



ICAUICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

IMPACTO DEL CAPITAL RIESGO

Autor: Marta Berrio Bonilla

Director: Fernando Hernández Sobrino

Madrid

Julio 2015

INDICE

I.	<i>ABSTRACT</i>	4
II.	<i>OBJETIVO</i>	5
1	INTRODUCCIÓN	6
2	ANTECEDENTES DEL CAPITAL RIESGO	8
3	DESCRIPCION DEL CAPITAL RIESGO.....	9
3.1	Definición.....	9
3.2	Entidades de Capital Riesgo	10
3.3	Venture Capital vs Private Equity	10
3.4	Órgano de Representación de Sociedades Capital Riesgo	12
3.5	Diferencias entre Capital Riesgo y Financiación Bancaria	14
3.6	Capital Riesgo vs Business Angels.....	14
4	TIPOS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO	17
4.1	Entidades Capital Riesgo Según su Forma Jurídica.....	17
4.2	Entidades De Capital Riesgo Según Su Naturaleza	18
5	RÉGIMEN DE INVERSIONES	19
5.1	Coficiente Obligatorio de Inversión.....	19
5.2	Inversión en ECR.....	20
5.3	Coficiente de Libre Disposición	20
6	FASES DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO	21
7	TIPOS DE INVERSIÓN	26
8	FISCALIDAD CAPITAL RIESGO	28
9	EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS	30
9.1	Evolución Según la Fase de Actividad.....	32
9.2	Evolución Según Fase de Desarrollo.....	38
9.3	Tipos de Entidades de Capital Riesgo en España.....	38
9.4	Inversiones Por Tamaño de la Operación.....	39
10	IMPACTO DEL CAPITAL RIESGO	43
10.1	Impacto en el Crecimiento de las Compañías	43
10.2	Impacto en la Creación de Empleo.....	46
10.3	Impacto en la Inversión Empresarial	47
10.4	Impacto en la Innovación	48
10.5	Impacto en la Internacionalización	49

10.6 Impacto en el Fracaso Empresarial	49
11 EL CAPITAL RIESGO EN LOS DIFERENTES SECTORES	52
11.1 Principales Inversiones de Capital Riesgo Por Sector.....	52
12 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA FINANCIACIÓN CON CAPITAL RIESGO	59
13 CONCLUSIONES	61
13.1 Impacto del Capital Riesgo en la Empresa	61
13.2 Impacto del Capital Riesgo en los Sectores	62
III. BIBLIOGRAFÍA	64
IV. TABLAS	72
V. GRÁFICOS.....	73

I. *ABSTRACT*

In the present work it has been carried out the study of Venture Capital and Private Equity in depth. The main reason why this study is carried out, is to know a form of financing that has been acquiring greater importance in Spain throughout time as well as observing the evolution that has had at the time, how it influences on Spanish companies and which areas you can see a greater degree of participation of Venture Capital and Private Equity.

Also, this work can highlight its research character, based on historical information, as well as numerous extracts from financial newspapers in which it has been possible to observe the situation of Venture Capital and Private Equity in Spain, and how this affects the Spanish companies.

To make this work, it has begun studying the main characteristics of Venture Capital and Private Equity and differences with other sources of funding. Once already known this term in depth, has been passed to a study of the evolution that has suffered the Venture Capital and Private Equity in Spain, considering how it has behaved during the financial economic crisis, what has been the evolution of Venture Capital and Private Equity depending on their stage of activity and how it has evolved according to the stage of development.

Then, it has gone to study how this form of financing influences on business, if it is able to generate growth, employment, internationalization, among others. In this way, it is possible to get a conclusion about whether it is good option or not this type of financing.

Finally, it has analyzed sectors where it is more influential the Venture Capital and Private Equity, and those expected to have a major development next years.

In conclusion, it can be noted that while Venture Capital and Private Equity is less developed than in other countries, it is acquiring greater importance; however, the financial crisis in which we have been immersed has led to a decline in the activities undertaken by Venture Capital and Private Equity. Also, but always with some exceptions, Venture Capital and Private Equity has a positively influence in the growth of a company, in the potential to create new jobs, to invest in more assets than a company that is not supported by Venture Capital and Private Equity, to develop its internationalization, etc. Regarding sectors, although each differs from the previous years as a result of the volume of operations carried out , we can say that there are three sectors with high growth prospects, such as the IT sector, the Health and Tourist sector.

II. *OBJETIVO*

El trabajo expuesto tiene como finalidad estudiar la evolución que ha tenido el Capital Riesgo en los últimos años, y la repercusión que tiene este tipo de financiación sobre diversas variables. Las variables elegidas para el análisis son el crecimiento de una compañía una vez está participada por Capital Riesgo, si esta forma de financiación es capaz de generar o no empleo en las sociedades demandantes de fondos, si la sociedad participada tiene más facilidades que una no respaldada por Capital Riesgo a la hora tanto de realizar inversiones como de salir al extranjero, y por último se analizará cómo ha influido en los diversos sectores (cuales son los más expuestos a este tipo de financiación, si ha generado ventajas o inconvenientes en el sector, etc.).

Para realizar este estudio, se ha comenzado haciendo un análisis en profundidad a esta forma de financiación, comenzado por los antecedentes del Capital Riesgo (cuándo, cómo y dónde surgió), definiciones sobre Capital Riesgo, qué es una entidad de Capital Riesgo y la comparación de la financiación a través de Capital Riesgo con otras formas de financiación, como son la financiación bancaria y los Business Angels.

Ya entendido el concepto de Capital riesgo, se prosigue con el estudio en profundidad del mismo, formas jurídicas de las Entidades de Capital Riesgo, régimen de inversiones, fases de actividad, régimen fiscal de este tipo de entidades, entre otras.

Una vez aclarado todo lo referente a los términos en los que se desarrolla el presente proyecto, se analiza el impacto que esta forma de financiación ha tenido y tiene sobre diversas variables, observando como la mayoría de noticias e informes sobre Capital Riesgo apoyan que esta financiación ha contribuido en la generación de empleo, crecimiento de las compañías intervenidas, incremento en las inversiones que realiza una compañía, mayores posibilidades de internacionalización, etc.

1 INTRODUCCIÓN

Las empresas de reciente creación no son el objetivo principal de las entidades financieras, por lo que tienen que acudir a otras formas de financiación.

A menudo, las nuevas empresas, o empresas que aún no cuentan con una trayectoria empresarial consolidada, se enfrentan a diversos problemas a la hora de encontrar financiación. Si a este hecho se le une la reciente crisis económica - financiera en la que ha estado inmersa España, se observa que la financiación se ha reducido aún más.

Y la pregunta a hacerse quizás sea, ¿Por qué una empresa de reciente creación tiene tantos obstáculos a la hora de financiarse?

La respuesta es bien sencilla. Para la concesión de créditos, las entidades financieras se aseguran de que la compañía que los solicita sea una compañía con una serie de garantías, es decir, que sea una empresa con trayectoria profesional para que de esta manera se pueda estudiar su evolución a lo largo del tiempo. De este modo, la entidad financiera asume un menor riesgo al valorar la solvencia de la empresa solicitante de activo.

Ahora bien, el principal problema de una empresa con una corta o nula trayectoria, es la imposibilidad de aportar las garantías requeridas por dichas entidades, ya que, o bien no han comenzado con su actividad principal por no disponer de los fondos mínimos para hacerlo, se encuentran en las primeras fases de la actividad siendo aún sus cash flows negativos e, incluso, son compañías que pueden encontrarse en una situación no muy favorable, como por ejemplo con un alto grado de apalancamiento. Dichos sucesos son los que motivan a empresas no respaldadas por entidades financieras a solicitar la intervención de una Entidad de Capital Riesgo.

Las Entidades de Capital Riesgo (ECR) se encargan de proporcionar financiación principalmente a empresas jóvenes pero con altas expectativas de crecimiento y desarrollo. El objetivo de dichas entidades no es únicamente la aportación de financiación, sino que además generan valor en las compañías debido a la participación activa en la gestión de las mismas, contribución con la experiencia de los profesionales involucrados en la operación y, en muchas ocasiones, la disposición de contactos, activo muy valioso para compañías de reciente creación.

Si bien el Capital Riesgo se desarrolló en España con más retraso que en el resto de países, actualmente está alcanzando un papel protagonista, sin olvidar que en comparación con otros países, como es el caso de Estados Unidos, se encuentra mucho menos desarrollado.

2 ANTECEDENTES DEL CAPITAL RIESGO

Al igual que sucede en diversos ámbitos financieros, es necesario fijarse en la economía estadounidense para poder llegar al origen de las actividades de capital riesgo.

Se considera que las primeras manifestaciones de Capital Riesgo en EEUU datan de la década de los años 50 y 60. Es en esa época cuando pueden identificarse las primeras inversiones en Capital Riesgo en el sentido amplio de la palabra, es decir, cuando se comienzan a realizar inversiones en empresas que se encuentran en su fase inicial del ciclo de vida. En esa época las inversiones no se realizaban por empresas privadas como hoy en día, sino que eran las familias con gran poder adquisitivo las encargadas de llevar a cabo este tipo de inversiones.

Entre las décadas de los años 70 y 80 se produce un gran crecimiento de sociedades de Capital Riesgo, y es ahí cuando comienzan a originarse las primeras sociedades de Capital-Riesgo privadas.

En el caso de España, si bien existen ciertas semejanzas con el caso norteamericano, se deben mencionar las principales diferencias existentes.

- En España se comienza a hablar de Capital Riesgo alrededor de los años 70, con el origen de sociedades de carácter regional, que contaban con gran poder de innovación.
- Al igual que en el caso de la economía norteamericana, las primeras compañías de Capital Riesgo no fueron del ámbito privado, sin embargo, como se comentaba con anterioridad, en EEUU los orígenes fueron familias con gran poder adquisitivo, mientras que en España las primeras compañías fueron del sector público.

La pionera en España fue la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia *SODIGA*. En el año 1972 surgen las sociedades de capital riesgo de las Comunidades Autónomas *SCRICA* participadas principalmente por el sector público.

Y no es hasta el año 1986 cuando surge la Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo -ASCRI- y con ella un gran número de sociedades de Capital Riesgo privadas.

3 DESCRIPCIÓN DEL CAPITAL RIESGO

3.1 Definición

Se puede entender el capital riesgo como una forma de financiación empresarial alternativa al crédito bancario. Esta forma de financiación está dirigida principalmente a pequeñas y medianas empresas que se encuentran en fase de creación o expansión.

Mediante la aportación de capital, la sociedad inversora adquiere posiciones en la compañía. Las sociedades receptoras de esta financiación son consideradas como sociedades con un nivel de riesgo significativo, es por este motivo por el cual tienen dificultad en lograr financiación a través de un medio más común como puede ser un crédito bancario.

En determinadas ocasiones la sociedad inversora, además de financiar a la compañía, también puede participar en la administración e, incluso, asesoramiento de la misma.

El Capital Riesgo es fuente de financiación para todas las etapas del desarrollo de una empresa. Se comienza por la fase en la cual se desarrolla la idea sobre el negocio, donde el capital semilla es fundamental, continuando con las primeras etapas de la actividad productiva, seguido de la expansión y el crecimiento donde la financiación puede permitir un incremento en la competitividad de la compañía, e incluso en el momento en el que la empresa ya está consolidada y la financiación puede ser necesaria por diversos motivos como, por ejemplo, la salida a bolsa o la venta de la misma.

Tras una primera introducción a la definición de capital riesgo, se van a aportar algunas definiciones más concretas. Existen diversas definiciones sobre lo que se considera Capital-Riesgo en nuestro país:

La **Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI)** define el capital riesgo como “la toma de participaciones, con carácter general y generalmente minoritaria, en el capital de empresas no cotizadas en Bolsa”. (ASCRI, 2009)

Atendiendo a la legislación española, el Texto Refundido de la **Ley de Sociedades de Capital Riesgo** (Real Decreto Legislativo 22/2014, de 12 Noviembre de 2014) se define Capital Riesgo como “aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de

forma directa o indirecta a empresas, las cuales maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores”. (Ley 22/2014, Capital Riesgo, BOE)

Por último, se incluye la definición que aporta el catedrático de economía **Andrés Santiago Suárez Suárez** en la que define capital riesgo como “Capital invertido en proyectos nuevos e innovadores que comportan un riesgo superior al normal, cuya financiación no se obtiene haciendo uso de los canales normales establecidos por el sistema financiero” (Suárez Suárez, 1992)

3.2 Entidades de Capital Riesgo

Según el Real Decreto Legislativo 22/2014 (Ley 22/2014, Capital Riesgo, BOE), se entiende por Entidades de Capital Riesgo, de aquí en adelante ECR:

“Aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos. “Las Entidades de Capital Riesgo serán gestionadas por sociedades gestoras autorizadas conforme a lo dispuesto en la Ley”.

Las ECR pueden adoptar la forma jurídica de Sociedades de Capital Riesgo (SCR) o de fondos de Capital Riesgo (FCR). Más adelante se estudiarán las principales características de las diferentes formas jurídicas.

3.3 Venture Capital vs Private Equity

En los países anglosajones se hace una diferencia entre Venture Capital y Private Equity, mientras que en España se les conoce a ambos como Capital Riesgo. Las principales diferencias entre estos dos conceptos son la cantidad a invertir y la fase del ciclo de vida en el que se encuentra la compañía en el momento que solicita dicha financiación.

Se denomina **Venture Capital** a la inversión que es destinada a empresas que se encuentran en las primeras fases de su desarrollo, mientras que **Private Equity** hace referencia a inversiones en empresas ya maduras, es decir, que cuentan con una trayectoria empresarial consolidada.

Para dar más profundidad se van a detallar las características de cada una de ellas:

En el caso de **Venture Capital**, el inversor proporciona una financiación estable a empresas de reciente creación o en fase de desarrollo. En esta etapa el capital riesgo apoya el nacimiento y crecimiento de empresas con carácter innovador.

Por otra parte, el **Private Equity** está dirigido a compañías que ya cuentan con una trayectoria empresarial afianzada y que se plantean un cambio en el accionariado, una salida a bolsa y/o la adquisición de una empresa, entre otras.

Esta aportación de capital por parte de una sociedad Capital Riesgo no supone únicamente una ventaja en la financiación de la empresa, sino que aporta mayor valor añadido a la compañía, ya que estas entidades, en la mayoría de ocasiones, comienzan a formar parte de la gestión de la compañía y, por tanto, aportan conocimientos y experiencia, entre otras características.

A continuación se expone un breve resumen de las principales características de Venture Capital y Private Equity:

	Venture Capital	Private Equity
Fase de la compañía	Principalmente en Startups. También en fase semilla, puesta en marcha, expansión.	Apalancamiento, sustitución.
Sector de la compañía	Tecnología y comunicaciones principalmente.	Bienes de consumo, industria.
Tamaño de la inversión	Inferior a 10 millones de euros	Superior a 10 millones de euros.
Periodo medio de tiempo de la inversión	Aproximadamente entre 2 y 5 años.	Entre 3 y 7 años.

Tabla 1: Principales diferencias entre Venture Capital y Private Equity
Fuente: Mergersandacquisitions.

3.4 Órgano de Representación de Sociedades Capital Riesgo

La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), es una sociedad sin ánimo de lucro, nace en el año 1986 siendo, a día de hoy, el organismo que representa a la industria del Venture Capital & Private Equity ante el Gobierno, instituciones, inversores, etc.

La Asociación es la patronal del sector y, como tal, realiza una labor de lobby ante la Administración y las instituciones españolas y europeas, promueve la creación de nuevas leyes para la mejora del marco regulatorio del sector del Capital Riesgo en España y fomenta un mejor conocimiento del sector frente a inversores institucionales, organismos públicos, emprendedores y medios de comunicación. Asimismo, ASCRI se encarga de emitir comunicaciones de forma regular, proporcionando estadísticas de la evolución que tiene el sector a lo largo del tiempo.

Agrupar a casi 100 firmas nacionales e internacionales de Venture Capital y Private Equity, así como a más de 50 proveedores de servicios. Esta asociación está administrada y gestionada por una Junta Directiva de doce miembros.

Esta Junta se renueva cada año, saliendo de ella un porcentaje de los socios que más antigüedad tienen. (ASCRI, 2015)

A continuación se muestra el organigrama que muestra la organización actual del equipo de trabajo de ASCRI:

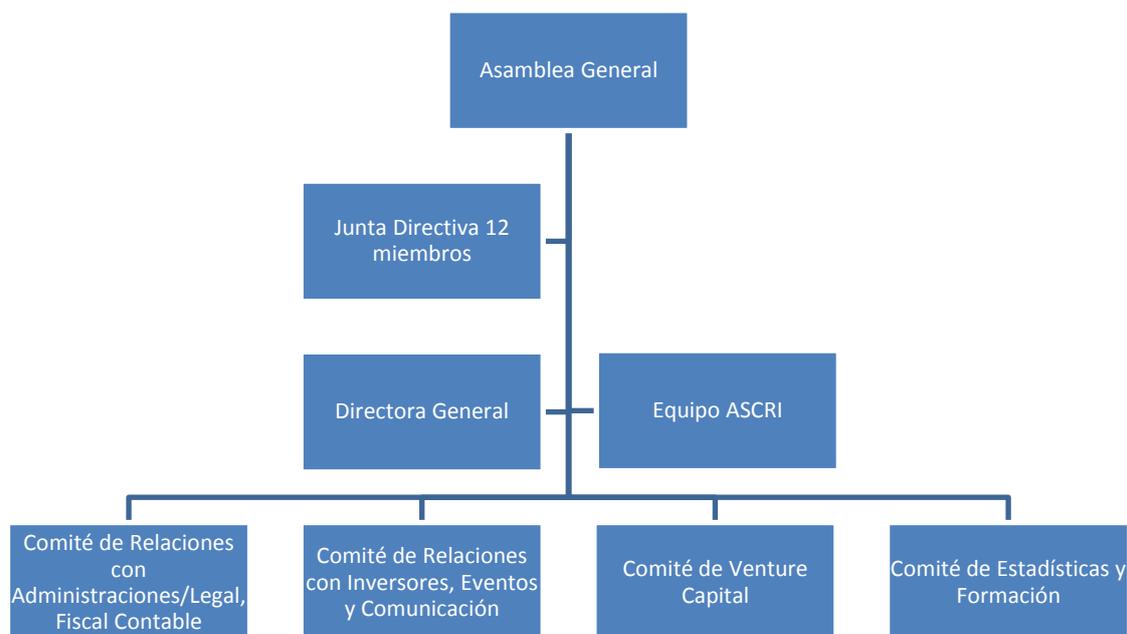


Tabla 2: Organización del Equipo de Trabajo en ASCRI
Fuente: ASCRI.

A principios del año 2015, ASCRI integra a 95 socios de pleno derecho, que representan aproximadamente el 90% de la actividad de capital riesgo existente en España, y 44 socios adheridos.

Los miembros de pleno derecho son las sociedades u organismos cuya actividad y objeto social consiste en la financiación de proyectos empresariales de pequeñas, medianas y grandes empresas mediante participaciones temporales en su capital social.

Los miembros adheridos por su parte, son personas físicas, sociedades, entidades u organismos que, sin realizar la actividad anteriormente citada, pueden contribuir al desarrollo del capital riesgo en España ofreciendo servicios al sector de Capital Riesgo. En este apartado se incluyen: bancos, despachos de abogados, consultores y asesores empresariales, universidades, escuelas de negocio, firmas de auditoría, intermediarios financieros, etc. (ASCRI, 2015).

3.5 Diferencias entre Capital Riesgo y Financiación Bancaria

Es importante conocer las diferencias existentes entre la financiación bancaria y el Capital Riesgo, ya que a pesar de que ambas operaciones tengan en común la aportación de fondos a una compañía, existen contrastes que se han de tener en cuenta.

En el caso de la financiación bancaria, se requiere que la compañía solicitante de fondos tenga una trayectoria profesional consolidada donde pueda demostrar su solvencia para hacer frente a la deuda que contraiga. En definitiva, una entidad bancaria pedirá siempre unas garantías.

Por el contrario, las Sociedades de Capital Riesgo no requieren garantías a las compañías en las cuales invertirán, es más, como se verá posteriormente, una de las características de la financiación a través de Capital Riesgo es que aportan capital principalmente a sociedades de nueva creación que no pueden aportar garantías, ya que van a comenzar a desarrollar su trayectoria.

Otra distinción que cabe mencionar, es que en la financiación bancaria únicamente se aportan fondos, nunca se entrará en el capital de la empresa. Por el contrario, las sociedades de Capital Riesgo adquieren participaciones de la compañía a cambio de la aportación de financiación, por lo que se involucran en la gestión de la misma.

Por último, se ha de mencionar que las aportaciones de ambos tipos de operaciones son diferentes, ya que en la financiación bancaria se provee de dinero a cambio de un tipo de interés fijado con antelación, y en el Capital Riesgo se aporta capital, lo que quiere decir que no hay que pagar intereses, pero sí dividendos en el caso de que la empresa obtenga beneficios.

3.6 Capital Riesgo vs Business Angels

Los Business Angels son una figura con una larga tradición en países como Estados Unidos o Inglaterra, pero que en los últimos años están adquiriendo un papel relevante en España.

Un Business Angel se define como un inversor privado individual. Estos suelen ser empresarios o directivos que aportan tanto su capital, como conocimientos y contactos, entre otros. Los Business Angels ayudan a las empresas a poner en marcha un proyecto inicial, o empresas que

se encuentran en la fase inicial de su actividad poder llevar a cabo dicha actividad. El objetivo es obtener una plusvalía de la inversión inicialmente realizada.

Las inversiones oscilan normalmente entre los 25.000 y 250.0000 euros. Estas inversiones pueden ir destinadas tanto a emprendedores que quieren poner en marcha un proyecto (la compañía se encuentra en la fase de capital semilla), empresas que se encuentran en el inicio de su actividad (capital de inicio o start-up) o empresas que quieren llevar a cabo una fase de crecimiento (capital expansión).

Los Business Angels, como se ha mencionado con anterioridad, aportan financiación, conocimientos, contactos, además de experiencia profesional, gestión en la compañía y facilidad en las relaciones entre la empresa y su entorno.

Con la aportación de capital, los Business Angels se convierten en socios de la compañía, si bien, su participación es minoritaria, por lo que los antiguos accionistas de la empresa mantienen el poder de decisión.

Se puede hacer una clasificación de los Business Angels según su nivel de actividad, distinguiendo dos grupos.

Business Angels Operativos: Realizan más de una operación al año con el objetivo de conseguir un determinado número de inversiones, que posteriormente se convertirán en plusvalías.

Business Angels Pasivos: Son aquellos que, a pesar de dedicar bastante tiempo al estudio de proyectos de inversión, aún no han realizado ninguna operación de este tipo.

Las principales diferencias entre los Business Angels y el Capital Riesgo son las siguientes:

- Los Business Angels tienen carácter informal, es decir, no están sometidos a supervisión como en el caso del Capital Riesgo, que es supervisado por diferentes organismos como la CNMV y el gobierno, principalmente.
- El capital invertido por un Business Angel es capital propio, mientras que en el caso de una entidad de Capital Riesgo, utiliza el dinero de diversos inversores.

- A consecuencia de utilizar capital propio, los Business Angels toman sus propias decisiones de inversión, mientras que una Entidad de Capital Riesgo tiene unos gestores que toman las decisiones y son los encargados de gestionar la compañía en la cual invierten.
- Por norma general, el importe destinado a la inversión es inferior que el aportado por las sociedades de Capital Riesgo. En el caso de los Business Angels, como ya se ha comentado, son inversores individuales los que aportan su patrimonio particular, por lo que este suele ser menor que el que puede aportar una Entidad de Capital Riesgo.
- Los Business Angels suelen permanecer en la empresa por un mayor periodo de tiempo que el Capital Riesgo, si bien, sus operaciones también son por un periodo de tiempo limitado.
- Los Business Angels reducen su ámbito de inversión, es decir, buscan invertir en zonas geográficas cercanas a ellos.

Como información significativa, indicar que varias empresas conocidas a nivel mundial como son Google, Starbucks, Amazon o Skype, entre otras, contaron con el apoyo de un Business Angels en sus inicios.

4 TIPOS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

4.1 Entidades Capital Riesgo Según su Forma Jurídica

Las entidades de capital riesgo pueden adquirir la forma jurídica de Sociedades de Capital Riesgo (SCR) o de Fondos de Capital Riesgo (FCR). (Ley 22/2014, Capital Riesgo, BOE)

Sociedades de Capital Riesgo (SCR)

Son entidades de capital riesgo cuya forma jurídica es la sociedad anónima y tienen carácter ilimitado en el tiempo, caracterizadas por gestionar e invertir sus propios recursos.

El capital mínimo suscrito en este tipo de entidades es de 1.200.000 euros, del cual, como mínimo, el 50% se debe desembolsar en el momento de su constitución, y el resto dentro del plazo de 3 años a contar desde la creación de la sociedad.

Cualquier acción que lleve a cabo una sociedad de capital riesgo ha de ser notificada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Fondos de Capital Riesgo (FCR)

Son patrimonios que pertenecen a una pluralidad de inversores por lo que están separados y no tienen personalidad jurídica. Es función de una sociedad gestora gestionar y controlar dichos fondos.

Además, los Fondos de Capital Riesgo tienen una duración y unos recursos limitados. Estos son gestionados por una Sociedad Gestora (SGFC)

La condición necesaria para considerarse partícipe es únicamente la aportación al fondo común.

El patrimonio mínimo, en el caso de los FCR, es de 1.650.000 euros y el número de partícipes no podrá ser inferior a cinco. Las aportaciones al fondo, tanto iniciales como posteriores, siempre se realizarán en efectivo.

Los partícipes no responderán ante las deudas del fondo, sino hasta el límite del patrimonio del mismo. Asimismo, el patrimonio del fondo no responderá por las deudas de los inversores ni de las sociedades gestoras.

El patrimonio del fondo quedará dividido en participaciones, lo cual otorgará al titular un derecho de propiedad sobre el mismo.

4.2 Entidades De Capital Riesgo Según Su Naturaleza

Las entidades de Capital Riesgo también se clasifican en función del tipo de inversor que la constituye y el objeto de inversión de la misma.

Entidades de Capital Riesgo Privadas: El capital empleado en este tipo de entidades es de naturaleza privada, operando con inversores privados a nivel tanto nacional como internacional. Como entidad de Capital Riesgo privada se puede mencionar el fondo de inversión americano Kohlberg Kravis Roberts (KKR), el cual ha invertido alrededor de 2.400 millones de euros en España, en empresas como Grupo Gallardo, Port Aventura, Saba, T- Solar y Telepizza.

Entidades de Capital Riesgo Pública: En este tipo de entidades las inversiones realizadas son de naturaleza pública y tienen el objetivo de promover el desarrollo, principalmente, a nivel regional.

5 RÉGIMEN DE INVERSIONES

Las Entidades de Capital riesgo han de cumplir unos determinados requisitos en relación con la inversiones que llevan a cabo como ejercicio de su actividad. Estos requisitos están establecidos en la Ley 22/2014, del 12 de Noviembre de 2014, en el artículo 13 en adelante.

5.1 Coeficiente Obligatorio de Inversión

(Art.13, Ley 22/2014, Capital Riesgo, BOE) Según se recoge en la ley que regula las Entidades de Capital Riesgo, existe un coeficiente obligatorio de inversión, es decir, es de obligado cumplimiento invertir un porcentaje mínimo de activo computable que se determinará en función del tipo de activo.

Tal y como se menciona en el artículo 13 de la anteriormente mencionada Ley:

“Las Entidades de Capital Riesgo han de mantener, como mínimo, el 60 por ciento de su activo computable en los siguientes activos:

Acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital de empresas que se encuentran dentro de su ámbito de actividad principal.

Préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal y cuya rentabilidad esté completamente ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa de modo que sea nula si la empresa no obtiene beneficios.

Otros préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal, hasta el 30 por ciento del total del activo computable”.

5.2 Inversión en ECR

(Art. 14, Ley 22/2014, Capital Riesgo, BOE) Las ECR podrán invertir hasta el 100 por cien de su activo sin incumplir el coeficiente obligatorio de inversión en otras ECR y en entidades extranjeras que reúnan los requisitos mencionados en la Ley.

Respecto a las entidades extranjeras, es requisito indispensable que, o bien las propias entidades o sus sociedades gestoras estén establecidas en Estados miembros de la Unión de Europea o en terceros países cooperantes con el Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales, para que la inversión compute dentro del límite obligatorio anteriormente descrito.

5.3 Coeficiente de Libre Disposición

(Art.15, Ley 22/2014, Capital Riesgo, BOE) La parte de activo que no se encuentre sujeta al coeficiente obligatorio de inversión, podrá mantenerse en:

- Valores de renta fija negociados en mercados regulados.
- Participaciones en el capital de empresas que no se encuentren dentro del ámbito de actividad principal.
- Mantenerlo como dinero efectivo.
- Préstamos participativos.
- Financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal.

6 FASES DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO

Las entidades de capital riesgo tienen como función principal la captación de recursos por parte de los oferentes para invertirlos en empresas que tenga necesidades de financiación, con el objetivo posterior de liquidar la inversión devolviendo a los inversores el capital aportado inicialmente más las plusvalías que se generen durante todo el proceso.

El ciclo del capital riesgo se divide en tres fases:

1. Captación de fondos de los inversores interesados en financiar la compañía.
2. Realización de las inversiones. Estas son, generalmente, de tipo temporal y con una duración de entre 3 y 7 años, dependiendo de la compañía, el sector al que esta pertenezca, la fase en la que se encuentre la compañía, etc.
3. La última fase del ciclo de Capital Riesgo es en la que se procede a devolver al inversor el capital aportado y las plusvalías que se hayan originado durante la inversión, en el caso de que las haya.

A continuación se profundizará en las diferentes etapas que sigue una entidad de Capital Riesgo, para conocer todo el proceso de forma detallada.

1. Captación de fondos.

La captación de fondos es la primera etapa que lleva a cabo la entidad de Capital Riesgo. En esta fase se definen los siguientes aspectos:

- Se identifica y se captan a los inversores, etapa conocida como *Fundraising*.
- Formalización de las participaciones en la inversión, es decir, el contrato entre inversores y la entidad de Capital Riesgo.
- Existencia de relaciones de agencia y asimetría informativa entre los oferentes de fondos y la entidad de Capital Riesgo.

Con respecto al término de ***Fundraising***, el Capital Riesgo se compone de fondos aportados por los diversos inversores que tienen un cierto interés en participar en distintas compañías con requerimientos de financiación. Los inversores pueden ser, o bien empresas que quieren

tener participación en otras empresas, fondos de inversión o instituciones públicas entre otros tipos de inversores.

Una de las funciones de las entidades de Capital Riesgo es contar con un número de inversores para presentarles los diferentes proyectos, a medida que estos vayan surgiendo.

Respecto a la **Formalización de las Participaciones** existen diferencias entre países. Estas diferencias son debidas al tipo de oferentes que participan en la financiación. En determinados países, es el sector público el que tiene más peso que el privado en este tipo de operaciones, mientras que en otros países es al contrario. Asimismo, las formas legales también varían de unos países a otros, por lo que se pueden encontrar diferencias significativas en el marco legal de Sociedades de Capital Riesgo de diferentes países.

Una vez analizados todos los oferentes de capital que tiene disponible la entidad de Capital Riesgo, se seleccionan a un número determinado en función del proyecto a llevar a cabo. Posteriormente, se informa al inversor de la operación y de su posible interés por la misma. Una vez llegado a acuerdo por ambas partes de las condiciones del proyecto, se procede a formalizar la participación de cada inversor en el mismo.

El concepto de **Asimetría de la Información** parte de que, generalmente, los inversores aportan sus fondos, pero no se encargan de gestionar las inversiones, sino que es la sociedad de capital riesgo quien tiene la labor tanto de controlarlas como de gestionarlas.

La Asimetría de la Información se refiere a la desigualdad en cuanto a la información de la que dispone cada una de las partes que intervienen en una ECR, siendo el inversor el menos informado acerca de la gestión rudimentaria. Como se indicaba anteriormente, el inversor aporta la financiación, pero no participa en la gestión y control. Esto provoca que la entidad de Capital Riesgo obtenga una serie de ventajas y beneficios con respecto a la toma de decisiones, ya que es ella misma, junto con su equipo de profesionales, la encargada de la gestión de la empresa/s participada por la ECR. Esto es conocido como *Costes de Agencia* (Fama y Jensen, 1983).

Por norma general, se establece la firma de un acuerdo entre la entidad de Capital Riesgo y el inversor para reducir los Costes de Agencia. Tal acuerdo tiene unas determinadas cláusulas o requisitos como son; dotar al fondo de una vida limitada, el derecho a que los aportantes

cancelen la operación en el caso de que la entidad de Capital Riesgo incumpla el contrato establecido inicialmente, imposibilidad de que la entidad de Capital Riesgo adquiera participaciones de la compañía en términos diferentes a los acordados en el contrato, etc.

2. Inversión

La fase de inversión se corresponde con la más larga de todo el proceso, ya que para comenzar se requiere la identificación de la empresa donde se aportará la financiación, posteriormente acometer la adquisición de las participaciones en la compañía, y por último el seguimiento y control por parte de la entidad de Capital Riesgo durante todo el periodo.

- Esta fase se inicia con la identificación de proyectos potenciales.
- A continuación se valoran dichos proyectos a través de varios análisis y filtros.
- Una vez es aceptado el proyecto, se pasa a diseñar y negociar la operación.
- Por último, se realiza un seguimiento y control de la operación por medios tanto externos como internos.

Seguidamente se van a detallar todos los procedimientos que se llevan a cabo en esta fase.

El primer paso es la **Identificación de los Proyectos Potenciales** en los cuales se va a participar. Las principales formas de obtener los proyectos son por solicitudes de las mismas empresas que necesitan ser participadas, o a través de asesores o intermediarios que ponen en contacto a la compañía con la Entidad de Capital Riesgo.

Una vez identificados los proyectos, estos son sometidos a una **Valoración** a través de una serie de filtros y análisis para estudiar la idoneidad de llevarlos a cabo. Para ello se realiza un estudio en profundidad de la empresa que recibirá los fondos, es decir, de sus activos, pasivos, contratos con clientes, proveedores y un largo etcétera.

Posteriormente se procede a realizar el **Diseño y Negociación** de la Operación. Para ello, se lleva a cabo un plan de negocio donde se habrán establecido los fondos a aportar y bajo qué condiciones se aportan estos fondos, entre otros aspectos. Una vez finalizado el diseño, se realizan simulaciones de los diferentes escenarios, la posibilidad de utilizar fondos propios, deuda o un híbrido entre ambos.

Una vez formalizada la operación, comienza el proceso de **Seguimiento y Control** a lo largo del tiempo. Las entidades de Capital Riesgo desarrollan una gran cercanía con la empresa con el objetivo de mantener el riesgo controlado y hacer un seguimiento de las inversiones muy de cerca. Es muy común la participación por parte de la Entidad de Capital Riesgo en los órganos de gobierno de la compañía participada. Asimismo, en ocasiones se produce la participación en la toma de decisiones más relevantes de la sociedad.

3. Desinversión

La desinversión constituye la última etapa del proceso, aquí se llevan a cabo operaciones como las siguientes:

- Identificación de las posibles salidas de la compañía.
- Formalización de la salida.
- Devolución del capital aportado por los inversores y de las plusvalías generadas en el caso de que las hubiera.

Esta última etapa del proceso consiste fundamentalmente en la salida de la compañía participada. Esta salida puede ser total o parcial. En este último caso se mantienen parte de los intereses en la compañía.

Las principales formas de desinversión que se llevan a cabo son las siguientes:

Venta en mercado público: Es el método más rentable de liquidar las participaciones en una sociedad.

Recompra: Consiste en la adquisición de las participaciones por parte de los antiguos accionistas de la compañía.

Venta a terceros: Las participaciones son compradas por agentes externos a la sociedad, bien pueden ser entidades financieras, empresas del mismo sector u otra sociedad que tenga interés por la compañía.

Venta a otro inversor capital riesgo: Una entidad de Capital Riesgo puede venderle sus acciones o participaciones a otra entidad de Capital Riesgo, que es lo que se conoce como *secondary buy-out*.

Liquidación por insolvencia: Es una forma de desinversión que se produce a consecuencia de que el proyecto de inversión llevado a cabo por parte de la entidad de Capital Riesgo no es viable.

Absorción del nuevo capital por parte de la empresa financiada: En este caso, la empresa participada adquiere de nuevo sus acciones endeudándose para poder comprárselas a la entidad de Capital Riesgo.

Es de vital importancia mencionar que los inversores asumen un riesgo muy significativo durante la vida del proyecto, ya que no solo pueden no generar plusvalías, sino que también es posible que no lleguen a recuperar la inversión que realizaron al inicio de la operación.

7 TIPOS DE INVERSIÓN

Existen varios tipos de inversión en el Capital Riesgo. Estos se asocian a la fase de desarrollo de la empresa solicitante de fondos y a la cantidad de financiación que necesita la misma. Generalmente, a medida que se desarrolla la compañía, se requiere mayor inversión. Los tipos de inversiones se pueden clasificar en los siguientes:

Capital Semilla (Seed): Este tipo de inversiones se relacionan con empresas que acaban de nacer, o que aún no han comenzado con su actividad principal, incluso puede darse el caso de que el producto o servicio no esté aun claramente definido. Los fondos aportados pueden utilizarse para definir el producto o prototipos del mismo. El volumen de inversión en esta etapa suele ser menor que en otras etapas, si bien puede ser necesario una aportación de fondos a medida que se vaya desarrollando el negocio.

Capital para Puesta en Marcha (Start-Up): En este tipo de inversiones podemos incluir aquellas en las cuales la empresa se encuentra en sus primeras etapas de producción o distribución de bienes/servicios. Se suele definir como Start-Up cuando se participa en la creación de la sociedad gracias a la inversión aportada.

Capital para la Expansión: Este tipo de inversiones se realizan en empresas que si bien se encuentran en fase de desarrollo, ya han tenido alguna trayectoria. En este caso se requiere un extra de financiación para acceder a nuevos mercados, desarrollar un nuevo producto, etc., es decir, para continuar con su expansión. El riesgo asumido por parte de la sociedad de capital riesgo es menor en este caso, ya que el hecho de que la compañía cuente con una trayectoria, permite analizar sus datos históricos, relación con bancos, proveedores, clientes, diferentes ratios financieros, etc.

Adquisición con Apalancamiento: En esta modalidad se lleva a cabo la adquisición de una empresa, por lo que la cantidad de dinero destinada a la inversión es muy significativa. Encontramos tres tipos de adquisición con apalancamiento:

Management By-Out (MBO): La adquisición de la empresa la lleva a cabo su equipo directivo.

Management By- In (MBI): La adquisición es realizada por un equipo externo a la empresa.

Buy-In Management By-Out (BIMBO): Combina las modalidades anteriormente expuestas, es decir, un equipo externo se une al equipo directivo para la adquisición de la sociedad.

Capital de reestructuración: Este tipo de inversiones se destina a empresas que han obtenido malos resultados durante un largo periodo de tiempo, y van a proceder a realizar un cambio en su actividad empresarial. En ocasiones, este tipo de operaciones conlleva un cambio en su equipo gestor, por lo que puede darse junto con un Management By-In.

Capital de sustitución (Replacement): Cuando se da este tipo de operación no se produce una ampliación de capital, si no que consiste en reemplazar a un accionista de la empresa que ya no esté interesado en la misma por un inversor de capital riesgo.

8 FISCALIDAD CAPITAL RIESGO

Las Entidades de Capital Riesgo (ECRs) se encuentran reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre la cual deroga la anterior Ley 25/2005 de 24 de noviembre. En esta ley se regulan:

- 1) Las entidades de capital-riesgo.
- 2) Otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
- 3) Las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

El artículo 50 de la Ley del Impuesto de Sociedades (art.50, Ley 27/2014, del Impuesto sociedades, BOE) contiene los beneficios que confiere este régimen fiscal a las Entidades de Capital Riesgo. Estos beneficios son:

- Las entidades de Capital Riesgo estarán exentas en el 99% de las rentas positivas obtenidas en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas o Entidades de Capital Riesgo al que se refiere el (art. 2 de la citada Ley), siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo de año de tenencia, el cual se computa a partir del momento de adquisición o de la exclusión de cotización y hasta el decimoquinto, inclusive.

Excepcionalmente podrá admitirse una ampliación de este último plazo hasta el vigésimo año, inclusive.

- Respecto a los dividendos o participaciones en beneficio percibidos por los socios de las entidades de Capital- Riesgo tienen el Derecho a la exención prevista en el (artículo 21.1, Ley Impuesto de Sociedades, BOE) para cualquier porcentaje de participación y tiempo de tenencia de las acciones o participaciones cuando su perceptor sea un contribuyente de este Impuesto o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente en España.

La ley establece que no se entenderán obtenidos en territorio español cuando su perceptor sea una persona física o entidad contribuyente del Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente en España.

- Las rentas positivas puestas de manifiesto en la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas del capital o los fondos propios de las entidades de Capital-Riesgo tienen derecho a la exención prevista en el (art. 21.3, Ley Impuesto de Sociedades, BOE), cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones cuando su perceptor sea un contribuyente de este Impuesto o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente en España.

No se entenderán obtenidas en territorio español cuando su perceptor sea una persona física o entidad contribuyente del Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente en España.

No será aplicable esta exención cuando la renta se obtenga a través de un territorio calificado como paraíso fiscal o cuando el adquirente resida en dicho territorio, asimismo, cuando la persona o entidad adquirente esté vinculada con la entidad capital- riesgo.

9 EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Para comenzar a estudiar la evolución que el sector del Capital Riesgo ha tenido en España, hay que hacer referencia a que este segmento ha ido adquiriendo cada vez más importancia en nuestro país, ya que se han incrementado el número de proyectos que han necesitado financiación. Además de esto, el apoyo de la Administración Pública al emprendimiento ha sido un paso importante en el desarrollo de este sector. Sin embargo, a pesar del fuerte crecimiento que se ha experimentado en este sector, estos últimos años de crisis han supuesto un retroceso en las operaciones llevadas a cabo por entidades de Capital Riesgo.

La situación de crisis en la que ha estado inmersa España, ha influido de manera negativa en la captación de nuevos fondos de inversión.

Según diversos estudios, los años más duros han sido el año 2009 y 2013 donde se encuentran los registros más bajos de actividad, mientras que es a partir del segundo semestre de 2013 cuando se denota el comienzo en el repunte de la actividad de este sector.

Es en este momento cuando los inversores extranjeros vuelven a centrar sus intereses de inversión en España. Esta situación de mejora se debe principalmente al interés del capital extranjero.

Según el informe de Capital Riesgo 2013 de *Capital & Corporate*, (Informe Capital & Corporate, 2013) nueve de cada diez inversiones fueron ejecutadas por fondos internacionales. Las dos operaciones más importantes fueron la compra de Befesa, por parte de Triton Partners, y la entrada de Warburg Pincus y General Atlantic en Santander Asset Management.

Como menciona ASCRI en el resumen del año 2014 (Anuario ASCRI, 2014), en este año se captaron 4.801 millones de euros como nuevos fondos. De esta cantidad 2.736 millones de euros fueron aplicación de fondos internacionales a sus inversiones, 1.822 millones de euros fueron captados por operadores nacionales y el resto, 243 millones de euros, por operadores nacionales públicos.

El volumen de inversión también recuperó en el año 2014 los niveles en los que se situaba en los años anteriores a la crisis, superando los 3.000 millones. En concreto, la inversión alcanzó los 3.465 millones de euros repartidos en 580 operaciones, es decir, supuso un crecimiento del

45% en el volumen para un mismo número de operaciones, si comparamos con la actividad en el año 2013.

Del total de operaciones, el 76,5% corresponde a operaciones pequeñas, es decir, menos de un millón de euros de capital, si bien, las operaciones grandes (superiores a 100 millones de capital) se reactivaron en el año 2014, cerrándose un total de 11 operaciones, frente a 5 operaciones que se llevaron a cabo durante el año 2013.

9.1 Evolución Según la Fase de Actividad

Captación

Tal y como se menciona en (Anuario ASCRI, 2014), el ejercicio 2014 ha supuesto una cierta estabilidad en la captación de fondos nacionales privados. La captación de recursos en 2014 por parte de las Entidades de Capital Riesgo privadas nacionales superó los 1.821 millones de euros, lo que equivale a un crecimiento del 270,7%.

Si a este volumen le añadimos los nuevos recursos para las entidades públicas 242,7 millones de euros, junto con la aplicación de recursos internacionales al realizar sus inversiones, el total de nuevos fondos captados es de 4.800,7 millones, es decir, un 109,7% de crecimiento respecto al año 2013.

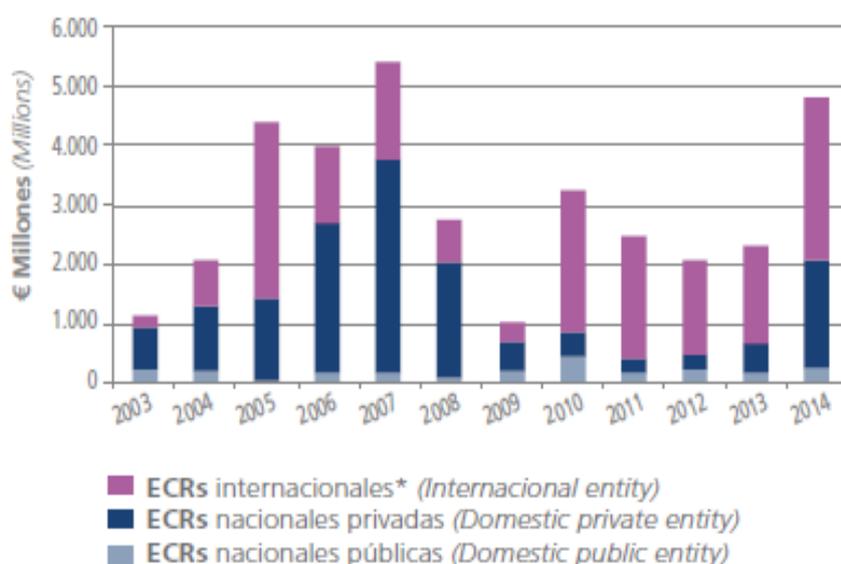


Gráfico 1: Evolución de la captación de fondos por parte de las ECRs Internacionales, Nacionales Privadas y Nacionales Públicas

Fuente: ASCRI/webcapital riesgo

Es importante mencionar que el entorno ha favorecido la situación para crear nuevos fondos tanto en España como en el resto del mundo. En el caso de España, son dos los factores protagonistas de esta situación; por un lado la recuperación de la confianza en la economía española por parte de los inversores internacionales y, por otra parte, la puesta en marcha de FOND-ICO Global, primer Fondo de fondos de carácter público dotado con 1.200 millones de euros para un periodo de inversión de cuatro años.

Actualmente se puede decir que se han recuperado los niveles que se habían alcanzado anteriores a la crisis.

La inversión de Capital Riesgo en relación con el PIB avanzó 9 puntos porcentuales, lo que la situó en el 0,33%. Respecto a la captación de fondos, la subida en 23 puntos impulsó esta variable hasta el 0,46, nivel cercano al obtenido en el año 2007, a continuación, se puede observar en el gráfico la evolución que ha tenido el Capital Riesgo respecto al PIB.

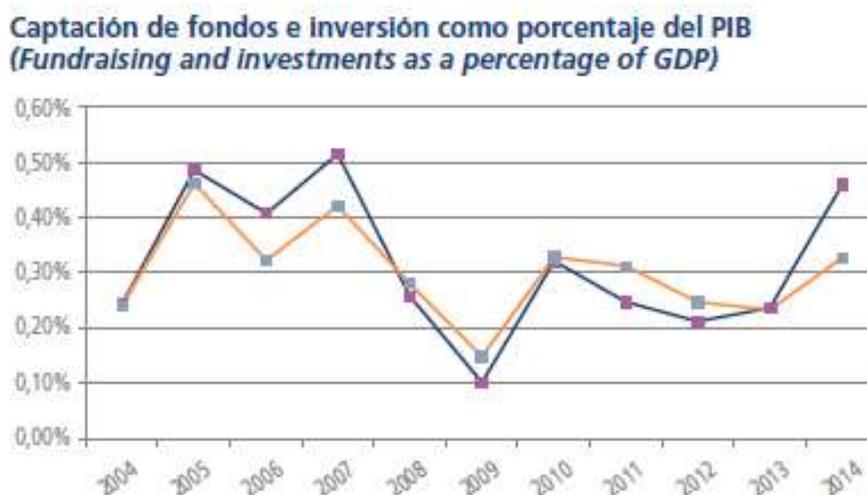


Gráfico 2: Evolución de la Captación de fondos e inversión respecto al PIB.
Fuente: ASCRI/webcapital riesgo

Inversión

Respecto a la fase de inversión, también se recupera gracias a la actividad de los fondos internacionales. La inversión de Capital Riesgo en el año 2014 alcanzó la cifra de 3.465,3 millones de euros, lo que equivale a un incremento del 45% respecto al año 2013. Sin lugar a duda, el sector del Capital Riesgo entra en un nuevo ciclo, el cual es impulsado por un entorno económico favorable, beneficiando que el inversor internacional tome un papel fundamental.

En 2014, los fondos internacionales aportaron en torno al 78% del total de la inversión anual, segundo mejor registro desde el año 2005, donde se alcanzó el máximo de 4.193,9 millones de euros.

Los fondos internacionales juegan un papel fundamental en las grandes inversiones, pero hay que mencionar que se está produciendo un creciente interés por la inversión en start-ups españolas.

Por otra parte, las Entidades de Capital Riesgo privadas invirtieron un total de 495 millones de euros, es decir, un 7% menos que en el año 2013. Este hecho es consecuencia de la escasez de recursos disponibles para invertir, situación que previsiblemente cambiará en el año 2015 gracias a la gran captación de fondos que se llevó a cabo en 2014.

Con respecto a las entidades de Capital Riesgo públicas, estas invirtieron un total de 23,8 millones de euros, es decir un 7,8% más que el año 2013. En relación al número de operaciones, estas se mantienen en el mismo nivel que el registrado en el año anterior, 580 operaciones, de las cuales el 54% fueron nuevas inversiones mientras que el 46% restante corresponde a ampliaciones. (Anuario ASCRI, 2014)

Empresa donde se invierte	Inversor	Porcentaje adquirido
Acciona Global Renewables	KKR	33%
Altamira Asset Management	Apollo	85%
Gas Natural y Unión Fenosa Redes de Telecomunicación (UFINET)	Cinven Equipo Directivo	100%
Bizkaia Energía y ESBIFM España	Arclight CP	100%
Goldcar	Investindustrial	80%
Desigual	Eurazeo	10%
Telepizza	KKR	49%

Tabla 3: Principales operaciones de inversión realizadas en España en 2014

Fuente: Capital Corporate

Desinversión

(Anuario ASCRI, 2014) Las desinversiones en el año 2014 supusieron un total de 4.768,7 millones de euros, por lo que se puede concluir que es la variable que mejor se ha comportado en el año 2014. Es evidente que es en este año cuando se produce una gran desinversión, ya que, a consecuencia de la crisis, las salidas de empresas participadas por parte de entidades de Capital Riesgo se han alargado, situándose la duración en la empresa en torno a 6,8 años de media.

En relación con el crecimiento que se ha producido en esta variable, se puede mencionar que con respecto al año 2013 las operaciones, refiriéndonos al volumen de inversión, se han incrementado en un 178,65 por ciento y el número de operaciones ha crecido un 14 por ciento respecto al mismo año.

Al igual que en anteriores etapas, son los fondos internacionales los que destacan, produciéndose una desinversión por parte de estos de 3.297 millones de euros, mientras que la desinversión de los fondos nacionales, a pesar de crecer un 35% respecto al año anterior, se sitúan en 1.471 millones de euros.

Respecto a los mecanismos de desinversión anteriormente mencionados, el más utilizado en 2014 según volumen desinvertido, fue la venta a terceros, el cual supuso un 61% del total, seguido por las salidas a bolsa que conformaron el 14%, la desinversión por venta a otras Entidades de Capital Riesgo, 12%, seguido muy de lejos por la recompra 4%, reembolso de préstamos que supone un 2% del total y por último, un 1% otras formas de desinversión.

En el gráfico siguiente se puede observar lo anteriormente descrito.

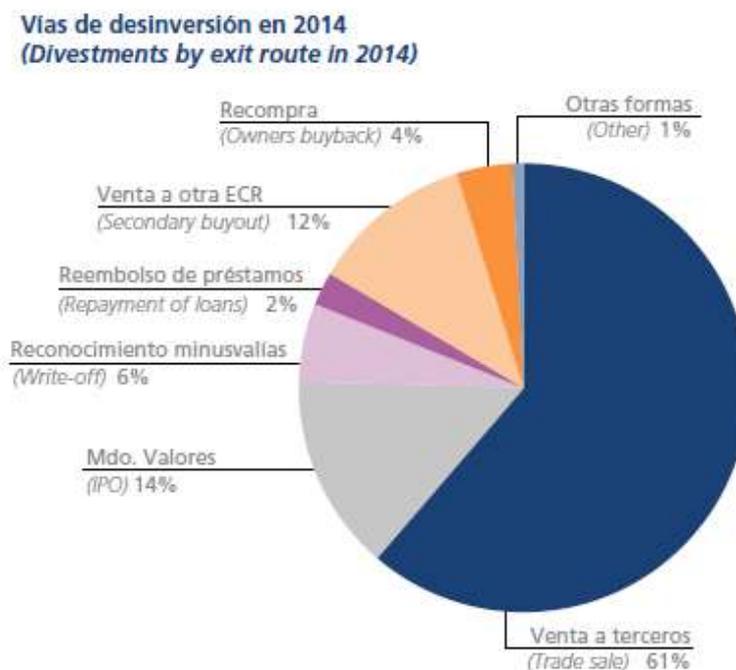


Gráfico 3: Formas de desinversión de Private Equity & Venture Capital realizadas en 2014 en España

Fuente: ASCRI

A continuación se van a detallar las principales desinversiones que se han llevado a cabo en el año 2014, tanto de Private Equity como de Capital Riesgo.

Private Equity

Entidad Capital Riesgo	Empresa Desinvertida	Mecanismo Desinversión
3i	Café & té	Venta a otra ECR
3i/Baring Private Equity	Derprosa	Venta a un industrial
3i/ Hutton Collins/Landon	Everis	Venta a un industrial
Baring Private Equity	Nace	Venta a otra ECR
CCMP/Candover/Providence/Quadrangle/Thomaslee/Santander Capital Desarrollo	Ono- Auna	Venta a un industrial CVC Capital Partners
CVC Capital Partners	Zena Group	Venta a un industrial
Doughty Hanson	Grupo Quirón	Venta a un industrial
First Reserve	Abengoa	Venta de acciones posterior a la introducción en Bolsa

Investindustrial	Port Aventura	Venta a otra ECR
Investindustrial/KKR	Inaer	Venta a un industrial
MCH Private Equity	Repasa	Venta a un industrial
MCH Private Equity/Suma Capital	Parkare Group (Mabyc-Ibersegur)	Venta a un industrial
N+1 Private Equity	Xanit	Venta a un industrial
N+1 Private Equity, Blackstone	Mivisa	Venta a un industrial
Permira(desinversión parcial)	eDreams	Venta de acciones introducción en bolsa
Portobello Capital/Realza capital	Hofmann	Venta a un industrial
Qualitas Equity Partners	Garnica Plywood	Venta a un Financiero
Santander Capital Desarrollo	Invin	Venta a un industrial
The Carlyle Group/ Investindustrial	Applus	Venta de acciones introducción en bolsa

Tabla 4: Principales desinversiones en Private Equity realizadas en España en 2014
Fuente: ASCRI.

Venture Capital

Entidad Capital Riesgo	Empresa Desinvertida	Mecanismo Desinversión
Active Venture Partners/Cabiedes&Partners/Cixa Capital Risc	Zyncro Tech	Venta a un industrial
Axon Partners Group	Clickdelivery	Venta a un industrial
Bullnet Capital	Anafocus	Venta a un industrial
Cabiedes&Partners	Byhours.com	Venta a otra ECR
Cabiedes&Partners	Blablacar	Venta a otra ECR
Cabiedes&Partners	Trovit	Venta a un industrial
Cabiedes&Partners/ Vitamina K	Saluspot	Venta a un industrial
Intercom	Servicios Náuticos en Internet	Venta a un industrial
Invercaria	Jobandtalent	Venta a otra ECR
Inveready Technology Investments Group(desinversión parcial)/Caser CR	Mas Movil	Venta a un industrial
Kibo Ventures/Cabiedes& Partners	Ducksboard	Venta a un industrial
Mobius	Rotor	Venta a otra ECR
Nauta Capital	Social Point	Venta a otra ECR
Smartventures	El Tenedor.es	Venta a un industrial

Tabla 5: Principales desinversiones de Venture Capital realizadas en España en 2014
Fuente: ASCRI.

9.2 Evolución Según Fase de Desarrollo

Respecto al tipo de inversión, en el año 2014, al igual que en años anteriores siguen destacando las operaciones de expansión, que conformaron el 64% del total y un volumen alrededor de los 1.000 millones de euros.

También se ha de destacar las operaciones en fase semilla y start-up que alcanzan el 30%, a pesar de que en volumen solo representen una inversión de 65 millones de euros. (Anuario ASCRI, 2014).

9.3 Tipos de Entidades de Capital Riesgo en España

En España las entidades de Capital Riesgo que prevalecen son las grandes, como consecuencia del predominio existente de entidades internacionales.

De las 218 entidades de capital riesgo existentes en el mercado español (según anuario ASCRI, 2014), 108 se clasifican como grandes, 48 medianas y 62 como Entidades de Capital Riesgo pequeñas.

En relación a las Entidades Internacionales que operan en España, el 83% son grandes. Mientras que las ECR de ámbito nacional, únicamente el 22% del total de entidades son clasificadas como grandes, suponiendo un total de 26 entidades. En el caso opuesto, se encuentran las entidades pequeñas que suponen el 51% con un total de 61 entidades, y como entidades de tamaño medio un 27%, es decir, un total de 33 entidades.

En términos de inversión, una ECR nacional de tamaño grande gestiona, en término medios, unos 340 millones de euros, una ECR mediana unos 103,6 millones de euros, y la pequeña solamente unos 20 millones de euros.

Número de Entidades de Capital Riesgo nacionales e internacionales por tamaño (Number of entities by size)

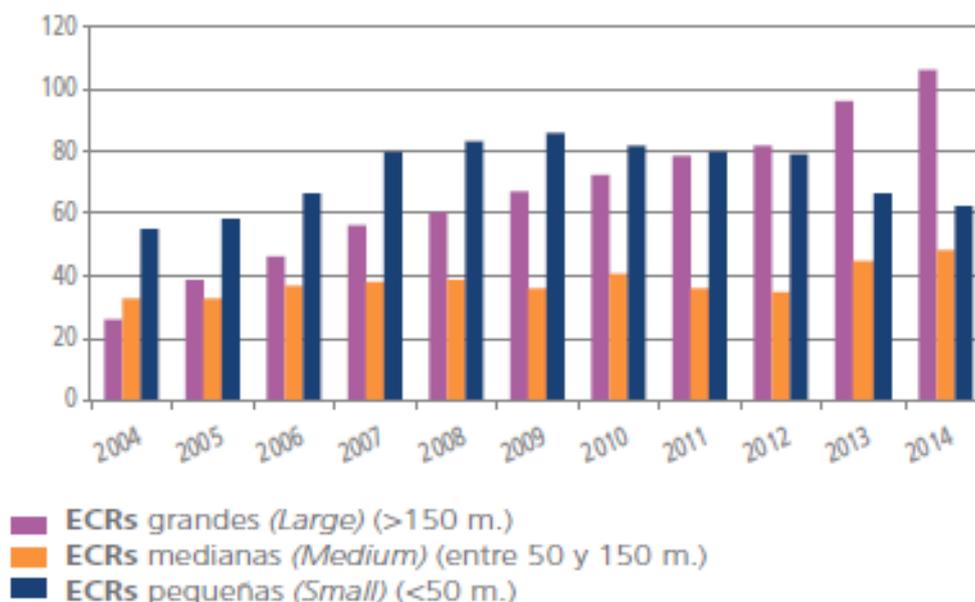


Gráfico 4: Número de Entidades de Capital Riesgo clasificadas por tamaños en España
Fuente: ASCRI

9.4 Inversiones Por Tamaño de la Operación

Inversión en operaciones medianas (Middle market)

Las inversiones en *middle market* (operaciones entre 10 y 100 millones de euros) se han incrementado tanto en volumen como en número de operaciones en el año 2014. En este año se contabilizaron un total de 33 operaciones frente a las 19 que se llevaron a cabo en el año 2013.

El volumen invertido en este tipo de operaciones sufrió un crecimiento del 43% respecto al año anterior, lo que representó el 19,7% del volumen total invertido en 2014.

Generalmente son los fondos nacionales los que en este caso toman protagonismo en este tipo de operaciones, no obstante la participación de fondos internacionales, adquirió un papel importante.

Del total de 33 operaciones, como se mencionaba con anterioridad, los fondos internacionales cerraron 15 operaciones (frente a las 2 operaciones que se cerraron en el año 2013) mientras

que los fondos nacionales llevaron a cabo 18 operaciones (17 operaciones se efectuaron en 2013). (Anuario ASCRI, 2014)

Inversiones por tamaño de la operación (Investments by size of investment)

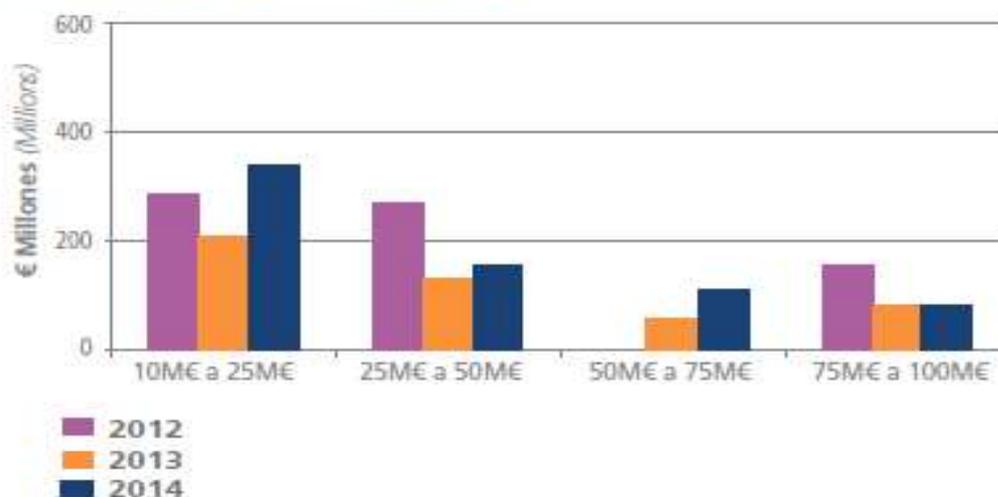


Gráfico 5: Inversiones según el tamaño de la operación
Fuente: ASCRI

A continuación se muestran las operaciones más relevantes de *middle market* llevadas a cabo en 2014 en España:

Entidad CR	Empresa Participada	Sector	Tipo de operación
JZ Capital/Avenue Capital	Petrocorner	Gasolineras	Buyout
Magnum	Nace	Servicios	Buyout
Springwater	Aernova	Aeronáutico	Sustitución
Realza Capital	Industrias Dolz	Bombas de agua para coches	Expansión
Op Capital	La Sirena	Alimentación	Buyout
Platinum Equity	Terratest	Material Construcción	MBO
Springwater Capital	Adveo (Unipapel)	Productos de Consumo	Buyout
Diana Capital	Estanda	Fab. Discos de freno	Sustitución
Miura Private Equity	The Visuality Corporation	Merchandasing	Buyout
Magnum	Geriatros	Medicina/Salud	Expansión
Miura Private Equity	TiendAnimal	Tiendas on line para mascotas	Expansión
Diana Capital	Gocco Confec	Productos de Consumo	Expansión

Nazca Capital	Gestair	Transporte	Expansión
Proa Capital	Rotor Components tecnológicos	Productos de Consumo	Expansión
Diana Capital	Bq	Comunicación	Expansión
Springwater Capital	Pullmantur-Nautalia	Hostelería/Ocio	Buyout
Baring Private Equity	Forus	Gestión centros deportivos	Buyout
Springwater Capital	Grupo Monesa	Mantenimiento plantas industriales	Buyout

Tabla 6: Principales operaciones de Middle market realizadas en España en 2014
Fuente: ASCRI.

Inversión en grandes operaciones (Large Market)

Este tipo de operaciones (inversiones superiores a los 100 millones de euros) están constituidas principalmente por fondos internacionales. En estos últimos meses se ha cambiado la percepción de la economía española, lo que ha conllevado a adquirir de nuevo la confianza por parte de los inversores extranjeros, que han mostrado un gran interés por los activos españoles.

En el año 2014, este mercado ha estado protagonizado en su totalidad por inversores extranjeros, mismo hecho que ha venido sucediendo en los últimos años.

Se han llevado a cabo 11 operaciones durante el año 2014 realizadas por un total de 8 inversores internacionales.

El 85% del volumen invertido por fondos internacionales en el año 2014 se centró en este segmento de inversión.

Las principales operaciones llevadas a cabo son las siguientes:

Entidad CR	Empresa Participada	Sector	Tipo de operación
CVC Capital Partners	IDC Quirón	Hospitales	Buyout
Eurazeo	Desigual	Productos de Consumo	Expansión
Cinven SPAIN	Ufinet Telecom	Comunicaciones	Buyout
KKR	Port Aventura	Hostelería/Ocio	Sustitución
CVC Capital Partners	Deoleo	Productos de	Buyout

		Consumo	
Arclight Capital	Bizkaia Energía	Energía	Buyout
KKR	Telepizza	Hostelería	Buyout
KKR	Grupo Alfonso Gallardo	Acero, cemento y papel	Turnaround
Investindustrial	Goldcar	Servicios	Buyout
Alchemy Partners	Endeka Ceramics	Azulejos	Turnaround
Partners Group	Savera	Ascensores	Buyout

Tabla 7: Principales Inversiones de Grandes Operaciones en España en 2014

Fuente: ASCRI.

10 IMPACTO DEL CAPITAL RIESGO

Según los informes del impacto económico y social del Capital Riesgo, coinciden, gracias a los resultados obtenidos en el estudio, que las compañías que se encuentran participadas por Capital Riesgo estimulan la economía en mayor medida que una compañía que no esté respaldada por este tipo de financiación. El motivo por el que se produce tal estímulo es que las compañías financiadas con Capital Riesgo son capaces de crear más empleo, crecer a niveles superiores e internacionalizarse más que una compañía que no cuenta con esta participación.

Asimismo, muchos de los gobiernos de países europeos apoyan al sector del capital riesgo, ya que a consecuencia del desarrollo que se produce en las compañías participadas, estas aportan un beneficio destacable a la economía de un país. Además de esto, este tipo de financiación ha resultado muy ventajosa en la época de recesión, contribuyendo a fortalecer a muchas compañías, mejorando su competitividad en el mercado, etc.

10.1 Impacto en el Crecimiento de las Compañías

Uno de los principales motivos por el cual nace el Capital Riesgo es, como se ha comentado anteriormente, para solventar un problema que tienen en común la mayoría de las empresas pequeñas en España que se encuentran en sus primeras fases del ciclo de vida, y es el cómo sobrevivir en un mercado que está formado principalmente por pequeñas y medianas empresas en el que existe una gran competitividad.

Y la pregunta sería, ¿Cómo influye el Capital Riesgo en el crecimiento de una compañía?

Gracias a la financiación, el crecimiento en las compañías puede llevarse a cabo a consecuencia de un incremento en sus ventas, en su facturación, aceleración del proceso de introducción de productos y servicios en el mercado, etc. Asimismo, para elevar el crecimiento de una compañía se llevan a cabo un tipo de operaciones conocidas como *build up*, consistentes en la adquisición de una o varias empresas por parte de una tercera, con el objetivo de ganar tamaño y, de esta forma, poder aumentar la producción, personal, etc.

Según diversos estudios académicos que analizan el impacto que tiene el Capital Riesgo en el crecimiento de una compañía, afirman una repercusión positiva del mismo.

Engel (2000) demuestra que las empresas respaldadas por Capital Riesgo tienen una mayor probabilidad de sobrevivir, alcanzando mayores tasas de crecimiento que empresas respaldadas por inversores distintos al Capital Riesgo. Además, muestra que el Capital Riesgo logra un empuje más acelerado con un mayor crecimiento que las entidades respaldadas por capital de otros inversores.

Por el contrario, **Manigart y Van Hyfte (1999)**, en su estudio concluyen que no encuentran diferencias significativas en el crecimiento de las compañías que están participadas con capital riesgo de las que no lo están.

Diversas teorías han concluido en que el éxito de la financiación a través de Capital Riesgo se ha conseguido gracias a la unión de diversos factores (como puede ser la identificación de empresas con mayor probabilidad de éxito, el momento en el que se lleva a cabo la operación de Capital Riesgo, entre otras), y no tanto porque este tipo de financiación sea clave para la expansión o crecimiento de las compañías participadas. **Zacharakis (2002)**.

ASCRI dispone de los datos del periodo (2005-2008) en el que el crecimiento de las ventas por término medio de compañías participadas con Capital Riesgo fue superior al 8% frente a descensos de compañías de similares características y pertenecientes al mismo sector que alcanzaron un -7,7%. (Anuario ASCRI, 2012)

En definitiva, atendiendo a la mayoría de los estudios que se han realizado sobre la repercusión del Capital Riesgo, se puede concluir que el impacto que tiene este tipo de financiación en las empresas es muy positiva.

Como ejemplo de sociedad participada en la que se ha producido un notable crecimiento, se puede mencionar a *Angulas Aguinaga*, dueño de la conocida marca "*La Gula del Norte*". Esta sociedad fue participada por el fondo de Capital Riesgo *Portobello* en el año 2006, con un importe de 120 millones de euros. Actualmente se pretende vender por un importe cercano a 300 millones de euros al fondo estadounidense "*HarbourVest*".

El momento de adquisición, *Angulas Aguinaga* tenía un beneficio bruto de explotación de 22 millones de euros, mientras que al cierre de 2014 este beneficio estaba muy próximo a los 35 millones de euros. Según diversos diarios económicos, este crecimiento en la compañía se ha

producido por la internacionalización de la empresa junto con la diversificación de sus productos.

Otro caso de éxito en el sector de Capital Riesgo, fue la venta de *“Laboratorios Indas”* en el año 2013, participada por *“Vista”*, firma española de Capital Riesgo compuesta por *Santander* y *Portobello Capital*.

El precio de venta ascendió a 285 millones de euros, al que se le sumo el valor total de la deuda, cerrando la operación por un importe total de 400 millones de euros. La facturación de la compañía pasó de 120 millones de euros en 2008, a aproximadamente 200 millones de euros en 2013.

Pero no todo son éxitos en la intervención de una ECR, también hay fracasos como el caso de la cadena de tiendas de moda *“Festa”*, controlada por la firma de Capital Riesgo *“Ibersuizas”*, que entró en el año 2011 en concurso de acreedores.

Festa contaba con medio centenar de tiendas repartidas por toda la Península, especializada en el segmento medio-bajo de la distribución de moda femenina, un sector que se vio muy perjudicado en la época de recesión. Dicha recesión, junto con la gran competencia del sector de la moda, provocó que dicha cadena no se librara del concurso de acreedores.

Como en el caso de *Festa*, hay muchos más casos de sociedades participadas que se han visto abocadas al concurso de acreedores:

- En el año 2011, el Juzgado de lo Mercantil declara en concurso a varias sociedades participadas como son la cadena de tiendas de regalo, decoración y moda *“Musgo”*, la cual contaba con una plantilla de 270 trabajadores y un total de 30 tiendas.
- *“Coronel Tapiocca”*, firma participada por el fondo *“Gala Capital”*, solicitó la liquidación ante la imposibilidad de hacer frente a una deuda superior a los 87 millones.
- En el año 2010, se declaró el concurso de acreedores de Grupo Nupcial *“Novissima”*, participado por la Comunidad de Madrid a través de la sociedad de *“Capital Riesgo Madrid”*.

10.2 Impacto en la Creación de Empleo

El impacto que el Capital Riesgo tiene sobre la creación de empleo se encuentra muy unido al impacto en el crecimiento de las compañías.

Si una sociedad participada aumenta sus niveles de producción, facturación, etc. paralelamente se llevará a cabo una generación de empleo, puesto que una expansión en el negocio requerirá de más capital humano. Asimismo, este tipo de empresas participadas tienen un ritmo de crecimiento de empleo muy superior al que puede tener otra empresa del mismo sector y que no esté participada de una ECR.

Es destacable que las etapas en las que se observa un mayor impacto en la creación de empleo son las primeras fases de la compañía, en las cuales se incrementa la mano de obra conforme a las crecientes necesidades de producción de la empresa. Este fenómeno permanece hasta la estabilización en cuanto a la fuerte progresión que se manifiesta al principio.

En el periodo 2008-2009 (Anuario ASCRI, 2012) en España, las empresas participadas por Capital Riesgo incrementaron el empleo en un 10,7%, frente a empresas no participadas en las que el empleo disminuyó en un 4,4%.

Pero no siempre el impacto del Capital Riesgo es positivo. Ejemplo de este hecho es el caso del Grupo Bodybell (cadena de perfumerías española con presencia en gran número de puntos en el territorio nacional) participada por una entidad de Capital Riesgo. Este se ha planteado el despido de 445 trabajadores, es decir, el 21% de la plantilla conformada por un total de 2.077 empleados. La mayor parte de los despidos se harán efectivos a consecuencia del cierre de 54 de sus tiendas, y los restantes a causa de la reorganización en las demás tiendas de la cadena.

No obstante, sigue existiendo una fuerte atracción de compañías españolas por parte de Entidades de Capital Riesgo extranjeras. Este es el caso de “Giza Venture Capital”, la mayor gestora de capital riesgo israelí, que llegó a España en 2014 de la mano de “Swanlaab Venture Factory”, una iniciativa impulsada por “IVC”, gestora de Fondos de Capital Riesgo que invierte principalmente en startups de base tecnológica.

Giza Venture Capital, compañía israelí que lleva más de 20 años operando en Israel, uno de los mercados donde el capital riesgo ha alcanzado un mayor protagonismo, además de ser un país

pionero en la concentración de empresas con carácter tecnológico, ha constituido 6 fondos con más de 600 millones de dólares invirtiendo en 110 empresas como son Intel, Cisco, Siemens, Veritas, etc.

Según “Zeev Holtzman”, presidente de *Giza VC*, el interés en España se debe a la oportunidad de acceder a Europa Occidental y Latam. Además apuestan por las posibilidades que España les puede ofrecer, la posición con respecto al sector de la innovación y tecnología, las telecomunicaciones, Intenet, móvil, IT, etc.

Asimismo, afirma que su objetivo es construir empresas sólidas, comprometiéndose a generar empleo y valor en España, al igual que lo han conseguido con sus propias empresas en el territorio de Israel.

Ambas sociedades, *Giza Venture Capital* y *Swanlaab Venture Factory*, han acordado la creación de un fondo de 40 millones de euros para financiar a tres o cuatro empresas al año durante los próximos cinco años. Además, se expone que también existe la posibilidad de crear un segundo fondo paralelo.

En las empresas que cuentan con el apoyo del Capital Riesgo, la creación de empleo se ha llegado a multiplicar hasta 10 veces, dependiendo de la fase de desarrollo en la que se encuentra la misma, siendo en las primeras fases de desarrollo donde se produce la mayor creación de empleo.

10.3 Impacto en la Inversión Empresarial

Además de lo estudiado anteriormente, cuando una compañía es participada con Capital Riesgo, su capacidad inversora deja de estar tan estrechamente relacionada con la capacidad de generar recursos.

Se ha estudiado que tras la entrada de un inversor de capital riesgo en la sociedad, esta comienza a incrementar sus inversiones, asimismo, la inversión de una sociedad participada es mucho mayor que la de una sociedad que no esté respaldada por el Capital Riesgo. La actividad inversora deja de estar tan limitada como lo estaba anterior a la entrada del inversor. Es este hecho el que favorece que la inversión de una compañía participada por Capital Riesgo tenga la posibilidad de que sus inversiones crezcan más que una sociedad que únicamente se financie con los recursos que genere con su actividad principal.

Tras el estudio que realizó ASCRI en 2011 (Anuario ASCRI 2011) se obtenía la evidencia de que las empresas participadas con Capital Riesgo incrementaban los activos de su empresas en un 13% anual, mientras que las no participadas lo reducían en un 3,4%.

10.4 Impacto en la Innovación

A consecuencia de un incremento en el capital de la compañía y por su posición favorable de cara a la inversión, las empresas se inclinan al destino de fondos a la investigación y desarrollo (I+D+i). Esto es un claro ejemplo del fomento en innovación.

El sector que más invierte en innovación es el tecnológico, teniendo que estar en vanguardia en todos los aspectos para no quedarse atrás en un mercado cada día más vertiginoso y competitivo.

Los sectores de la medicina y la biotecnología también han adquirido un papel fundamental en la innovación. Gracias a este hecho han aumentado tanto su creación de empleo como su facturación anual.

Siendo uno de los objetivos el fomento de la innovación en diversos sectores, la secretaria del estado de I+D+i anunció el pasado mes de marzo de 2015 el lanzamiento de un fondo de capital riesgo con la finalidad de apoyar a, principalmente, pequeñas y medianas empresas españolas. Más concretamente, se pretende liberar un total de entre 400 y 600 millones de euros.

Las compañías que podrán beneficiarse de estos fondos se corresponden con empresas con capacidades tecnológicas demostradas y de los sectores de la Química, Industria de la Electrónica (ITIC), Industria del Transporte, Biotecnología y agroalimentación y Energía y Bienes de Equipo.

Asimismo, el CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial) tiene como objetivo para el presente año (2015) dedicar 900 millones de euros para la financiación de proyectos de innovación en España.

10.5 Impacto en la Internacionalización

La salida al exterior por parte de empresas españolas está siendo valorada muy positivamente en los últimos años. A consecuencia de la crisis, y con el objetivo de expandir su mercado, son muchas las empresas que se han decantado por las salidas al exterior.

El objetivo de estas empresas no se limita únicamente a la venta de sus productos en países extranjeros, sino que buscan darse a conocer en otras regiones, expandir su actividad productiva y/o comercial. Ya quedó atrás el objetivo de ser una empresa local, ahora el objetivo es ser global, adaptarse a las tendencias y necesidades que se requieren en cada momento y en cada parte del mundo.

Este hecho no sería posible sin los fondos que puede aportar el Capital Riesgo, activo sin el cual una empresa vería mermadas las posibilidades de externalización por la escasez de recursos propios. Se produce una mayor tendencia a internacionalizarse en empresas participadas por Capital Riesgo, que si comparamos con empresas no participadas y del mismo sector. Esto es debido a que las Entidades de Capital riesgo cuentan con profesionales que tienen experiencia en internacionalización, con lo que contribuyen a este paso. Asimismo la menor aversión al riesgo es otro factor que impulsa a esta internacionalización.

Como caso ejemplo de la intervención de una Entidad de Capital Riesgo para el impulso en la internalización de una compañía, fue el caso de la sociedad de capital riesgo francés “Eurazeo” que adquirió el 10% de la firma de moda catalana “Desigual”, cuyo objetivo principal era la expansión internacional y la consolidación del grupo.

10.6 Impacto en el Fracaso Empresarial

El porcentaje de éxito tras una inversión en Capital Riesgo es mucho mayor que el fracaso, no obstante, como se ha comentado anteriormente, también se han dado casos de que a pesar de que la sociedad había sido participada, finalmente ha acabado en concurso de acreedores o vendiéndose a otro fondo por una cantidad insignificante.

Pero, es importante reconocer que el Capital Riesgo confiere a la sociedad de mayor solidez, proporcionando una mayor permanencia en el mercado.

Como un caso de éxito de una sociedad participada por Capital Riesgo, se puede mencionar “Bitcoin”. La banca española ha sido pionera en invertir en “bitcoins”, concretamente

Bankinter en el año 2014 apostó unos 200.000 euros a través de su firma de Capital Riesgo en “Coinffeine”. Asimismo, “BBVA Venture” invirtió en la startup americana “Coinbase”, plataforma líder en el sector que realiza transacciones donde los clientes compran o venden bitcoins.

Bankinter fue la primera entidad española en apoyar un proyecto de moneda digital. A pesar de la corta vida de “Coinfeinne”, ha sido seleccionada por el ICEX, bajo el programa *STCimmersion*, como una de las doce startups españolas con mayor proyección.

Además, poco a poco “bitcoin” comienza a adquirir protagonismo en España, ya que en las principales capitales del país existen comercios que ya utilizan la criptomoneda.

Este caso, además de ser un éxito para las Sociedades de Capital Riesgo que participan en él, también lo es para la economía española, ya que ha sido a través de una entidad financiera española desde donde se ha dado a conocer este servicio.

Otro caso de éxito a mencionar es el de “Europastry”, líder español en panadería, bollería y pastelería industrial que fue participada por el fondo de capital riesgo “MCH Private Equity” en el año 2011. Actualmente este fondo plantea vender su participación que podría alcanzar una valoración superior a los 350 millones de euros. Asimismo, este fondo también ha vendido sus participaciones de “*Conservas Gravilla*” (Isabel) y “*Talgo*” obteniendo unas excelentes plusvalías.

Talgo fue adquirida en el año 2006 por dos Fondos de Capital Riesgo “Trilantic” y “MCH” por un importe de 178 millones de euros, adquiriendo el 75% del capital de la compañía. En abril de 2015, *Talgo* salió a bolsa valorada entre 1.231 y 1.574 millones de euros.

Como se ha comentado anteriormente, si bien la mayoría de compañías que han sido participadas por Entidades Capital Riesgo han sido casos de éxito por el hecho del incremento en el crecimiento de la compañía, generación de empleo, favorecimiento de la internacionalización de las mismas, entre otras características, no todos los casos son tan favorables.

Como caso negativo de intervención, se puede mencionar el caso de “Orizonia”, el mayor grupo turístico español constituido por 21 empresas que entró en concurso de acreedores, haciendo culpable de esta situación a la segunda mayor sociedad de capital riesgo del mundo, “Carlyle”. Esta adquirió en 2006 las empresas que formaban parte del grupo “*Iberostar*” creando “*Orizonia*”. Esta operación fue valorada por un total de 843,8 millones de euros.

En el momento del cierre, en el año 2012, *“Orizonia”* contaba con 5.000 empleados y con unas pérdidas cercanas a los 100 millones de euros. Además de esto, una fuerte disminución en la demanda junto con la quiebra de *“Marsans”*, que no pudo hacer frente a la deuda de 35 millones que tenía con *“Orizonia”*, llevaron a la sociedad a entrar en concurso de acreedores en marzo de 2013.

La compañía no logró alcanzar convenio con sus acreedores por lo que se tuvo que proceder a la liquidación de la compañía.

11 EL CAPITAL RIESGO EN LOS DIFERENTES SECTORES

11.1 Principales Inversiones de Capital Riesgo Por Sector

2012

(Anuario ASCRI, 2012)Los sectores que alcanzaron mayor protagonismo en el año 2012 fueron, en primer lugar, el sector de **Otros Servicios**, el cual estuvo compuesto por un 20,4% del total de recursos invertidos. La tasa alcanzada fue debida a varias importantes operaciones, de las que se puede destacar el caso de “*Atento*”, filial de atención al cliente de telefónica que fue vendida al fondo de capital riesgo “*Bain Capital*” por un importe de 1.039 millones de euros.

El sector de **Productos y Servicios Industriales** se sitúa en segunda posición con una inversión del 18%, por operaciones como el caso de “*Dédalo*”, grupo de impresión comercial que fue adquirido en su totalidad por el grupo inversor “*Sherpa Capital*”. “*Maxam*”, líder en Europa en el sector de los explosivos civiles y sistemas de iniciación, fue adquirido en el 49,9% por la firma internacional de capital riesgo “*Advent International*”.

Respecto al sector de la **Medicina y Salud**, las operaciones del grupo “*Quirón*” y “*USP*” las cuales hicieron que el sector alcanzara un 13,8% del total de los recursos. La operación consistió en la fusión de los dos hospitales por parte de la firma de capital riesgo británica “*Doughty Hanson*” por un importe de 335 millones de euros.

Por último, el cuarto de los sectores que aglutinan la mayor parte de las operaciones del año 2012, es el sector de **Comunicaciones** con un 10,8% del total. El caso de “*Euskaltel*” consistió en la ampliación de capital de 68 millones de euros por parte de los fondos de capital riesgo “*Trilantic*” e “*Investindustrial*”, adquiriendo el 48,1% del accionariado.

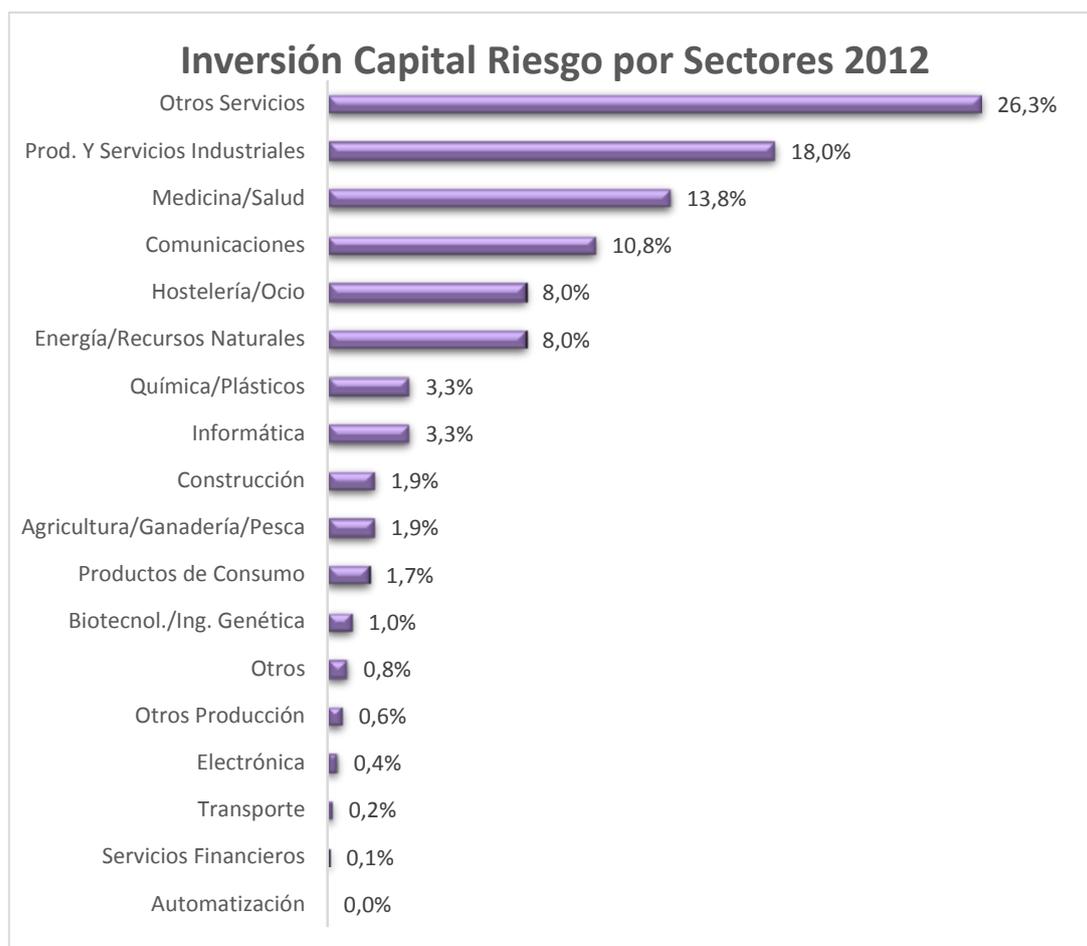


Gráfico 6: Inversiones Capital Riesgo por sector año 2012

Fuente: ASCRI.

2013

(Anuario ASCRI 2013) En el año 2013 las principales inversiones se centraron en el sector de **Productos y Servicios Industriales** con un 31,6% del total de recursos. El caso de “*Befesa*”, filial de medio ambiente de “*Abengoa*”, fue una de las operaciones que ayudó a dicha tasa, con una cuantía total de 1.075 millones de euros en la venta a la ECR “*Triton Partners*”.

En segunda posición se sitúa el sector de **Servicios Financieros** con un 25,4%. En este caso, se alcanzó con la famosa operación de “*Santander Asset Management*” en la cual Santander vende por 1.023 millones de euros el 50% de su gestora a las firmas de capital riesgo estadounidenses “*Warburg Pincus*” y “*General Atlantic*”

El sector de la **Informática** se sitúa en tercer lugar con el 8,9%, gracias a operaciones como la de “*AlienVault*”, compañía de seguridad informática, que fue adquirida por dos gigantes del capital riesgo en el sector TIC, “*Sigma*” y “*Kleiner Perkins*”, por un importe de 18,2 millones de euros.

En último lugar, el sector de la **Medicina y Salud** se hizo con el 8,5% de los recursos. Fue la operación llevada a cabo por “*Doughty Hanson*”, con una cuantía de más de 230 millones de euros, la que fusionó al centro médico “*Teknon*” con el hospital “*Quiron*”.

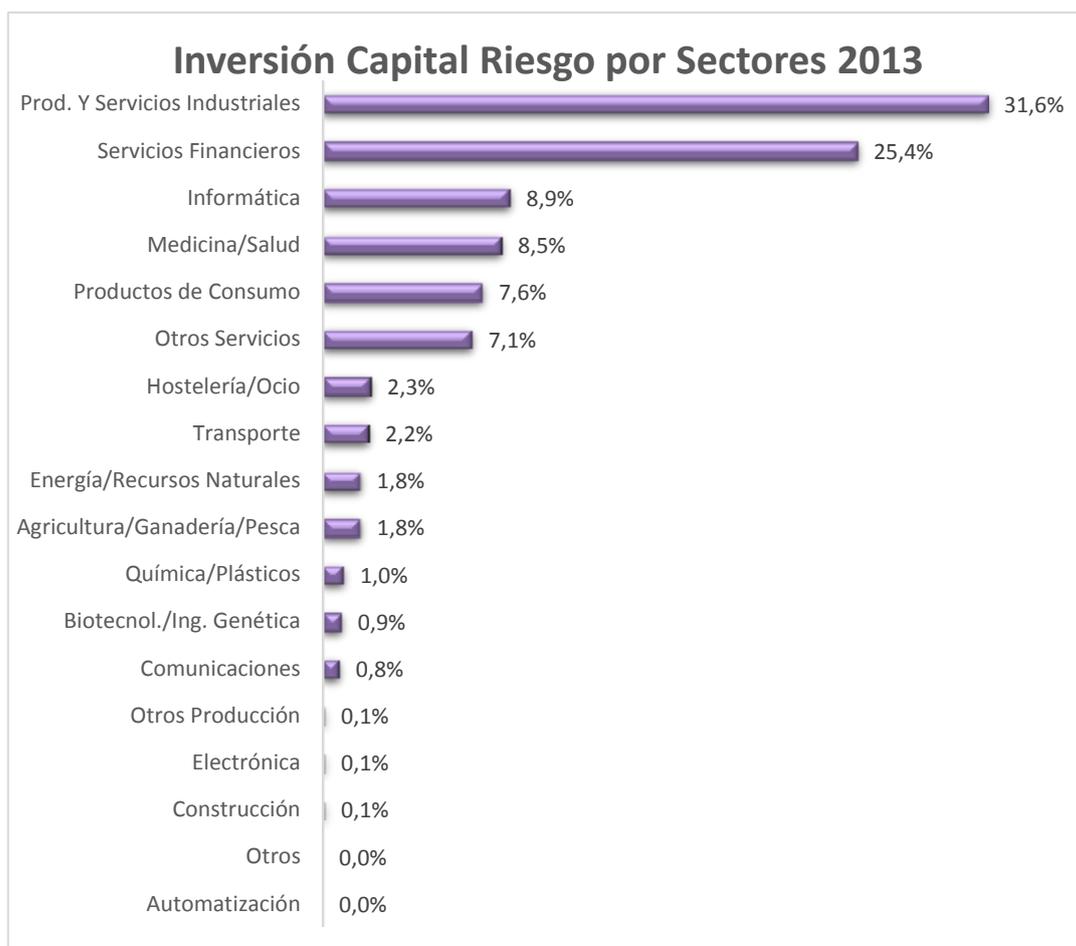


Gráfico 7: Inversiones Capital Riesgo por sector año 2013
Fuente: ASCRI.

2014

(Anuario ASCRI 2014) En el año 2014 lidera la lista el sector de los **Productos de Consumo** con un 21,5% del total de los recursos invertidos, a consecuencia de operaciones como la de la firma de moda catalana “Desigual” que realizó una ampliación de capital del 10% de la compañía. Fue la firma de capital riesgo francés “Eurazeo” por 285 millones de euros. Otros casos reseñables son la adquisición por parte del fondo de capital riesgo “OPCapita” adquiere la cadena de congelados “La Sirena”, o la operación llevada a cabo por el fondo de capital riesgo “CVC”, en la que obtiene una participación mayoritaria de la compañía “Deoleo”.

El sector de los **Productos y Servicios Industriales se sitúa** con un 13,8% del total, gracias a operaciones por parte de “Kohlberg Kravis Roberts”, donde se llegó a un acuerdo de refinanciación del “Grupo Alfonso Gallardo”, y “Spring Water”, en la que se adquirió el 30% de “Aernnova” por un importe de 150 millones de euros.

La **Hostelería y el Ocio** se sitúa en tercera posición con el 12,6%, promovido por operaciones como la llevada a cabo por “Kohlberg Kravis Roberts” en la que se compró el 49% de “Port Aventura” por un importe superior a los 200 millones de euros. Fue el mismo fondo de capital riesgo el que cerró una operación de compra de “Telepizza” por una cuantía que ronda los 575 millones de euros.

Por último se sitúa el sector de la **Medicina y Salud** con un 11,5%. Dicha tasa se consiguió con la obtención del 65% del centro hospitalario “Quirón” por parte del fondo de capital riesgo “CVC”, que en el momento de la adquisición pertenecía a “Doughty Hanson”. Dicha operación fue valorada en 1.500 millones de euros.



Gráfico 8: Inversiones Capital Riesgo por sector año 2014
Fuente: ASCRI. Elaboración Propia.

Como ampliación a lo anteriormente comentado, es relevante mencionar que el **Sector Sanitario** se encuentra actualmente en expansión. Esta expansión se está produciendo, tanto a nivel nacional como a nivel internacional.

Según el informe de la consultora “*Bain & Company*”, (Bain& Company, 2014) el Capital Riesgo triplica la inversión en hospitales, farmacéuticas o empresas de tecnología médica en el año 2014. En este año la inversión alcanza una cifra de 8.600 millones de euros, frente a los 2.868 millones de euros del año anterior. Asimismo, esta situación se repite a nivel mundial, llevándose a cabo inversiones que alcanzaron los 26.535 millones de euros, cifra que dobló las operaciones de 2013. Además, este sector llegó a ser el doble en tamaño respecto a 2013.

En el caso de las farmacéuticas, según el informe de “*Bain & Company*” (Bain& Company, 2014) las operaciones de Capital Riesgo han disminuido tanto en número como en tamaño. En 2013, llegaron a la cifra de 6.815 millones teniendo un 20% en todo el mundo. Al año siguiente se produjo un descenso hasta los 5.110 millones.

La principal adquisición la realizaron los fondos “*Starr Investment Holding*” y “*Partners Groups Holding*”, que gastaron 3.945 millones en la consultora de servicios sanitarios Multiplan en EEUU. “*The Carlyle Group*” compró la compañía de tecnología médica “*Ortho- Clinical Diagnostics*” (una división de “*Johnson&Johnson*”) por 3.585 millones.

Otro claro ejemplo de la evolución del sector sanitario, está el caso anteriormente mencionado del grupo hospitalario *Quirón*.

Asimismo, otro sector que se encuentra en pleno auge es el sector del turismo, el cual está adquiriendo cada vez mayor relevancia.

Gracias a la capacidad de recuperación que este sector ha tenido desde la crisis económica y las altas expectativas de crecimiento, han provocado que las Entidades de Capital Riesgo, muestren interés por el mismo.

12 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA FINANCIACIÓN CON CAPITAL RIESGO

A continuación se pasará a describir las principales ventajas e inconvenientes que tiene la financiación a través de entidades de Capital Riesgo.

Como ventajas se pueden destacar:

En primer lugar, el capital riesgo ha obtenido muy buenos resultados en el pasado, la rentabilidad que aportan ha sido superior a la generada por índices bursátiles.

El Capital Riesgo ayuda a diversificar la cartera de la compañía participada que normalmente estará formada por activos tradicionales (renta fija y renta variable).

No se exige aval o garantías a la empresa que necesita financiación, es por este motivo por lo que empresas de reciente creación pueden financiarse a través de este medio, mientras que no podrían hacerlo a través de financiación bancaria por ejemplo.

Las entidades de Capital Riesgo aportan cuantías considerables de capital, lo que se traduce en proporcionar a la sociedad que requiere los fondos de una cierta estabilidad y con ciertas garantías de poder afrontar una situación de crecimiento.

Los profesionales que conforman las entidades de Capital Riesgo son personas muy especializadas y con un alto conocimiento del sector, lo que beneficiará a la empresa a la hora de aportar tanto experiencia y conocimientos como contactos.

Se le confiere un cierto grado de prestigio y credibilidad a la sociedad demandante de fondos, ya que recibir el apoyo de una entidad Capital Riesgo ha supuesto pasar una serie de filtros y valoraciones.

También existen una serie de desventajas:

Las entidades de Capital Riesgo comienzan a formar parte del consejo de administración de la empresa e influyen en la toma de las decisiones más relevantes de esta. Si bien no se

involucran en la gestión diaria de la misma, esto ya supone una pérdida de libertad para los accionistas o emprendedores de la empresa.

Normalmente, la financiación con Capital Riesgo está expuesta a la asunción de un alto nivel de riesgo, lo que conlleva a una alta rentabilidad en el medio plazo, pero no siempre es así, en ocasiones la entidad de Capital Riesgo no solo deja de obtener plusvalías, sino que puede no recuperar la inversión inicial.

La duración del proyecto es a corto y medio plazo, por lo que en ocasiones sus intereses pueden entrar en conflicto con los accionistas de la empresa.

Por último, mencionar que los gestores de Entidades de Capital Riesgo poseen una gran libertad para elegir dónde invertir, y no son los propios inversores los que eligen el destino de sus fondos.

13 CONCLUSIONES

Según el estudio realizado en el presente proyecto, en este capítulo se dispone a analizar las conclusiones obtenidas a través de los datos estudiados.

13.1 Impacto del Capital Riesgo en la Empresa

Con respecto a las repercusiones del Capital Riesgo sobre las empresas intervenidas, se expone una tabla resumen del impacto que tiene dicha entidad en el incremento o decremento de la variable estudiada:

VARIABLES	REPERCUSIÓN
Crecimiento de la Compañía	Incremento
Creación de Empleo	Incremento
Inversión	Incremento
Innovación	Incremento
Internacionalización	Incremento
Fracaso Empresarial	Decremento

Tabla 8: *Repercusión del Capital Riesgo sobre Diversas Variables*
Fuente: *Elaboración Propia*

Para el análisis de las variables de la *Tabla 8*, se han observado factores comunes a las mismas, como son la inyección de liquidez en las compañías, experiencia de los gestores de fondos, gestión por parte de estos profesionales en la empresa y aportación de contactos.

Como principal conclusión a los factores descritos, se determina que los resultados obtenidos en las empresas participadas por capital riesgo son positivos, en la mayor parte de los casos estudiados. No obstante, cabe mencionar que se existen casos en los que la inversión no ha triunfado. En el análisis anteriormente realizado, se mencionan algunos de estos casos.

Bien es cierto que existe una interrelación entre todas las variables que intervienen. Dicha relación determina que el aporte de financiación contribuye al Crecimiento de la Compañía, consecuencia directa de un incremento en las ventas, lo que conllevará a la Creación de Empleo para hacer frente a dicha expansión. Asimismo, las empresas se motivarán para realizar Inversiones en activos necesarios para su empresa y a aventurarse a apostar por la Innovación que pueda mejorar aún más su trayectoria.

La reducción del Fracaso Empresarial es resultado directo de la mejora de las anteriores variables. Con esto se concreta que gracias a los activos que aporta el Capital Riesgo, la empresa será más sólida y tendrá más posibilidades de permanecer en el mercado haciendo frente a sus competidores.

Un hecho relevante a destacar del presente estudio, es que el éxito de esta forma de financiación no sea debido, principalmente, a esta liberación de fondos, sino por la unión de determinadas circunstancias, como puede ser la elección de una compañía en la que se observen claras posibilidades de crecimiento, que pertenezca a un sector en auge o que el momento del tiempo en el que se invierte en ella sea el adecuado, entre otras.

Como precepción subjetiva, se puede aventurar que el Capital Riesgo, el cual aún no tiene un papel protagonista en España, comenzará a adquirir una posición importante a medio plazo. Este hecho viene pronosticado por la gran evolución observada de los Fondos de Capital Riesgo de los años predecesores.

Este pronóstico se deriva a consecuencia de empresas que inician su actividad, las cuales observan frustradas sus posibilidades para obtener financiación a través de una entidad financiera, o empresas que, a pesar de tener una trayectoria consolidada, buscan fortalecerse en el sector.

Además, este tipo de financiación ha jugado, y seguirá jugando, un papel relevante en la superación total de la crisis económica-financiera, ya que posibilita la ejecución de proyectos con perspectivas de triunfo, pero sin activo para desarrollarse.

También es destacable en la mejora de los datos económicos de España, el mayor interés de inversores tanto nacionales como extranjeros por empresas españolas.

13.2 Impacto del Capital Riesgo en los Sectores

Tras el estudio realizado en el presente proyecto de la totalidad de los sectores en los que se divide el tejido empresarial español, son varios los sectores que están adquiriendo un peso importante en la financiación con Capital Riesgo.

Con el análisis de los datos obtenidos de la asociación ASCRI de los últimos 3 años (2012, 2013 y 2014), no se puede determinar una clara predominancia de un sector sobre otro, puesto que según las operaciones realizadas en los diversos años y la importancia de las mismas, el mapa de sectores se organizará de una forma determinada.

No obstante, con el análisis de las noticias obtenidas de diversos diarios financieros, se obtiene que los sectores más relevantes son los que engloban al Sector Tecnológico, Sector Médico-Sanitario y Sector Turístico. No obstante, sectores como el del consumo también tienen un elevado peso en la economía española.

Con vista hacia el futuro, se puede predecir que el Sector Tecnológico, en constante auge tanto en crecimiento como en innovación, continuará experimentando un interés creciente por parte de los inversores tanto nacionales como extranjeros.

Asimismo, como se comentó anteriormente el sector sanitario está siendo actualmente una fuerte apuesta, no sólo en el mercado español, sino a nivel mundial, por lo que las perspectivas futuras del mismo, serán también muy positivas.

III. BIBLIOGRAFÍA

AGENCIA ESTATAL BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (2014). “Ley 22/2014, de 12 noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, [Online]

Disponible: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-11714

AGENCIA ESTATAL BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (2014). “Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades”, [Online]

Disponible: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-12328

ÁGUBERN, M.N. (2014) “Desigual vende el 10% a un grupo de capital riesgo francés por 285 millones” [Online], ABC, 18 de marzo 2014.

Disponible:<http://www.abc.es/economia/20140318/abci-desigual-evnde-ciento-capital-201403181805.html>

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

ARTÍCULO DE OPINIÓN, (2011)“Portobello Capital y Vista Capital venden su participación en Maxam a Advent Internacional” [Online], Portobello Capital, 12 de septiembre 2011.

Disponible: <http://www.portobellocapital.es/portobello-capital-y-vista-capital-venden-su-participacion-en-maxam-a-advent-internacional/>

ARTÍCULO DE OPINIÓN, (2013) “Vista y Portobello venden Laboratorios Indas a Domtar por más de 400 millones” [Online], El Economista, 19 de noviembre 2013.

Disponible:<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/5325142/11/13/Economia-Empresas-Vista-y-Portobello-venden-Laboratorios-Indas-a-Domtar-por-mas-de-400-millones.html>

ARTÍCULO DE OPINIÓN, (2013) “Cinco empresas planean inversiones de 145 millones en el extranjero” [Online], ASCRI, 27 de agosto 2013.

Disponible: <http://www.ascricri.org/cinco-empresas-planean-inversiones-de-145-millones-en-el-extranjero/>

ARTÍCULO DE OPINIÓN (2013) “Abengoa vende a una gestora de fondos su filial Befesa por 1075 millones de euros” [Online], El País, 18 de abril 2013.

Disponible:http://economia.elpais.com/economia/2013/04/18/actualidad/1366310256_747534.html

ARTÍCULO DE OPINIÓN, (2013) “Santander alcanza un acuerdo con Warburg Pincus y General Atlantic para impulsar el negocio global de gestión de activos” [Online], Santander, 30 de mayo 2013.

Disponible:http://www.santander.com/cs/gs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Sala-de-comunicacion/Santander-alcanza-un-acuerdo-con-Warburg-Pincus-y-General-Atlantic-para-impulsar-el-negocio-global-de-gestion-de-activos.html

ARTÍCULO DE OPINIÓN (2014) “El fondo de capital riesgo OPCapita adquiere la cadena de congelados La Sirena con 237 tiendas” [Online], Murcia Economía, 1 de noviembre 2014.

Disponible:<http://murciaeconomia.com/not/30059/el-fondo-de-capital-riesgo-opcapita-adquiere-la-cadena-de-congelados-la-sirena-con-237-tiendas>

ARTÍCULO DE OPINIÓN “KKR salva al Grupo Gallardo” [Online], Cinco Días, 30 de abril 2014.

Disponible: http://cincodias.com/cincodias/2014/04/29/empresas/1398787073_169553.html

ARTÍCULO DE OPINIÓN “Un fondo de capital riesgo entrará en Telepizza con el 36% del capital” [Online], ABC, 19 de septiembre 2014.

Disponible:<http://www.abc.es/economia/20140919/abci-fondo-capital-riesgo-entrara-201409191755.html>

ARTÍCULO DE OPINIÓN, (2015) “El gobierno crea un capital riesgo para movilizar 600 millones hacia empresas tecnológicas” [Online], El Mundo, 18 de marzo de 2015.

Disponible:<http://www.elmundo.es/economia/2015/03/18/55096c75268e3e024f8b4578.html>

ASIÁN, A. (2014) “Giza Venture Capital aterriza en España para encontrar a las mejores startups” [Online], Muy Pymes, 2 de abril 2014.

Disponible: <http://www.muypymes.com/2014/04/02/giza-venture-capital-startups>

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2010) “Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España” [Online],

Disponible: <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-de-Impacto-2010.pdf>

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2011) “Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España” [Online],

Disponible: <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-de-Impacto-2011.pdf>

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2012) “Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España” [Online],

Disponible: <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-impacto-2012.pdf>

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2013) “ANUARIO” [Online],

Disponible: <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/INFORME-ASCRI-2013.pdf>

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2014) “ANUARIO” [Online],

Disponible: <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-ASCRI-2014.pdf>

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (2015) “ANUARIO” [Online],

Disponible: <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/06/Informe-ASCRI-2015.pdf>

CAPITAL CORPORATE (2014) “Informe Capital Riesgo 2014” [Online],

Disponible: <http://www.capitalcorporate.com/news.aspx?menuid=12&eid=9749>

COLOMER, A. (2009) “Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas” [Online], Dirección General de la Pequeña y Mediana Empresa, Marzo 2009

Disponible: http://www.ipyme.org/Publicaciones/BUSINESSANGELS_CulturaFinanciacion.pdf

CORDERO, D. (2013) “Un fondo de capital riesgo negocia la adquisición de la clínica Teknon” [Online], El País, 27 de agosto 2013.

Disponible: http://ccaa.elpais.com/ccaa/2013/08/27/catalunya/1377634587_115753.html

DE CHASARE, B. “Private Equity vs. Venture Capital” [Online], Mergers & Inquisitions

Disponible: <http://www.mergersandinquisitions.com/private-equity-vs-venture-capital.html>

DIRK ENGEL (2002) "The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation", [Online] Discussion Paper No. 02-02.

Disponible: <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0202.pdf>

ELIZALDE, I. (2011) "El capital riesgo fracasa en Musgo, Hazel, Coronel Tapiocca y Novissima" [Online], Expansión, 18 de marzo 2011.

Disponible: <http://www.expansion.com/2011/03/18/empresas/distribucion/1300405888.html>

EUROPA PRESS (2012) "Telefónica vende Atento a una firma de capital riesgo fundada por Mitt Romney" [Online], El Mundo, 12 de octubre 2012.

Disponible: <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/10/12/economia/1350030745.html>

EUROPA PRESS (2012) "Sherpa Capital adquiere el 100% de la división de impresión comercial de Dédalo, participada por Grupo Prisa" [Online], Europa Press, 4 de junio 2012.

Disponible: <http://www.europapress.es/economia/noticia-economia-sherpa-capital-adquiere-100-division-impresion-comercial-dedalo-participada-grupo-prisa-20120604180459.html>

EUROPA PRESS (2015) "Bodybell planea despedir a 445 empleados, el 21% de la plantilla, y cerrar 54 tiendas" [Online], El Economista, 20 de mayo 2015.

Disponible: <http://www.eleconomista.es/empresasfinanzas/noticias/6724837/05/15/economia-bodybell-planea-despedir-a-445-empleados-el-21-de-la-plantilla-aunque-las-medidas-afectaran-a-unos-1000.html>

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

FAMA, E. F. Y M. C. JENSEN (1983), "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law & Economics.

FONTGIVELL, C. (2014) "CVC y la familia Cerdón crean el líder de los hospitales en España" [Online], Expansión, 17 de junio 2014.

Disponible: <http://www.expansion.com/2014/06/17/empresas/1402988190.html>

GUERRERO, C. “¿Qué aporta un fondo de growth capital a sus participadas?”, “El Blog de Carlos Guerra” [Blog], 2 de enero 2014.

Disponible:<http://www.carlosguerrero.es/2014/01/02/que-aporta-un-fondo-de-growth-capital-a-sus-participadas/#.VZUf6fntmko>

GONZÁLEZ, Y. (2015) “Las start up tecnológicas copan la mitad de la inversión de capital riesgo” [Online] Expansión, 9 de marzo 2015.

Disponible: <http://www.expansion.com/2015/03/09/economia/1425930131.html>

GUINDAL, C. (2011) “Ibersuizas presenta concurso de acreedores para su cadena de moda festa” [Online], El Confidencial, 14 de enero 2011.

Disponible:http://www.elconfidencial.com/economia/2011-01-14/ibersuizas-presenta-concurso-de-acreedores-para-su-cadena-de-moda-festa_604488/

HERNANZ, C. (2014) “El fondo CVC se queda con Deoleo” [Online], El Confidencial, 10 de abril 2014.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-04-10/el-fondo-cvc-se-queda-con-deoleo_115104/

HERNANZ, C. (2014) “Capio se fusiona con Quirón para crear el gigante español de la sanidad privada” [Online], El Confidencial, 17 de junio 2014.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-06-17/idc-salud-capio-se-fusiona-con-quiron-para-crear-el-gigante-espanol-en-sanidad-privada_147595/

JIMENEZ, M. (2012) “Los gigantes del capital riesgo confían en la española Alien Vault” [Online], Cinco Días, 10 de julio 2012.

Disponible: http://cincodias.com/cincodias/2012/07/10/empresas/1341927589_850215.html

LAMELAS, M. (2013) “KKR compra el 49,9% de Port Aventura por más de 200 millones” [Online], El Confidencial, 5 de diciembre 2013.

Disponible:http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-12-05/kkr-compra-el-49-9-de-port-aventura-por-mas-de-200-millones_62667/

M.Á.F. (2012) “Los fondos entran en Euskaltel al ampliar capital en 68 millones” [Online], Expansión, 6 de diciembre 2012.

Disponible: <http://www.expansion.com/2012/12/05/pais-vasco/1354705152.html>

MANIGART Y VAN HYFTE (1999) “The survival of Venture Capital backed Companies”, [Online],

Disponible: <http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/XIX/XIXB/XIXB.htm>

MARCO, A. (2012) “Los hospitales UPS y Quirón se fusionan para crear un gigante de la sanidad privada” [Online], El Confidencial, 22 de marzo 2012.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/economia/2012-03-22/los-hospitales-usp-y-quiron-se-fusionan-para-crear-un-gigante-de-la-sanidad-privada_417839/

MARCO, A. (2013) “Abengoa cierra la venta de befesa por 1075 millones para reducir su elevada deuda” [Online], El Confidencial, 18 de abril 2013.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/economia/2013-04-18/abengoa-cierra-la-venta-de-befesa-por-1-075-millones-para-reducir-su-elevada-deuda_417141/

MARCO, A. (2013) “Botin y Portobello ultiman la venta del líder en higiene por 400 millones” [Online], El Confidencial, 16 de octubre 2013.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-10-16/botin-y-portobello-ultiman-la-venta-del-lider-en-higiene-por-400-millones_41532/

MARCO, A. (2013) “Doughty Hanson coge el bisturí: compra teknon para fusionarla con Quirón” [Online], El Confidencial, 10 de septiembre 2013.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-09-10/doughty-hanson-coge-el-bisturi-compra-teknon-para-fusionarla-con-quiron_26690/

MARCO, A. (2015) “MCH pone a la venta Europastry, la mayor panadería industrial de España” [Online], El Confidencial, 26 de junio 2015.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/empresas/2015-06-23/mch-pone-a-la-venta-europastry-la-mayor-panaderia-industrial-de-espana_896487/

MARCO, A. (2015) "Talgo hace millonarios a sus directivos con un premio en acciones de 140 millones de euros" [Online] El Confidencial, 24 de abril de 2015.

Disponible: http://www.elconfidencial.com/empresas/2015-04-24/talgo-hace-millonarios-a-sus-directivos-con-un-premio-de-140-millones_774106/

MUÑOZ, M. Y ZAFRA, V. (2013) "Santander vende por 1023 millones el 50% de su gestora a dos firmas de capital riesgo estadounidenses" [Online], Funds People, 30 de mayo 2013.

Disponible: <http://www.fundspeople.com/noticias/santander-cierra-la-venta-del-50-de-su-gestora-a-dos-firmas-de-capital-riesgo-estadounidenses-92063>

O'KUNGHUTTONS, U (2015) "El resurgir de Bitcoin" [Online], El País, 16 de junio 2015.

Disponible: http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2015/06/16/actualidad/1434483213_148033.html

ORTÍN, A. (2014) "La administración de Orizonia reclama a Carlyle 159 millones" [Online] Cinco Días, 24 de diciembre 2014.

Disponible: http://cincodias.com/cincodias/2014/12/23/empresas/1419363040_463922.html

RAMIRO, J.M. "Comparativa entre Private Equity y Venture Capital", "Invertir en Capital Riesgo" [Blog], 21 de septiembre 2014.

Disponible: <http://www.invertirencapitalriesgo.com/2014/09/comparativa-entre-private-equity-y.html>

RAMIRO, J.M. (2015) "El capital riesgo y el sector sanitario europeo", "Invertir en Capital Riesgo" [Blog], 19 de mayo 2015.

Disponible: <http://www.invertirencapitalriesgo.com/2015/05/el-capital-riesgo-y-el-sector-sanitario.html>

SIMÓN, A. (2015) "El capital riesgo se lanza a por el sector sanitario europeo" [Online], Cinco Días, 5 de mayo 2015.

Disponible: http://cincodias.com/cincodias/2015/05/04/empresas/1430759340_082149.html

SUÁREZ SUÁREZ, A. (1992), "Diccionario de Economía y Administración", McGraw.

VIGARIO, A. (2014) "Los fondos de capital riesgo asaltan la sanidad privada: es buena y barata"
[Online] El Economista, 25 de diciembre 2014.

Disponible:<http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/Zjn15/empresas-finanzas/noticias/6352478/12/14/Los-fondos-de-capital-riesgo-asaltan-la-sanidad-privada-es-buena-y-barata.html#.Kku84M86diiA6n6>

ZACHARAKIS, A (2002) "Venture capitalist's expertise: A call for research into decision aids and cognitive feedback", Journal of Business Venturing.

IV. TABLAS

Tabla 1: Principales diferencias entre Venture Capital y Private Equity	11
Tabla 2: <i>Organización del Equipo de Trabajo en ASCRI</i>	13
Tabla 3: <i>Principales operaciones de inversión realizadas en España en 2014</i>	34
Tabla 4: <i>Principales desinversiones en Private Equity realizadas en España en 2014</i>	37
Tabla 5: <i>Principales desinversiones de Venture Capital realizadas en España en 2014</i>	37
Tabla 6: <i>Principales operaciones de Middle market realizadas en España en 2014</i>	41
Tabla 7: <i>Principales Inversiones de Grandes Operaciones en España en 2014</i>	42
Tabla 8: <i>Repercusión del Capital Riesgo sobre Diversas Variables</i>	61

V. GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolución de la captación de fondos por parte de las ECRs Internacionales, Nacionales Privadas y Nacionales Públicas	32
Gráfico 2: Evolución de la Captación de fondos e inversión respecto al PIB.	33
<i>Gráfico 3: Formas de desinversión de Private Equity & Venture Capital realizadas en 2014 en España</i>	<i>36</i>
Gráfico 4: Número de Entidades de Capital Riesgo clasificadas por tamaños en España	39
Gráfico 5: Inversiones según el tamaño de la operación	40
Gráfico 6: Inversiones Capital Riesgo por sector año 2012.....	53
Gráfico 7: Inversiones Capital Riesgo por sector año 2013.....	55
Gráfico 8: Inversiones Capital Riesgo por sector año 2014.....	57

