnitudes financieras del proyecto. Las operaciones que hayan pasado el filtrado, se evaluarán en profundidad. Este análisis comenzará con la recopilación de información, llevada a cabo de varias formas como con visitas, reuniones, auditorías y es englobada en el término due diligence.

Esta primera evaluación comprende un análisis detallado del plan de negocio, del sector en que la compañía pretende operar, su posicionamiento en el mismo, el nivel de competencia y el perfil de los competidores existentes, los antecedentes del equipo promotor, el modelo de negocio (cómo la empresa generará sus ingresos), etc. El inversor efectúa este análisis para poder decidir si existe la posibilidad para seguir adelante con la operación.

Si después de esta evaluación no se encuentra ningún problema para seguir adelante, la SCR fija los puntos que le interesa proteger y lo hace con la incorporación de contratos de garantías, cláusulas restrictivas y otros mecanismos legales, como los explicado en el punto anterior.

Después de esto, se lleva a cabo otro proceso de due diligence más detallado que el anterior. La idea es que ambas partes confirmen si el acuerdo se podrá llevar a cabo en las condiciones deseadas y que los intereses de ambos coinciden. Esta segunda due diligence más exhaustiva se suele centrar en los siguientes puntos:

- Validación de los supuestos del plan de negocio y del modelo de negocio.
- Análisis del sector y la competencia.
- Riesgos de la inversión y estrategias para la gestión de riesgos.
- Puntos fuertes y débiles del equipo emprendedor y de las personas clave promotoras del proyecto.
- Comprobación de referencias.
- Compromiso personal, financiero, etc. de o los promotores del proyecto.
- Tasa de retorno potencial.
- Comprobación de que los datos financieros suministrados por la compañía son correctos y fiables.
- Comprobación de que el proyecto cumple con la regulación vigente.
- Evaluación de las posibles opciones de desinversión.

Martí y Balboa (2004) coinciden y señalan que entre los puntos más importantes en que se suelen fijar los inversores de capital riesgo son los relativos al equipo directivo de la empresa (experiencia, honestidad, conocimiento del mercado y de la competencia, capacidad de trabajo en equipo, etc.), el potencial del mercado y la ventaja competitiva del producto o servicio que ofrece la participada.

Durante este proceso se pueden encontrar numerosos problemas que pueden poner en riesgo la operación. Estos posibles contratiempos pueden provocar renegociaciones en los términos que se hubieran acordado previamente. Algunos de los motivos pueden ser una mayor apreciación del riesgo sobre la operación, representado por diferencias cuantitativas entre la información previa y con la que se habían tomado decisiones favorables de cara a la operación y la encontrada en la due diligence. Pero también pueden encontrarse motivos cualitativos, como falta de sintonía entre el equipo de la SCR y la participada, dudas sobre el equipo directivo de la participada, dependencia sobre un solo miembro del equipo, poco compromiso por parte del personal o rechazo al cambio de propiedad.

En esta fase de valoración de la empresa, se aplican los métodos de valoración que posteriormente se detallarán en otro punto del presente trabajo.

Una vez siga adelante la valoración, se confirmarán los detalles de esta y se le dará estructura formal y legal.

- **Negociación de las operaciones:** El factor temporal de este tipo de inversiones es el mayor condicionante de la negociación. En esta fase es clave la planificación financiera de cara a estructurar los fondos que serán necesarios en la operación, al igual que las condiciones y el momento en el que se llevarán a cabo. La forma de estas aportaciones es de vital importancia y según los instrumentos financieros que se utilicen y su naturaleza, sean de recursos propios o deuda, se estructurará de una forma u otra. Teniendo en cuenta estas aportaciones se realizan diferentes proyecciones teniendo en cuenta los diferentes factores y escenarios posibles de cara a valorar la forma de garantizar la viabilidad de la operación y conseguir los objetivos de ambas partes.
- **Formalizaciones:** Por lo general, la relación entre la SCR y las empresas participadas está regida por un contrato que define los derechos y obligaciones de cada uno. A través de este contrato se pretende minimizar los problemas de agencia y para ello se suelen añadir provisiones que limitan los posibles problemas. En este contrato se fija la cantidad y el plazo de las entregas de fondos, la forma y términos de la inversión, derecho de abandono, derechos preferentes de redención de títulos convertibles, situación de empleados clave, derechos de información, representación en órganos de gobierno corporativo, etc.

Una característica habitual de los contratos de inversión de capital riesgo es su extensión y el uso de cláusulas positivas (lo que la empresa participada debe hacer) y cláusulas negativas (lo que no debe hacer). Algunas de estas cláusulas son comunes a otros sistemas de financiación como necesidad de aprobación por parte de la SCR si se llevan a cabo compras de activos o exigir la contratación de seguros.

- **Inversión efectiva en la participada:** La inversión por etapas o en rondas de financiación sucesivas es la forma de financiación y el factor diferenciador de la inversión en capital riesgo. La lógica que subyace en su uso es muy sencilla: El inversor suministra el capital por etapas, estando directamente condicionado a la evolución del proyecto. De esta forma, los inversores pueden llevar a cabo el control y seguimiento de la participada teniendo la opción de salir de la inversión si esta no sigue la evolución que espera el equipo gestor, sea por la causa que sea.

Este tipo de inversión por etapas permite a la SCR tener un control permanente y evaluar el desempeño de la inversión periódicamente, siendo más preciso cuanto menor sea el periodo entre cada ronda de financiación. Las sucesivas rondas de financiación irán ligadas al desempeño de la participada, que se traduce en hitos previamente fijados. Por otro lado la Dirección de la empresa participada tiene periódicamente muestras de apoyo y confianza por parte de la SCR a la vez que reciben el capital. También de esta forma se controla el gasto de la participada y se consigue que la viabilidad de ésta esté totalmente condicionada a la siguiente ronda de financiación, teniendo así la SCR la certeza de que van hacer lo posible por cumplir con los objetivos fijados.

Según un estudio realizado por Davila et al. (2001), la financiación por etapas también afecta a la estrategia de crecimiento de las empresas. Al recibir la financiación por etapas, los recursos financieros desempeñan un papel dinámico que va cambiando a lo largo de la vida de la empresa. Este estudio analiza también el efecto señal que tienen las rondas de financiación para el resto de los stakeholders.

Para Lerner (1994) otra forma habitual de los inversores de capital riesgo de reducir la diferencia de información respecto a los emprendedores es invitando a participar en la inversión a otras entidades de capital riesgo, creando de esta forma una sindicación. La sindicación se presenta sobre todo en las primeras rondas, ya que es cuando tiene más atractivo, especialmente porque aumenta el número de supervisores y se diversifica el riesgo, que es mayor en las primeras fases de la inversión. Es habitual sindicarse con fondos expertos en el sector del que se trate, obteniendo una segunda opinión. De esta manera, al mismo tiempo que se incrementa el conocimiento se reduce el riesgo específico en la empresa, al ser menor la participación en ella (aunque conjuntamente con los otros inversores sigan teniendo control sobre la empresa). Manigart et al. (2002) confirman en su estudio, llevado a cabo en cinco países europeos, que el principal motivo para syndicar inversiones es el deseo de compartir el riesgo y el de incrementar la diversificación en su cartera de participadas.

Si los resultados son positivos tras el primer período de financiación, los riesgos que se percibían en el momento de inicial se verán reducidos por lo

que el inversor estará dispuesto a adquirir acciones de la compañía a un precio más elevado y aceptando una rentabilidad menor. Si se cumplen los posteriores hitos fijados el momento de la tercera ronda de financiación esto se repetirá sucesivamente.

En caso de que no se cumplan los hitos marcados la SCR procederá a llevar a cabo un seguimiento más exhaustivo acortando los periodos entre cada ronda de financiación. Si la situación no mejorase, la SCR puede proceder a renegociar las condiciones o directamente si la operación no es viable podrán abandonar la participada.

- Seguimiento de la operación: El seguimiento de las inversiones realizadas por las SCR es imprescindible si se quieren cumplir los objetivos marcados.

Este seguimiento suele llevarse a cabo mediante distintos mecanismos, como limitar la salida de directivos o accionistas clave, la posibilidad de despedirlos de su puesto de trabajo u obligarles a dimitir, la dilución de las participaciones de los mismos en caso de que no se cumplan los objetivos marcados, la exigencia de distintos informes en diferentes plazos, la obligatoriedad de auditoría de cuentas periódica u otras revisiones independientes, el control sobre el pago de dividendos y devolución de capital, el derecho de veto sobre algunas decisiones, entre otras.

Sin embargo, en este tipo de operaciones el método más eficaz y que suele ser indispensable es la participación de alguna persona del equipo gestor de la SCR en la Dirección de la empresa participada, dándole la visión interna de la empresa que de otra forma no podría tener. Al estar dentro del organismo de decisión de la empresa, la SCR tendrá acceso a toda la información interna y formará parte en la toma de decisiones trascendentes, alineando objetivos entre ambas. Esta representación suele ser requisito indispensable y suele tener mayor representación en el Consejo de la que le correspondería.

- Desinversión: La desinversión es probablemente la parte más importante en el ciclo de inversión del capital riesgo ya que es la forma en la que la SCR recupera su capital y las plusvalías generadas. La salida de la empresa participada puede ser parcial o total y las principales formas para hacerlo son las siguientes:

- Liquidación por insolvencia: Es el peor escenario al que la SCR se puede enfrentar, ya que significará que la inversión no es financieramente viable y no merece la pena seguir invirtiendo en él.
- Venta entre accionistas: Los inversores suelen pactar “puts” y “calls” como mecanismos de salida que permitan la venta de sus acciones a otros accionistas de la compañía. El derecho de put permite a un inversor obligar a otro u otros accionistas a que adquieran las acciones del primero. El derecho de “call” permite a los inversores adquirir las acciones de los demás accionistas al obligar a estos últimos a vendérselas.
- Recompra: Los accionistas anteriores pueden llevar a cabo una recompra de la propiedad que en su día vendieron al FCR y recuperarla, beneficiándose de las mejoras llevadas a cabo en el periodo de inversión.
Suelen pactarse derechos de “puts” y “calls” en los casos de venta de acciones a la compañía. En este contexto, el derecho de “put” otorga a los accionistas la facultad de solicitar a la compañía que adquiera (rescate) sus acciones. Asimismo, el “call” otorga a la compañía el derecho a rescatar las acciones de uno o más accionistas. En los países civilistas el derecho de rescate está muy restringido. Las acciones solamente pueden ser rescatadas en relación a una reducción del capital y deben hacerse prorata con ganancias realizadas y líquidas o mediante reservas y deben rescatarse las acciones pro rata. Estas restricciones dificultan la utilización de este mecanismo de salida.
En el common law el derecho de rescate se encuentra menos restringido y en general puede efectuarse libremente si se cumplen ciertas exigencias de liquidez.
- Absorción del capital: Puede llevarse a cabo la absorción por parte de la empresa participada del capital de la SCR a través del endeudamiento que ésta tenga.
- Venta a otra SCR: Operación llamada secondary buy-out, es la compra de la participación de la SCR original por otra SCR diferente.
- Venta a terceros: A través de una operación privada, la SCR puede vender su participación a un tercero, sea este del mismo sector que la participada o no.
- Oferta pública inicial (OPI): Este suele ser el método más rentable de liquidar una participación adquirida a través de capital riesgo. No obstante, en algunas ocasiones la salida a cotización de la participada puede ser percibida por el

mercado como una señal negativa y la SCR suele esperar para vender en el su participación. Esta venta posterior suele ser pasado un tiempo también como requisito de los bancos colocadores en la salida al mercado bursátil, para darle estabilidad a la compañía, llamando a esta estrategia lock up period.

4.8 Tipos de operaciones

- Expansión: En esta fase, la empresa ya está generando beneficios, pero necesita apoyo financiero para acceder a nuevos productos o mercados, o para crecer en los que está introducido, o aumentar y consolidar su éxito.

En dicha etapa la empresa normalmente ya cuenta con activos tangibles o intangibles registrados en propiedad y hay datos históricos o referencias por lo que el riesgo es menor.

- Financiación puente, también llamado bridge financing: Es la financiación temporal que se produce en una empresa en expansión y que le permite avanzar hasta que la misma llegue a salir a cotización en un mercado de valores, momento en el cual se deshará la estructura de financiación y se sustituirá por la que sea necesaria en ese momento.
- Si nos centramos en el terreno de la definición de private equity más que en el de capital riesgo en general destacan estas categorías:
 - Operaciones apalancadas, entre las que se encuentran los Leveraged, Management Buy-Out y Management Buy-In: Estas son operaciones en las que una parte importante del precio de la operación es financiada con deuda, por ello se llaman apalancadas. Dentro de éstas se distingue entre:
 - Management Buy-Out (MBO), en las que los adquirentes pertenecen al equipo directivo actual de la propia empresa.
 - Management Buy-In (MBI), en las que los adquirentes formarán un equipo directivo nuevo, no procediendo de la empresa actual.
 - Buy-In Management Buy-Out (BIMBO), en la que el equipo adquirente es mixto, antiguos directivos más otros nuevos.
 - Financiación de entresuelo también llamada mezzanine finance, que se forma con instrumentos híbridos, con características tanto de deuda como de recursos

propios, como por ejemplo los bonos subordinados con warrants y otros instrumentos convertibles.

- Reorientación o turnaround: En ocasiones, las operaciones MBO y MBI llevan asociado un cambio de orientación en una empresa en dificultades. Si se produce cambio en el equipo directivo pasaría a llamarse MBI.
- Capital de sustitución o replacement: En este tipo de operación, se produce un cambio en el grupo inversor, de forma que el inversor de capital riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un accionista o grupo de accionistas. No se produce una nueva llegada de fondos, sino solamente una sustitución entre accionistas.

El papel del inversor financiero en este caso será revitalizar la empresa desde la posición de nuevo accionista, lo que se enmarca dentro del enfoque habitual de capital riesgo, en donde el inversor no sólo aporta recursos financieros sino apoyo a la gestión. Este tipo de operaciones suele producirse en empresas familiares en segunda o tercera generación, en las que con frecuencia no todos los accionistas tienen el mismo interés en la empresa o pueden no poseer la suficiente preparación para llevar adelante el negocio.

5. Evolución del capital riesgo en España en 2014

5.1 Resumen de la actividad

Después de la crisis económica sufrida en nuestro país, de la que el capital riesgo tampoco se pudo salvar, se ha iniciado una nueva tendencia de crecimiento económico, estando este sector también en ella. Las fases clave del capital riesgo, como son el levantamiento de fondos, el periodo en el que se lleva a cabo la inversión y la posterior salida de la inversión, dan muestras de la reactivación del sector. Después de finalizar el año 2014 y teniendo los datos relativos a ese año, podemos confirmar que hay un cambio de tendencia y que este cambio se mantendrá de cara a este año, en el que las operaciones que se han llevado a cabo lo confirman.

El siguiente análisis ha sido llevado a cabo gracias a los datos recopilados por ASCRI, información sin la cual esta parte del trabajo hubiera sido imposible ya que es el único organismo a nivel nacional que cuenta con los números exactos para todas las partes analizadas.

En el pasado año se captaron 4.801 millones de euros, siendo 2.736 millones de estos nuevos fondos procedentes de fondos internacionales, 1.822 millones de euros fueron levantados por entidades privadas españolas y la cantidad restante, la menor, por entidades de carácter público. El levantamiento de fondos ha adquirido protagonismo gracias al FOND-ICO Global y las convocatorias que ha llevado a cabo, también gracias al dato muy positivo de desinversiones llevadas a cabo y gracias al apoyo de los inversores internacionales. El desempeño de las desinversiones es de vital importancia, ya que si es positivo, permite a los inversores recibir el retorno de sus inversiones pasadas para llevar a cabo nuevas inversiones y nuevos levantamientos de fondos. El último dato de FOND-ICO Global es del 31 de diciembre del pasado año, fecha en la que el fondo dio luz verde a una inversión de 631 millones de euros en veintitrés fondos diferentes. Es destacable que dichos fondos en conjunto invertirán aproximadamente dos mil millones de euros en empresas nacionales.

La ya comentada importancia de las desinversiones para el conjunto del capital riesgo, es confirmada por las operaciones cerradas en 2014, entre las que destacan las siguientes, según ASCRI:

- Los fondos de Portobello de 375 millones de euros, Miura de 200 millones de euros, Sherpa de 100 millones de euros, Cabiedes & Partners de 20 millones de euros.

- También destacan los primeros cierres de los fondos de: Proa Capital de 250 millones de euros, Corpfín Capital de 160 millones de euros, Espiga Capital de 100 millones de euros, Ysios BioFund II de 52 millones de euros e Inveready First Capital II de 12 millones de euros, entre otros.
- De la misma forma destaca el nacimiento de nuevas operaciones como las acontecidas a través de los nuevos vehículos de Caixa Capital Risc y Axon Partners Group.

La recuperación del capital riesgo viene evidenciada, entre otros factores, por el volumen de inversión que se haya realizado. Este dato relativo al pasado año nos confirma lo comentado, ya que se han llegado a niveles de volumen de inversión alcanzados antes de 2008, habiéndose superado los tres mil millones de euros invertidos. Dentro del análisis del año 2014 es destacable que los mejores números correspondan con el último trimestre del año, dando buenas señales para el análisis del ejercicio en el que nos encontramos. Del total de 3.456 millones invertidos que se repartieron en 580 operaciones, un 75% corresponde a fondos internacionales, repartidos en 66 operaciones. El volumen invertido el pasado año supone un aumento del 45% respecto al año anterior respecto a un mismo número de operaciones.

De las operaciones llevadas a cabo, el 77% fueron operaciones de pequeño tamaño, es decir de menos de un millón de euros, evidenciando la red fundamentalmente de PYMES del tejido empresarial español. La proporción relativa a grandes operaciones, es decir de más de cien millones de euros, corresponden a once operaciones que frente a las cinco operaciones del año pasado supone una gran mejora. Las mencionadas operaciones significaron un 68% del volumen total invertido y lo hicieron fondos internacionales.

Las operaciones medianas, es decir de entre diez y cien millones de euros también experimentaron un notable crecimiento en el pasado año, llevándose a cabo 33 operaciones que recogieron 684 millones de euros, significando un total del 20% del volumen invertido.

Si analizamos las operaciones según la fase en las que se llevaron a cabo, la fase de expansión es la que recoge la mayoría del volumen, con un 65% del total suponiendo mil millones de euros. Las relativas a operaciones de venture capital es también relevante pero por su número de operaciones, ya que sumaron 378, siendo su volumen de inversión menos importante ya que apenas se alcanzó la décima parte del

total. La buena situación de la inversión en start ups supone un aliento a la economía de nuestro país, que necesita creación de nuevas empresas. Entidades de venture capital de todo el mundo están invirtiendo en un gran número de operaciones, por lo que este apoyo internacional será clave para su desarrollo.

Si enfocamos nuestro análisis a los sectores en los que se han llevado a cabo inversiones, destacan principalmente el sector de productos de consume, recogiendo un 22% del volumen, seguido de productos y servicios industriales con un 14% y hostelería y ocio con un 13% para terminar con salud con un 12%. Siguiendo con el análisis en función de los sectores, es diferente si filtramos por el número de operaciones llevadas a cabo. Siguiendo este patrón es el sector de la informática el que suma un mayor número de operaciones, recopilando un 42%, seguido de productos y servicios industriales con un 14%, productos de consumo con un 8% y finalmente biotecnología con un 8%.

Atendiendo a la desinversión o salida de la inversión, como se ha comentado con anterioridad el pasado año se alcanzó un volumen record de 4.770 millones de euros invertidos, suponiendo un 280% más que el pasado año. Esta inversión se ha repartido en un total de 433 operaciones.

La importancia de esta cifra de record viene dada por los malos resultados registrados en los años anteriores, años en los que prácticamente no se llevaron a cabo desinversiones, debido a los malos retornos que se recogerían en caso de llevarse a cabo. También tiene importancia la reorganización llevada a cabo por las SCR en sus carteras, de forma que así podían posponer la salida de su capital de la participada.

Como ya se ha diferenciado anteriormente, son muchas las opciones que tienen las SCR para salir o desinvertir en la participada. En el pasado año las formas más populares fueron la venta a tercero en primer lugar, dándose en un 61% de las operaciones, estando en segundo lugar la salida a bolsa con un 15% del total.

5.2 Perspectivas para 2015

Para el sector del capital riesgo, este año 2015 ha recogido grandes esperanzas. Estas buenas previsiones pasadas vinieron fundadas por la previsión de buen levantamiento de fondos gracias al apoyo del Fond-ICO Global, que mantendrá su fuerza inversora a

través de por lo menos tres alzamientos en este año. Además, se mantiene el interés de inversores extranjeros en nuestro país.

Según ASCRI, en estos momentos hay numerosas SGECR que se encuentran en proceso de captación de fondos, entre las que se encuentran: Proa Capital, Abac Capital, MCH Private Equity, Qualitas Equity Partners, Bullnet Capital, Swaanlaab, Nauta Capital y Magnum, entre otras. Respectos al número de operaciones y volumen invertido, este año se prevé sea aún mejor que el pasado, en todas las fases de inversión.

En el primer trimestre de este año y parte del segundo trimestre, se han llevado a cabo numerosas operaciones, como las siguientes, según ASCRI: Clínicas Ruber, Grupo Palacios, Fundiciones Estanda, IAN, Taberna del Volapié, El Molí Vell, Falcon Industries. Este cierre de operaciones confirma las buenas previsiones llevadas a cabo el pasado año y augura buenos resultados posteriores.

5.3 Desglose por etapa de inversión

i. Levantamiento de fondos

Respecto a la fase de levantamiento de fondos o fundraising, el pasado año ha supuesto una mejora muy importante respecto a los años anteriores, comenzando en 2008, año en el que comenzó la decadencia económica y del sector del capital riesgo en nuestro país. La captación o levantamiento de fondos en el año pasado supuso un 271% más que el año 201. Sin embargo el volumen captado, 1.821,8 millones de euros no se acerca al de los años previos a la crisis, como por ejemplo el año 2007 en el que el fundraising logró obtener 3.594 millones de euros. Sin embargo, el registro del pasado año no podemos decir que sea malo ya que es el cuarto mejor de nuestra historia.

Se debe tener en cuenta también los fondos obtenidos por entes públicos y los recursos internacionales, que aunque no entren en el registro de captación de fondos si los sumásemos obtendríamos un total de 4.800 millones de fondos captados. Esta posición de fondos captados significa un crecimiento muy importante respecto al año pasado, de cerca del 110%.

Estos buenos datos obtenidos son consecuencia de múltiples factores que estos años de crisis han ido mejorando tanto a nivel nacional como internacional. Unos de estos factores han sido las exitosas desinversiones que se han llevado a cabo recientemente, lo que ha supuesto generación de retornos y devolución del capital invertido por parte

de las SCR, proporcionándoles abundante capital para realizar de nuevo otras inversiones. A nivel internacional se ha reproducido este fenómeno de la misma forma, viéndose reflejado en la creación de casi mil nuevos FCR en todo el mundo que suman un total de 500 billones de euros invertidos. Además de este factor, que es el más importante, hay dos motivos más:

- La nueva confianza que han declarado las entidades internacionales en el sector financiero y en la economía española en general.
- El comentado Fond-ICO Global, que ha proporcionado un total de 1.200 millones de euros a través de su fondo de fondos públicos.

En esta fase de levantamiento de fondos, en el pasado año 2014 fueron 31 las SCR que llevaron a cabo la captación de fondos, dato superior al respectivo del año anterior en el que esta fase se llevó a cabo por 12 SCR menos. Diferenciando podemos destacar los siguientes:

- Sociedades que llevaron a cabo inversiones de mediano tamaño como Portobello Capital Fund II, Miura Fund II, Sherpa Capital Fund II, con capitales de 375, 200 y 100 millones de euros respectivamente.
- Destacan los primeros cierres de Proa Capital Iberian Buyout Fund II, Corpfin Capital Fund IV o Espiga Equity Fund, con importes de 250, 160 y 105 millones de euros respectivamente.
- Para la financiación de start ups también se cerraron varios vehículos como los de la gestora Caixa Capital Risc (Caixa Invierte Biomed II y Caixa Capital Micro II de 35 y 9 millones de euros cada uno), Cabiedes & Partners IV de 24 millones de euros, ICT III Spain de Axon también de 24 millones de euros, Energy Efficiency Fund I de Suma Capital de 20 millones de euros, Invierte Biotech II de Inveready de 17 millones de euros, Renertia Capital Renewable Hydraulic Energy de 6 millones de euros,
- Destacando los primeros cierres de Ysios Biofund II Invierte de 52 millones de euros y Inveready First Capital II de 12 millones de euros.

Si referenciamos la inversión al PIB, tenemos buenas noticias tanto para el levantamiento de fondos como para la captación de los mismos. Esta relación con el

PIB arroja datos positivos respecto al año 2013, ya que en el pasado 2014 a pesar de que el PIB aumentó respecto al anterior, los volúmenes de inversión de captación lo hicieron aún más. De esta forma, la inversión respecto al PIB el pasado año aumentó en nueve puntos porcentuales, representando un 0,33% del mismo. En relación a la captación de fondos esta relación se sitúa en el 0,47%, manifestando un aumento de 23 puntos porcentuales y acercándose a los niveles registrados en el año 2007.

Si atendemos al tipo de inversor, el perfil del FOND-ICO Global hace que el sector público adquiera gran protagonismo, frente a las entidades de carácter privado. Si nos fijamos en el origen de estos fondos, sabemos gracias a los estudios de ASCRI que el 22,5% del total de 1.822 millones de euros captados tuvo como procedencia el sector público, destacando el ya comentado FOND-ICO Global con 220 millones de euros en SCR españolas. En segundo lugar se sitúan los fondos de fondos que han captado un total del 19% de los recursos totales, seguido de cerca por los fondos de pensiones con un 18% y por último la proporción correspondiente a las empresas no financieras es del 15% únicamente.

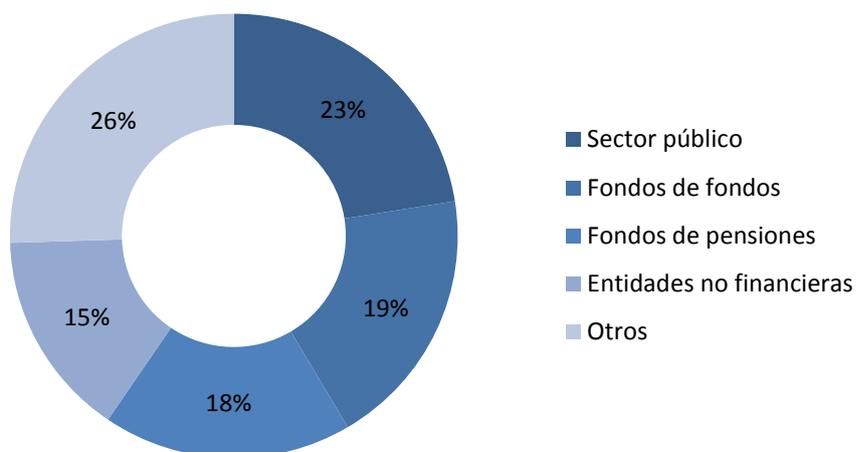


Gráfico 1. Levantamiento de fondos según origen. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015

Buscando cambios de tendencia, podemos observar que según el tipo de inversor de los FCR las entidades financieras pierden importancia respecto a hace diez años, cuando contaban con un 66% del total frente al pobre 8% actual. En detrimento de los anteriores adquieren importancia el mencionado sector público a través del FOND-ICO

Global como principal protagonista. Fijándonos en el resto de players del sector, los fondos de pensiones principalmente extranjeros, los pasados años no tenían prácticamente ningún protagonismo y recientemente están cobrando mayor importancia gracias a la ya mencionada mayor confianza en nuestro país. Sin embargo, los fondos de pensiones de origen español siguen teniendo muy poca importancia en este sector, al igual que en años anteriores.

Si hacemos un análisis según la procedencia geográfica del levantamiento de fondos llevada a cabo por las SCR, el papel de los inversores extranjeros sigue teniendo mucho peso contando con un 60% del total de recursos levantados. Dentro de ese 60% de los recursos levantados por inversores extranjeros estos se destinan geográficamente de la siguiente forma:

- Europa: 48% de los fondos totales.
- Estados Unidos: 8% de los fondos totales.
- Latinoamérica: 4% de los fondos totales.

Los inversores nacionales han perdido mucha importancia ya que en los años anteriores contaban con un peso de entre el 70 y el 90% del total y actualmente tan solo cuentan con un 40% del mismo.

Si atendemos a la fase de la empresa participada, observamos un cambio de tendencia interesante: En los pasados años la fase de la empresa que atraía una mayor inversión eran las correspondientes a las primeras fases, pero según los estudios referentes al pasado año esta tendencia ha cambiado y ahora son las empresas en fases maduras las que suscitan mayor interés en las SCR. Este cambio viene representado por los 1.155 millones de euros invertidos en este tipo de empresas, que representan un 64% del total.

Detrás de este tipo de empresas, las empresas en segundo lugar según popularidad son las que se encuentran en fase de crecimiento, con 324 millones de euros captados representando un 18% del total. Dentro de estas, un 7,8% del total fueron de empresas de carácter tecnológico y un 10% para empresas sin componente tecnológico.

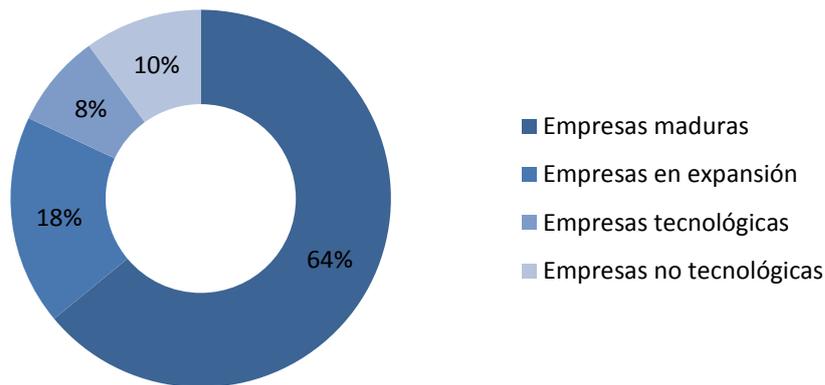


Gráfico 2. Levantamiento de fondos según la fase de la empresa participada. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015

Las fases que anteriormente tenían gran protagonismo, las de fases iniciales (start up), sumaron tan solo 160 millones de euros. Este tipo de empresas de esta forma representa tan solo el 9% del total, que es preocupantemente bajo, pero en términos absolutos es una cifra record para la época de crisis económica que acabamos de zanjar. Este dato nos da pie a esperar buenos resultados en este segmento de cara a los próximos años.

ii. Capitales totales gestionados

Después del anterior análisis de la fase de captación de fondos, el siguiente paso es la explicación de la fase de gestión de estos fondos levantados. El papel de las nuevas 24 SCR que se han formado en 2014 da impulso a este segmento y ha permitido finalizar el año 2014 con un total de 25.135 millones de euros gestionados. Esto supone un discreto aumento del 1,6% respecto al año 2013, y ha sido gracias a la aportación de: SCR internacionales que gestionaron un total de 11.620 millones de euros, las SCR nacionales privadas que han gestionado 10.875 millones de euros y las de carácter público que aportaron 2.642 millones de euros.

A raíz de esto, podemos decir que son los inversores extranjeros los que manejan la mayoría de los fondos. Dentro del total de fondos que gestionan, que alcanza los 25.134 millones de euros, el desglose por tipo de inversor dentro de ellos es del 63%

correspondiente a inversores extranjeros y detrás las instituciones financieras representan un 10%.

Si nos enfocamos en los recursos que han sido invertidos por entidades privadas españolas, los inversores internacionales son los que cuentan con mayor protagonismo y que además han visto como se ha visto aumentado en un 8% respecto al año anterior llegando al 39% del total, seguidos de instituciones financieras españolas que han visto reducida su importancia hasta el 20%, las entidades particulares de nuestro país son las que siguen con un 15% y por último las empresas no financieras con un 12%.

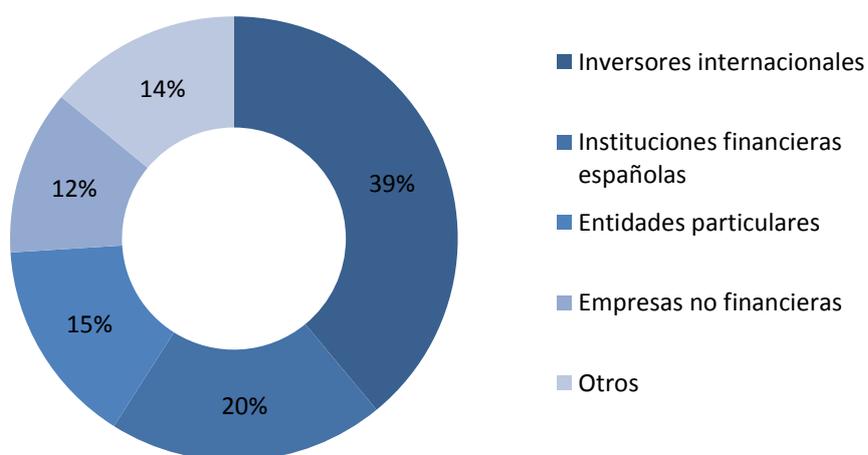


Gráfico 3. Recursos invertidos por SCR privadas españolas según tipo de inversor. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015

Al igual que en la fase de captación de fondos, los fondos de pensiones y seguros de nuestro país cuentan con poco peso y tan sólo alcanzan el 4% de forma conjunta. Sin embargo, su papel va adquiriendo mayor importancia ya que aunque se sitúe lejos de sus homólogos de otros países, en nuestro país su aportación está creciendo alcanzando los 300 millones de euros en 2014, siendo este el máximo de todos los tiempos.

Del total de 218 operadores de capital riesgo en nuestro país, 98 de estos son FCR internacionales y 103 son entidades nacionales privadas, de las cuales 34 son SCR y 69 son SGEGR. Respecto al sector público son 17 las entidades que lo forman y se agrupan en los organismos CDTI y ENISA, entidades con un largo historial y cuyo desempeño en los últimos años está cobrando aún más fuerza si cabe gracias a la concesión de préstamos blandos y participativos.

Las SGEGR concentran la mayoría del capital total gestionado, en torno al 93%, concretamente 23.330 millones de euros. Si dividimos el total gestionado entre el número de SGEGR obtenemos que cada una gestiona 134 millones de euros de media. Este dato es significativo si lo comparamos con los 40 millones que gestiona de media cada SCR.

Desde el punto de vista del tamaño de las SCR, las de gran tamaño predominan en nuestro país gracias a la aportación de las grandes SCR extranjeras. Del total de 218 entidades de capital riesgo que operan en nuestro país, 108 de ellas son grandes, 48 son de mediano tamaño y 62 son pequeñas, según los criterios anteriormente establecidos. Si nos centramos en el territorio nacional es bastante diferente ya que son las entidades pequeñas las más importantes con un 51% del total, seguida de las medianas con un 27% y por último las de gran tamaño con un 22%. El volumen medio gestionado por cada una de ellas es de 20 millones de euros las entidades de capital riesgo pequeñas, 103 millones de euros las de mediano tamaño y las grandes gestionan de media 340 millones de euros.

iii. Inversión

Respecto al periodo de inversión, se ha experimentado una notable mejora respecto a los resultados de años anteriores en esta fase. La inversión en nuestro país llegó a los 3.465 millones de euros, que frente a los 2.391 millones de euros del año anterior supone un importante aumento, concretamente del 46%. La distribución dentro del año 2014 sigue siendo, como en años anteriores, más importante en el segundo semestre que en el primero, dando motivos para pensar que los años venideros serán aún mejores.

El sector en España ha comenzado un cambio de tendencia, propiciado principalmente por la mejora económica global y el aumento en la confianza en nuestro país, personificándose en las aportaciones de inversores extranjeros. Son estos fondos internacionales los que el pasado año aportaron cerca del 80% del total invertido, siendo una de las mejores cifras de toda la historia en nuestro país. Estos fondos extranjeros adquieren mayor protagonismo en operaciones de gran tamaño, pero su inversión en empresas que se encuentran en fases iniciales de su ciclo de vida comienza a cobrar importancia, invirtiendo de forma conjunta con fondos nacionales especialistas en esas fases de crecimiento.

En nuestro país, las entidades de este sector de carácter privado reunieron un total de 495 millones invertidos, que representa siete puntos porcentuales menos que en el año anterior. Esta cantidad invertida se distribuyó en un total de 397 operaciones, que son seis operaciones por encima de las registradas el año anterior. Esta leve reducción es fruto de la escasez de fuentes para obtener los recursos necesarios, pero presumiblemente se verá corregida gracias a la gran cantidad de fondos captados el año pasado, como se ha comentado anteriormente.

Las entidades públicas por su lado reunieron una inversión de 233 millones de euros, que al contrario que las privadas supone un 8% más respecto al año anterior. También es diferente el crecimiento respecto al sector privado referente al número de operaciones, ya que en este caso se han visto reducidas a 117 suponiendo un 18% menos que en 2013.

Si nos enfocamos al tipo de operación, la mitad del volumen invertido es registrado por los buy outs. Este protagonismo de los buy outs viene dado principalmente por el aumento del flujo de crédito en nuestro país, además del mayor interés de los fondos extranjeros por este tipo de operaciones. Esto ha supuesto un aumento en el número de operaciones respecto a 2013, llegando a 20 operaciones en 2014 frente a las pasadas 13 operaciones realizadas.

Las operaciones con apalancamiento recogen un total de 1.746 millones de euros, que supone más de la mitad del total. Le sigue el capital invertido en fases de crecimiento con 940 millones de euros y una proporción del 27% del total. El papel de los fondos extranjeros nuevamente es destacable ya que han sumado 1.629 millones de euros, por el contrario los españoles han sumado tan solo 117 millones de euros, cantidad nada comparable.

Dentro de la inversión en fases de crecimiento no hay tanta diferencia ya que los fondos extranjeros sumaron 440 millones de euros frente a los 500 millones de euros invertidos por los fondos de origen español.

Respecto al número de operaciones en este segmento, las realizadas con procedencia nacional son más importantes que las internacionales suponiendo un 64% del total invertido.

Con ánimo de cambiar de enfoque, podemos fijarnos en las empresas receptoras de la inversión, es decir, las empresas participadas. Según el informe para el año 2014 de

ASCRI el sector que acumuló una mayor recepción de la inversión fue el del consumo. Es el sector de productos de consumo el que recoge la mayor proporción alcanzando un 22% de esta. El segundo sector que ha recibido mayor inversión ha sido el de productos y servicios industriales con un 14 % del total, seguido de ocio y hostelería con un 13% y por último el sector salud con un 12%.

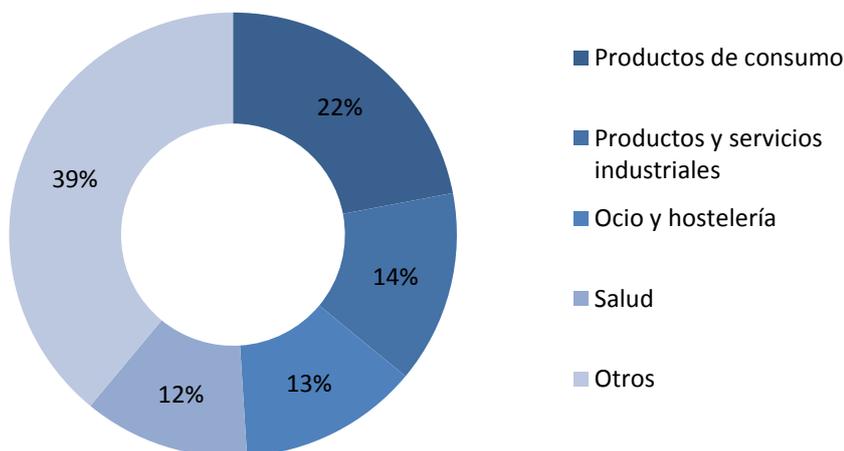


Gráfico 4. Inversión según sector de la participada por volumen de operación. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015

Las principales operaciones de estos sectores en el año 2014 han sido:

- Productos de consumo: Desigual, Deoleo, Petrocorner, La Sirena y Adveo.
- Productos y servicios industriales: Grupo Alfonso Gallardo, Savera, Aernnova e Industrias Doftz.
- Ocio y hostelería: Port Aventura y Telepizza.
- Salud: Grupo hospitalario Quirón, Geriatros y Lenítudes.

Por último, no podemos olvidar el sector tecnológico, que registró un volumen de inversión algo inferior al de los años anteriores, recibiendo 820 millones de euros, pero que según el número de operaciones realizadas sigue en la misma línea. Las operaciones más importantes de este sector han sido: Bq, Social Point, Second Handing, Terratest, Rotor; Scytíl y Aernnova.

Si enfocamos el enfoque sectorial según el número de operaciones, podemos obtener conclusiones bastante distintas. El sector que recibió un mayor número de operaciones

fue el de informática, reuniendo un 42% del total. En segundo lugar se encuentra el sector de productos y servicios industriales, como en el caso anterior, reuniendo un 11% del total de operaciones. En tercer y cuarto puesto se encuentran los sectores productos de consumo y biotecnología, con un 8% y 7% respectivamente del total de operaciones realizadas en 2014.

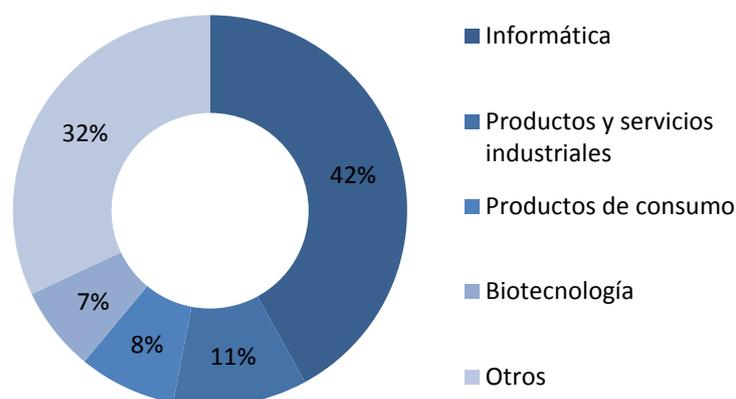


Gráfico 5. Inversión según sector de la participada por número de operaciones. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015

El hecho de que el tejido empresarial español esté formado en un 90% por pymes se ve claramente enfocado en el capital riesgo, ya que es el tipo de empresa que recibe la mayor parte de la inversión en nuestro país por parte del capital riesgo. De forma ilustrativa, sabemos que el total de operaciones llevadas a cabo en el año 2013 fue de 580, de las que 474 fueron dirigidas a pymes, una proporción escandalosamente alta. De estas operaciones 447 fueron llevadas a cabo por SCR de origen español, debido a que las SCR extranjeras se enfocan más hacia operaciones en empresas de gran tamaño.

El hecho de que sean pymes las que reciben la inversión marca también el volumen de esta, viéndose esto reflejado en que algo menos de la mitad de las operaciones llevadas a cabo eran de un volumen menor a 250.000 euros. El desglose por volumen de operación es el siguiente.

- Operaciones con volumen menor al millón de euros: 70% del total.
- Operaciones con volumen de entre uno y cinco millones de euros: 19% del total.
- Operaciones con volumen de entre cinco y diez millones de euros: 4% del total.

- Operaciones con volumen de entre 10 y 25 millones de euros: 4%.
- Operaciones con volumen de entre 25 y 100 millones de euros: 2%.
- Operaciones con volumen de más de cien millones de euros: 2%.

La referencia con el año 2007 que siempre es recurrente para comparar nos da buenos resultados en este caso, ya que la cantidad media invertida en cada participada fue de algo más de seis millones de euros en cada operación en el pasado año 2014, por encima de los seis millones de media registrados antes de la crisis económica. Cabe destacar el buen resultado de 2014 partiendo de una cifra mucho peor el año anterior, en el que se registró un volumen medio por operación de 4 millones de euros.

iv. Operaciones de tamaño mediano

Las inversiones de tamaño mediano, es decir las que se encuentran entre diez y cien millones de euros de recursos propios, han sufrido un importante repunte en este último año, en todos los sentidos.

Según el número de operaciones, las inversiones medianas han presentado mejores registros que en años anteriores con 33 completadas, un 73% más que en el año 2013. El volumen invertido en las inversiones de este tamaño supone un 20% del total invertido y habiendo sido en 2014 de 685 millones de euros frente a los 475 millones de euros del año anterior.

Las operaciones de este segmento han recibido el impulso de los fondos internacionales al igual que otros segmento, teniendo en este mayor relevancia ya que normalmente los fondos que tienen mayor protagonismo en este tipo de inversiones son los nacionales. La comparativa entre ambos es la siguiente:

- Fondos internacionales: En 2014 acumularon 15 operaciones, cifra muy superior a las únicamente dos operaciones realizadas el año anterior.
- Fondos nacionales: En el año 2014 realizaron 18 operaciones en total, frente a las 17 que hicieron el año anterior.

Después del abundante levantamiento de fondos realizado por fondos nacionales que ya se ha comentado con anterioridad, es previsible que este tipo de fondos incremente el número de operaciones en los próximos años.

El capital que se utiliza para el crecimiento de las empresas participadas es muy relevante en las operaciones de mediano tamaño, como queda evidenciado en la distribución de las operaciones de este tamaño según el tipo de inversión, que se muestra a continuación:

- Inversión de financiación de start up: Una operación.
- Inversión de financiación de expansión o crecimiento: Veinte operaciones.
- Inversión apalancada: Diez operaciones.
- Inversión de sustitución: Dos operaciones.

En esta distribución se aprecia lo comentado anteriormente, pero es importante compararlo con el año previo, destacando el auge de las operaciones de crecimiento que de nueve operaciones en 2013 se han incrementado a 20 en el año siguiente. Sin embargo este crecimiento no se aprecia en las operaciones apalancadas, ya que en el año 2013 se registraron siete operaciones y en el siguiente tan sólo tres operaciones más. La mejora de la coyuntura económica actual hace prever una mejora en los registros de operaciones apalancadas en este año 2015.

v. Operaciones de gran tamaño

En el segmento de grandes operaciones, aquellas de inversión superior a los cien millones de euros, los grandes fondos extranjeros son los principales protagonistas. Además, la notable mejora en la coyuntura económica de nuestro país en los últimos dos años ha cambiado la visión de nuestro país por parte de estos fondos.

Como en años anteriores, estos grandes fondos extranjeros han realizado la totalidad de las operaciones de este tamaño. Estas operaciones son once en total y fueron llevadas a cabo por ocho fondos, representando por volumen un 68% del total invertido por los 2.340 millones de euros que se han invertido. Estos fondos extranjeros han destinado un 84% de su inversión a operaciones de gran tamaño, repartiéndose el 16% restante en el resto de tamaños de operación. Las operaciones registradas por fondo y empresa participada fueron:

- Fondo CVC: Invirtió en Grupo Hospitalario Quirón y Deóleo.
- Fondo Eurazeo: Invirtió en Desigual.
- Fondo Cinven: Invirtió en Ufinet.

- Fondo KKR: Invirtió en Grupo Alfonso Gallardo, Port Aventura y Telepizza.
- Fondo Ardight Capital: Invirtió en Bizkaía Energía.
- Fondo Investindustrial: Invirtió en Goldcar.
- Fondo Alquemy: Invirtió en Endeka Ceramics.
- Fondo Partners Group: Invirtió en Savera.

Si buscamos la comparación con el año 2013 en el que se llevaron a cabo 46 operaciones, las operaciones llevadas a cabo por este tipo de fondos ha ido en aumento, principalmente por las razones anteriormente descritas, habiéndose realizado veinte operaciones más. Del total del año 2014, 47 operaciones fueron nuevas, siendo las restantes reinversiones en operaciones que ya se habían creado anteriormente. Es interesante también el hecho de que las empresas en crecimiento hayan supuesto más de la mitad de las inversiones, además las operaciones apalancadas han protagonizado un importante aumento respecto al año anterior, habiéndose realizado 16 frente a las seis anteriores.

La creciente confianza y mejora en la percepción de los inversores internacionales respecto a nuestro país, ha propiciado que de los 24 nuevos inversores en nuestro país en este sector, 21 sean fondos de este tipo. Estos fondos son de private equity y de venture capital también, siendo siete y catorce respectivamente.

La cartera de estos fondos extranjeros se distribuye de la siguiente forma, según el tipo de inversión:

- Buy outs: 80%.
- Crecimiento: 13%.
- Sustitución y otras: 7%.

Dentro de los otros tipos de inversión, se incluye el destinado a start-ups de venture capital, siendo destacable no por su volumen de inversión, que es minúsculo, pero sí por su importante desarrollo en el último año.

Si realizamos un nuevo enfoque según el sector de la empresa participada, obtenemos que los más representativos se distribuyen de la siguiente forma, según ASCRI: Un 24% está destinado al sector de otros servicios, un 13% está invertido en el sector comunicaciones, productos industriales y de consumo representan un 12% ambos,

hostelería y ocio un 11%, salud y recursos naturales un 8% ambos y por último el sector informática un 6%.

vi. Desinversiones

La salida de capital durante el pasado año ha sido la etapa de inversión que ha tenido mejores resultados, principalmente porque se partía de varios años de crisis en los que se realizaron muy pocas desinversiones. Durante los años siguientes al estallido de la crisis económica en nuestro país, el sector sufrió un frenazo importante debido a la escasez de financiación por parte de los bancos y la incertidumbre económica que redujo drásticamente el número de socios que quisieran invertir. Por esto, no se iniciaron nuevos procesos y los que ya estaban pendientes de cerrar se prorrogaron, con idea de esperar a que mejoraran los resultados y así obtener retornos mayores.

Hablando de números concretos del año 2014, las salidas de capital sumaron un total de 433 operaciones, suponiendo un 14% de crecimiento respecto al año anterior. En cuanto a volumen desinvertido, podemos hablar de un total de 4.770 millones de euros, que respecto al año 2013 supone un 179% más.

El papel de los fondos extranjeros en esta etapa también es destacable ya que también registró importantes mejoras respecto al año anterior, sumando 1.472 millones de euros representando un 35% de crecimiento, repartidos en 404 salidas de capital diferentes.

Las salidas de capital más importantes llevadas a cabo por estos fondos según ASCRI fueron las siguientes:

- Investindustrial en Portaventura e Inaer junto con KKR.
- Carlyle e Investindustrial en Applus+.
- Permira en eDreams.
- Bain en Atento.
- N+1 y Blackston en Mivisa.
- Santander en Ono-Auna.
- Doughty Hanson en Grupo Quirón.

Como se ha comentado en la parte teórica de salida de capital en este trabajo, son varios los métodos de desinversión que existen. A continuación se desglosan la

proporción y operaciones correspondientes a cada uno de los métodos utilizados por volumen de inversión, gracias a los datos proporcionados por ASCRI:

- Venta a terceros: Recoge un 60% de las operaciones e incluye operaciones como: Cunext Copper, Mivisa, Inaer, Everís, Huttons Collins, Derprosa, Másmovi, Garnica Plywood, Ono-Auna, Xanit Zena Group, Hofmann o Repasa.
- Salidas a Bolsa: Representa un 14% del total y por esta vía se colocaron operaciones como: App/us+ y eDreams/Odigeo
- Secondary Buy Out: Supusieron un 12% y recoge operaciones como: Grupo Quirón, Port Aventura y Café y Té.

Si tenemos en cuenta el número de operaciones en lugar del volumen, las proporciones cambian drásticamente, siendo la más importante la devolución de préstamos con más del 40% del total. En segundo lugar se sitúa la compra por parte de los propietarios anteriores con cercal del 20%, seguido por venta a terceros con un 16% y por último las minusvalías con un 15% que vieron como su número se redujo a prácticamente la mitad respecto al año anterior.

vii. Participadas en cartera actual

Actualmente el total de empresas participadas suman veinte mil millones de euros, repartidos en 2.134 empresas participadas por 141 SCR tanto españolas como extranjeras que tengan domicilio social en España, 77 SCR que participaron en estas empresas desde el extranjero y las restantes de SCR que ya no operan.

Respecto al año 2013 el total del valor de las participadas ha descendido por culpa de las grandes desinversiones explicadas en el punto anterior, que por supuesto han tenido un volumen mucho mayor que el invertido.

El desglose de la cartera según el tipo de activo es el siguiente:

- Acciones y participaciones: 89%
- Préstamos convertibles y participativos: 7%
- Préstamos ordinarios: 4%

También podemos analizar la cartera según el carácter público o privado del inversor siendo:

- SCR extranjeras: 53%

- SCR nacionales privadas: 34%
- SCR públicas 13%

Si atendemos al volumen medio de inversión según el coste, no hay grandes diferencias respecto a años anteriores, situándose cerca de nueve millones de euros o algo más si añadimos las inversiones de distintos FCR en una misma participada. En lo que si podemos encontrar diferencias es en lo invertido por SCR extranjeras frente a las nacionales privadas y las públicas, que muestran una media de 73 millones de euros, cinco y dos, respectivamente.

El periodo medio de inversión se encuentra en torno a los cinco años, habiéndose alargado durante los años de crisis por encima de los seis años con ánimo de esperar a retornos más atractivos, como se ha explicado anteriormente.

Respecto a la participación en el capital de las empresas en cartera por parte de lo FCR, la media está en torno al 40%, algo por debajo que el año anterior debido a las desinversiones ya comentadas en puntos anteriores. Utilizando esa proporción podemos decir que el total del capital de las empresas en cartera actualmente está en torno a 45 mil millones de euros. En cambio, si partimos de esta proporción podemos hacernos una idea de la comparativa entre lo que aportan las SCR y lo que aportan el resto de inversores, siendo este multiplicador de dos veces y media respecto a lo aportado por las SCR.

6. El papel de FOND-ICO Global

6.1 El Instituto de Crédito Oficial

i. Naturaleza

Según el informe anual correspondiente al año 2014 del Instituto de Crédito Oficial, publicado por el mismo organismo:

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) es una entidad pública empresarial adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaria de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, que tiene naturaleza jurídica de entidad de crédito, y consideración de Agencia Financiera del Estado, con personalidad jurídica, patrimonio y tesorería propios, así como autonomía de gestión para el cumplimiento de sus fines.

La institución fue fundada como Organismo Autónomo en el año 1971, cuya funcionalidad difería de la actual, pues en sus inicios coordinaba y controlaba la actividad de los diferentes bancos públicos existentes. En el año 1988 tras la aprobación de la Ley de Presupuestos Generales del Estado se convierte en una

Sociedad Estatal asumiendo la titularidad de la Banca Pública Oficial. La reforma de 1991 implicó la creación de un holding público por el cual fueron agrupados los diferentes bancos públicos formando La Corporación Bancaria de España, progresivamente privatizada. Con la reforma de la Banca Pública, el ICO asume así su actual actividad como Banco Público de Inversión y Agencia Financiera del Estado.

Es importante destacar que el ICO a pesar de ser una institución de carácter público, se financia a través de los mercados de capitales, tal y como lo hacen las entidades privadas, y no a través de los Presupuestos del Estado. Eso sí, es el Estado el encargado de dar garantías para las deudas que el organismo contraiga.

ii. Objetivos

Los objetivos del ICO se concentran en desarrollar actividades económicas que promuevan el crecimiento y mejoren la distribución de la riqueza en España para que sea de forma equitativa.

El ICO lleva a cabo su función a través de dos funciones interrelacionadas:

- Función de Agencia Financiera del Estado: Se encarga de financiar según las directrices marcadas por el Gobierno español las situaciones de crisis, desastres naturales y situaciones excepcionales similares. Además está encargado de la gestión de fondos para promover el desarrollo e internacionalización.
- Función de Entidad de Crédito Especializada: Esta función se divide a su vez en dos:
 - Líneas de mediación: El organismo se encarga de la financiación de autónomos y PYMES a través de la gestión de créditos y asumiendo el riesgo de estos, habiendo sido éstos concedidos por entidades privadas.
 - Financiación de grandes proyectos: Inversión en empresas españolas que se encuentren en nuestro país o en el extranjero, sean públicos o privados, asumiendo el riesgo inherente a estos.

iii. Participación en fondos

Como se ha comentado anteriormente, el ICO tiene como función proporcionar a PYMES españolas financiación a través de diferentes vías. Esto lo hace principalmente a través de Axis Participaciones Empresariales, entidad a través de la cual gestiona los fondos que invierte.

Axis gestiona fondos de capital riesgo que desde su creación se enfoca concretamente a empresas en etapa de expansión e invierte entre uno y quince millones de euros. Esta entidad gestiona el fondo de fondos FOND-ICO Global desde su creación en 2013, además del fondo FONDICO PYME y FONDICO Infraestructuras.

6.2 FOND-ICO Global

i. Naturaleza y objetivos

FOND-ICO Global es el primer fondo de fondos público de España, habiéndole sido adjudicados 1.200 millones de euros. Este fondo de fondos da respuesta a la necesidad existente en el sector capital riesgo de apoyo por parte del sector público. Este fondo de fondos proporciona alternativas a la financiación bancaria y forma parte del Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor aprobado por el Gobierno en 2013.

La principal función de este fondo de fondos es desarrollar la creación de fondos de capital riesgo privados que inviertan fundamentalmente en empresas de España. Esta entidad no tiene limitación en cuanto a las etapas de desarrollo de la empresa, pero si tiene limitación temporal de cuatro años. El objetivo impuesto es que invierta en por lo menos cuarenta fondos que cumplan las características anteriormente citadas, de forma que capten un total de cuatro mil millones de euros aproximadamente.

Hasta el final del pasado año 2014, se han llevado a cabo 23 inversiones en fondos de capital riesgo, habiéndose invertido más de 440 millones de euros en ese año. Se ha invertido en empresas en todas las fases de desarrollo:

- Empresas en deuda: Dos participaciones.
- Empresas start up: Dos participaciones.
- Empresas en venture capital: Nueve participaciones.
- Empresas en crecimiento: Diez participaciones.

Hasta el pasado año, FOND-ICO Global ha conseguido un total de casi dos mil millones de euros para empresas de España y una inversión total de casi 8.600 millones de euros.

ii. Fondos objetivo

FOND-ICO Global ha completado cuatro convocatorias y ha presentado la quinta en Junio de este año. Las convocatorias se realizan a través de un proceso de selección establecido, que está alineado con los principios de transparencia, igualdad, concurrencia y publicidad en la selección de los fondos de capital riesgo que van a recibir la inversión.

Estos compromisos deberán ser firmados por todos los inversores y AXIS puede solicitar a los inversores la información necesaria en cualquier momento del proceso de selección de cara a verificar que cumplen con los requisitos.

Los requisitos que los fondos deben cumplir para poder optar a la inversión se resumen en:

- Para fondos de venture capital: Deben invertir entre doscientos cincuenta mil y diez millones de euros en empresas no cotizadas que lleven operando menos de cinco años, registradas en la CNMV u otro organismo equivalente y que sean o vayan a ser constituidas en un país que sea miembro de la OCDE.
- Para los fondos de private equity: Las mismas condiciones que las anteriores pero deben invertir entre dos y cien millones de euros en empresas en empresas que lleven operando menos de tres años.
- Para los fondos de deuda: Las mismas condiciones pero inviertan mayoritariamente hasta 75 millones de euros en PYMES. Además, no pueden pertenecer al sector inmobiliario ni financiero, deben tener entidades de inversión con un número de partícipes fijo y periodos bien definidos.
- Para los fondos start up: Las mismas condiciones pero deben invertir hasta medio millón de euros que lleven operando menos de dos años.

En general para todas las clases de fondos:

- Que los que hayan invertido no tengan una antigüedad mayor a dos años desde que se autorizaran.
- Que el capital de la participada sea privado en su totalidad.
- Que por lo menos la mitad del fondo invierta en empresas de origen español o desarrollen su actividad en España.
- Que se detallen los compromisos de inversión de al menos una quinta parte de las participadas del fondo.
- Que se comprometan por lo menos tres inversores además de la del propio FOND-ICO Global, que deben ser independientes al equipo gestor del fondo, ni ser inversores instituciones, ni tener compromiso de más de un millón de euros.

iii. Convocatorias

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

Para ello, se realiza un proceso de selección en el que prima la transparencia, siendo los términos y condiciones necesarios conocidos por todas las SGEGR de antemano. Esta selección está centrada en la identificación de aquellos fondos que obtengan mejor rating en cada uno de los criterios establecidos.

La primera convocatoria no tuvo tanto éxito, habiéndose captado 685 millones de euros. La tendencia fue marcada en la segunda convocatoria en la que se movieron 3.785 millones de euros. De estos 3.785 millones de euros tan sólo un 18% se invertirán en nuestro país. Del total de 3.785 millones de euros el ICO solo ha aportado 248 millones de euros ya que el organismo no es inversor mayoritario.

En esta segunda convocatoria el ICO ha asignado a un total de ocho SGEGR, que cumplen el requisito de tener al menos parte de su inversión o algún fondo en España. Estas ocho entidades gestionan cuatro fondos de venture capital y cuatro de private

equity y según su nacionalidad también se reparten de esa forma, siendo cuatro nacionales y cuatro extranjeras.

Los fondos seleccionados son:

- Venture capital: Axon Capital e Inversiones, Caixa Capital Risc, Forbion III Management y Seaya Capital Gestión.
- Private Equity: Espiga Equity Partners, Oquendo Management, PAI Partners y Trilantic Capital Partners.

El importe repartido entre los dos tipos de fondos anteriormente mencionados son 57 millones de euros para los de venture capital y 191 millones de euros para los de private equity.

Entre las dos primeras convocatorias se han invertido un total de 1.325 millones de euros, importe tres veces mayor al total captado por todo el sector en nuestro país en el año 2012.

La tercera convocatoria se realizó en Julio del año siguiente y alzó 1.994 millones de euros, de los que el ICO aportó 194 millones de euros. En esta convocatoria cambió la estructura de distribución, seleccionándose dos fondos de deuda, dos de start ups, dos de venture capital y por último dos más de private equity. Los fondos seleccionados son:

- Fondos de deuda: Alteralia management S.à.r.l (N+1) y BTC Investments 2012 S.À.R.L (AMTREA).
- Fondos Start up: Clave Mayor SGEGR SA y Suanfarma biotech SGEGR SA.
- Fondos de Venture Capital: Cabiedes & partners IV SCR SA e Inveready asset management SGEGR SA.
- Fondos de Private Equity: Bridgepoint Advisers ltd, Mch private equity investments SGEGR SAU y Talde gestión SGEGR SA.

La cuarta convocatoria se realizó en noviembre del pasado año 2014 y se comprometieron 756 millones de euros, de los cuales 573 millones de euros se invirtió en nuestro país. De este importe el ICO aportó 123,5 millones de euros.

Las gestoras seleccionadas han sido las siguientes:

- En la categoría de Private Equity: GED Iberian Private Equity S.A.U., SGEIC y Magnum Capital Management S.à.r.l.
- En la categoría de Venture Capital: Bullnet Gestión SGECR, S.A. y Nereo Greencapital Lux Partners, S.à.r.l.
- En la categoría de Fondos de Start Up: Caixa Capital Risc SGECR, S.A. y Financiere Sextant, S.A.R.L.

Los fondos de Private Equity recibirán 75 millones de euros, los de venture capital recibirán 35 millones de euros y por último los de start up recibirán los restantes 13 millones de euros.

Los tipos de fondos seleccionados para esta convocatoria han sido dos fondos de Start up, dos de venture capital y dos de private equity.

En todas las convocatorias desde su creación, el FOND ICO Global ha invertido un total de 755 millones de euros. Pero el dato más importante son los 2.567 millones de euros que han invertido los 29 fondos seleccionados. En la siguiente tabla se detallan los importes invertidos desglosados en cada convocatoria, incluidos los importes totales.

Convocatoria	Fondo Objetivo (M€)	Volumen objetivo inversión en España (M€)	Compromiso FOND-ICO Global Max. (M€)
Primera Convocatoria	685	660	189
Segunda Convocatoria	3.785	665	248
Tercera Convocatoria	4.125	669	194
Cuarta Convocatoria	756	573	124
Total	9.351	2.567	755

Tabla 1 Convocatorias del FOND-ICO Global. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe de la cuarta convocatoria de FOND-ICO Global

Después de estas convocatorias, se puede concluir que el FOND ICO Global ha tenido un impacto muy positivo en el sector del capital riesgo. Este impacto coincide, no por casualidad, con el cambio positivo experimentado en el pasado año 2014 del sector, especialmente en el proceso de alzamiento de fondos. El FOND ICO Global ha contribuido muy positivamente en concreto en esta fase, por lo que el cambio de tendencia experimentado el pasado año podemos decir que tiene al FOND ICO Global como protagonista.

La próxima convocatoria fue anunciada el pasado día 17 de junio y se fijó que serían seleccionadas un total de seis entidades, distribuidas en los siguientes tres tipos de fondos:

- Start Up: Dos fondos.
- Venture Capital: Dos fondos.
- Private Equity: Dos fondos.

Como la presentación de los fondos se realizará en septiembre, no sabemos cuáles han sido los fondos seleccionados. Lo que sí se sabe es que el ICO propiamente invertirá 154 millones de euros.

7. Conclusiones

El capital riesgo es una forma de inversión consistente en la participación de sociedades en empresas no pertenecientes al sector financiero ni inmobiliario, y que no cotizan, con idea de estimular su desarrollo, participando en su gestión de forma que, pasados unos años puedan vender su participación, obteniendo un retorno.

En relación al capital riesgo en nuestro país, después de la crisis económica, de la que este sector tampoco se pudo salvar, se ha iniciado una nueva tendencia de crecimiento económico, estando este sector también en ella. Las fases clave del capital riesgo, como son el levantamiento de fondos, el periodo en el que se lleva a cabo la inversión y la posterior salida de la inversión, dan muestras de la reactivación del sector. Después de finalizar el año 2014 y teniendo los datos relativos a ese año, podemos confirmar que hay un cambio de tendencia positivo y que este cambio se mantendrá de cara a este año, en el que las operaciones que se han llevado a cabo lo confirman.

En relación al desarrollo del sector en el año 2014, los datos de levantamiento de fondos son muy destacables, ya que se captaron 4.801 millones de euros, siendo el 57% de estos nuevos fondos procedentes de fondos internacionales, el 38% fueron levantados por entidades privadas españolas y la cantidad restante, un 5%, por entidades de carácter público. El levantamiento de fondos ha adquirido protagonismo gracias al FOND-ICO Global y las convocatorias que ha llevado a cabo, también al dato muy positivo de desinversiones realizadas y al apoyo de los inversores internacionales.

La recuperación del capital riesgo viene también evidenciada, entre otros factores, por el volumen de inversión que se haya realizado. Este dato relativo al pasado año, nos confirma lo comentado, ya que se han llegado a niveles de volumen de inversión alcanzados antes de 2008, habiéndose superado los tres mil millones de euros invertidos. Dentro del análisis del año 2014 es destacable que los mejores números correspondan con el último trimestre del año, dando buenas señales para el análisis del ejercicio en el que nos encontramos.

La etapa de desinversión o salida de la inversión es muy relevante y el pasado año se alcanzó un volumen record de 4.770 millones de euros invertidos, suponiendo un 280% más que el pasado año, repartiéndose en un total de 433 operaciones. Esto supone que los inversores tendrán más recursos este año, por lo que el volumen de inversión será mayor.

Para el sector del capital riesgo, este año 2015 ha recogido grandes esperanzas. Estas buenas previsiones pasadas vinieron fundadas por la expectativa de buenas cifras

levantamiento de fondos gracias al apoyo del Fond-ICO Global, que mantendrá su fuerza inversora a través de por lo menos tres nuevos alzamientos en este año. Además, se mantiene el interés de inversores extranjeros en nuestro país.

El papel del FOND-ICO Global es clave, por lo que es importante enfocar la atención en él. El FOND-ICO Global es el primer fondo público español de capital riesgo que financia fondos de capital riesgo privado, con el objeto de que los mismos inviertan directamente en empresas principalmente españolas en cualquier fase de desarrollo. AXIS participaciones Empresariales es la SGEER que ha impulsado FOND-ICO Global y el Instituto de Crédito Oficial es el propietario de ésta.

Este fondo de fondos ha realizado cuatro convocatorias y acaba de presentar la quinta. En cada convocatoria, en función de unos criterios de selección establecidos, se seleccionan los fondos en los que se invertirá. El objetivo del fondo es participar en aproximadamente 40 fondos de capital riesgo en el plazo de cuatro años, movilizándose un total de 5.000 millones de euros. En las primeras cuatro convocatorias se han invertido un total de 2.567 millones de euros en España a través de los fondos que ha financiado Fond-ICO, aunque este fondo de fondos sólo ha invertido 755 millones de euros, siendo más importante su labor de atracción de otros inversores.

El carácter público de este fondo de fondos es relevante, ya que antes de su creación, el sector del capital riesgo evidenciaba una necesidad de apoyo por parte del sector público. Habiéndose realizado ya cuatro convocatorias, es buen momento para confirmar el gran impacto positivo que ha tenido y tiene FOND-ICO Global en el capital riesgo y en el desarrollo de la economía en nuestro país.

El desempeño del organismo marca un antes y un después en la relación entre lo público y lo privado en el sector capital riesgo, siendo un precedente para el sector, marcando claramente una tendencia muy positiva de cara al futuro en el que sin duda el papel de este organismo seguirá siendo muy relevante.

8. Bibliografía

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

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2015) *“Informe Anual del Capital Riesgo 2015”*

BALBOA RAMÓN, M. Y J. MARTÍ PELLÓN (2003) "Characterisation of the Reputation of Private Equity Managers: Evidence in Spain". *XI Foro de Finanzas AEFIN* : 1-32.

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

Centre for Management Buy-out Research (CMBOR), y EVCA (2014) *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe*. European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), United Kingdom.

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE AXIS (2012) *“Código de Conducta de AXIS Participaciones Empresariales SGECR, S.A.U”* *en línea+ axispart.com, <<http://www.axispart.com/wp-content/uploads/2011/pdf/Codigo.pdf>> [23.05.15]
Instituto de Crédito Oficial (ICO) 2014 *“Informe Annual 2014”*

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

GADEA MOYA, M.J. (2014) *“Caracterización del capital riesgo. Impacto del FOND-ICO Global”*

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

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

KPMG ESPAÑA (2013) "Perspectivas del Capital Riesgo en España" en línea kmpg.org, <<http://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadyNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documents/Private-Equity-Survey-2013.pdf>> [23.06.15]

MARTÍ PELLÓN, J., Y M. BALBOA RAMÓN (2004) "Impacto de la Demanda y la Liquidez sobre la Captación de Nuevos Fondos de Capital Riesgo en Europa". Revista Española de Financiación y Contabilidad, 122: en imprenta.

MARTÍ PELLÓN, J., M. SALAS DE LA HERA Y A. ALFÉREZ (2003) "Capital Riesgo & Private Equity en España - Informe 2003." 44 pág. Madrid: ASCRI.

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

9. Anexos

9.1 Gráficos

Gráfico 6. Levantamiento de fondos según origen. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015 Pág. 20

Gráfico 7. Levantamiento de fondos según la fase de la empresa participada. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015 Pág. 22

Gráfico 8. Recursos invertidos por SCR privadas españolas según tipo de inversor. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015 Pág. 23

Gráfico 9. Inversión según sector de la participada por volumen de operación. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015 Pág.26

Gráfico 10. Inversión según sector de la participada por número de operaciones. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual ASCRI 2015 Pág.27

9.2 Tablas

Tabla 2. Convocatorias del FOND-ICO Global. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe de la cuarta convocatoria de FOND-ICO Global Pág.49