

El sector de capital riesgo europeo y la intervención pública: introducción a las iniciativas estatales en España

(Public sector and the European private equity industry: an overview of state initiatives in Spain)

Susana de los Ríos Sastre

Departamento de Gestión Financiera

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad Pontificia Comillas

Isabel Rodríguez García

Socia responsable de Private Equity

King & Wood Mallesons

Rocío Sáenz-Díez Rojas

Departamento de Gestión Financiera

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad Pontificia Comillas

Sumario: 1. Las iniciativas públicas en la industria de capital riesgo. 1.1. Motivos para la intervención pública. 1.2. Programas públicos de capital riesgo. 2. Situación del capital riesgo en Europa. 3. Iniciativas públicas estatales en España. 4. Análisis comparativo entre dos programas públicos europeos: los Enterprise Capital Funds y Fond-ICO Global. 4.1. Los Enterprise Capital Funds: origen y contextualización. 4.2. Los Enterprise Capital Funds y Fond-ICO Global: un análisis comparativo. 5. Reflexión final. 6. Referencias bibliográficas.

Resumen: *Europa continúa esforzándose por recuperar la senda del crecimiento económico, si bien todavía no ha superado al completo los efectos negativos de la crisis. Las autoridades europeas están intentando desbloquear el potencial del tejido empresarial europeo, para que pueda mejorar su contribución al crecimiento y a la creación de empleo en la zona. Una de las cuestiones que más preocupa es la limitación en el acceso a los recursos financieros necesarios para muchos emprendedores y empresas de pequeño tamaño, que aún dependen en exceso de la financiación*

bancaria. En este contexto, el capital riesgo ha recobrado protagonismo como forma de financiación y, tanto desde el ámbito académico como desde el propio mercado, se reconoce el papel clave del sector público en este campo.

En este artículo se exponen los principales motivos que justifican la necesidad de intervenciones públicas en el sector del capital riesgo europeo, bien sea con el objetivo de paliar los propios fallos del mercado o simplemente como catalizador en el desarrollo de la industria del capital riesgo en Europa. Asimismo, se presentan las tendencias actuales en el tipo de iniciativas públicas consideradas más eficientes, puesto que la evidencia muestra que la intervención del sector público no siempre es efectiva. En concreto, se revisan los principales programas públicos estatales dirigidos a la industria del capital riesgo puestos en marcha por instituciones de reconocido prestigio en España. Por último, se realiza un análisis comparativo entre dos iniciativas europeas exitosas como son: el programa español Fond-ICO Global y el programa del Reino Unido Enterprise Capital Funds (ECF).

Palabras clave: *capital riesgo; iniciativas públicas; financiación a PYME; Enterprise Capital Funds; Fond-ICO Global.*

Abstract: *The economic situation in Europe is slowly improving, although the effects of the economic recession are still being felt throughout the Eurozone. The EU Authorities are trying to stimulate corporate activity aiming to maximize their potential for job creation and economic growth. One of the difficulties to be overcome is the existing financing gap faced by SMEs and entrepreneurs and the fact that they still rely mainly on banking finance. In this context, private equity and venture capital are increasing their role as fund providers for SMEs, while at the same time, the importance of public programs in this field is widely acknowledged.*

This paper explains the main reasons behind public initiatives in European venture capital, either with the purpose of bridging existing gaps in the market, or simply to foster the growth and dynamism of the venture capital activity for European companies and investors. The most popular trends in public schemes are also presented, since not all public programs have been equally successful in the past. In addition, the paper specifically focuses on the main private equity initiatives undertaken by recognised Spanish state institutions. Finally, two successful European programs are compared in a detailed analysis: The UK Enterprise Capital Funds and the Spanish Fond-ICO Global.

Key words: *private equity; venture capital; public initiatives; equity gap; Enterprise Capital Funds; Fond-ICO Global.*

I. Las iniciativas públicas en la industria de capital riesgo

La actividad de capital riesgo juega un papel clave en el impulso de nuevas empresas y sectores, y en la revitalización del tejido productivo y económico, por lo que son muchas las iniciativas públicas que se han puesto en marcha en diversos países para fomentar este tipo de inversiones.

La mayoría de los países con una economía de libre mercado podrían tener reservas a priori para permitir que el Estado intervenga de forma directa en las actividades financieras en manos de profesionales especialistas del mercado. Sin embargo, los gobiernos se reservan el derecho a intervenir en los casos en que hay evidencia clara acerca de que la oferta de financiación adecuada es insuficiente, ningún inversor o conjunto de inversores del sector privado incrementan por sí mismos el flujo de fondos para inversiones en capital riesgo y, como consecuencia, importantes beneficios de la actuación de empresarios y emprendedores se están perdiendo, con el consiguiente impacto negativo en la economía del país. En estos casos, la intervención pública se justifica para suplir una respuesta insuficiente de los mercados de capital privados.

Así pues, a pesar de la intuición que percibe la actividad de capital riesgo como un instrumento financiero asociado a la dinámica de un mercado libre y de una iniciativa empresarial privada, el Estado tiene un papel importante como impulsor de programas específicos de inversión en capital riesgo al igual que en la generación de un entorno adecuado para el fomento de dicha actividad.

I. 1. Motivos para la intervención pública

Entre los motivos que con frecuencia sirven para justificar la intervención pública en la industria de capital riesgo están, por una parte, la presencia de externalidades positivas al promover la actividad emprendedora como motor de innovación y crecimiento económico y, por otra, los posibles fallos estructurales en el mercado.

1. Estímulo de las actividades que presentan externalidades positivas, es decir, aquellas en las que el beneficio para la sociedad en su conjunto es mayor que la mera rentabilidad privada, como es el caso de las industrias más innovadoras.

Desde los años 50 del pasado siglo, los economistas han entendido que la innovación tecnológica representa un factor crítico para impulsar el crecimiento económico, y son muchos los estudios que documentan la relación entre el progreso tecnológico, particularmente la innovación en áreas como la tecnología de la información que produce aumentos en la productividad, y la prosperidad. En los años 90 el advenimiento de lo que

se denominó la “nueva economía” reforzó esta idea dándole nueva luz. Es cierto que la revolución tecnológica ha cambiado los fundamentos de la economía de mercado de las últimas décadas, eliminando viejos negocios, haciendo desaparecer intermediarios e ineficiencias y acelerando el ritmo de la innovación, de forma que las empresas más valiosas son las más flexibles, eficientes y capaces de adaptarse. El conocido estudio de Griliches (1992) concluye que, a pesar de los problemas para medir los efectos de los esfuerzos públicos y privados en innovación, todos los estudios apuntan en la misma dirección: las inversiones en I+D presentan externalidades positivas¹, su magnitud parece ser relevante y las rentabilidades sociales son sustancialmente superiores a las rentabilidades empresariales. La presencia de externalidades es una de las principales razones que lleva a los gobiernos a intervenir en la economía.

En el pasado, con el fin de perseguir esta tan deseada innovación, las políticas públicas se centraron en el fomento e inversión en I+D y formación de capital humano, con resultados a menudo decepcionantes en cuanto a su impacto en el crecimiento económico. Frente a esta paradoja, muchos estudios identifican la actuación de los emprendedores como uno de los mecanismos necesarios para canalizar el conocimiento desde las fuentes donde se origina hacia las empresas que lo comercializan y generan rentabilidad con estas nuevas ideas. Es decir, la actividad emprendedora es, en palabras de Murray (2007) el “eslabón perdido” necesario para canalizar la innovación y los avances en el conocimiento y convertirlos en nuevos productos y servicios que aporten valor y se traduzcan en crecimiento económico. La innovación y el crecimiento precisan de investigadores que generen ideas y de emprendedores que las comercialicen², puesto que el emprendedor sirve de puente entre los centros de conocimiento (universidades y laboratorios, entre otros) y el mercado; entre la innovación técnica y el crecimiento económico.

Las políticas públicas deberían por tanto no sólo promover la investigación, sino impulsar específicamente la creación de nuevas empresas y el cuidado del ecosistema emprendedor en general para que actúen como conexión entre la innovación tecnológica y la comercialización de la misma.

1 Las externalidades aparecen cuando decisiones de consumo, producción e inversión que toman los individuos, los hogares y las empresas afectan a terceros que no participan directamente en esas transacciones. Cuando esos efectos indirectos adquieren cierta dimensión, se conocen como “externalidades”. En presencia de externalidades, las rentabilidades y los costes privados son diferentes de los que asume la sociedad en su conjunto. Las actividades de investigación y desarrollo por ejemplo, están ampliamente consideradas como generadoras de efectos positivos que trascienden al productor y a la empresa que las financia, lo que supone que la rentabilidad privada es inferior a la rentabilidad social: y entonces se generan externalidades positivas.

2 Consultar Carlsson et al. (2009) para una revisión histórica de la relación entre generación de conocimiento, emprendedores y crecimiento económico. En el mismo sentido, pueden verse los trabajos de Michelacci (2003) y de Acs et al. (2012).



En este sentido, el papel del sector público para fomentar la actividad de capital riesgo se analiza frecuentemente dentro de las medidas enfocadas a promover el emprendimiento y la creación de empresas, medidas que resultan aún más relevantes cuando se apoyan industrias nacientes e innovadoras relacionadas a menudo con nuevas tecnologías. La actividad empresarial de los denominados emprendedores, es decir, empresarios que acometen la labor de crear empresas canalizando a través de la iniciativa privada nuevas ideas y prácticas de negocio, se encuentra actualmente en el centro de atención de las autoridades económicas y de la sociedad en su conjunto. La Administración Pública debe vertebrar sus esfuerzos para cuidar lo que se conoce como ecosistema emprendedor³, en el que el capital riesgo es un agente fundamental. La lógica detrás de la proliferación de medidas públicas en este campo es la consideración cada vez más aceptada de que el emprendimiento es uno de los instrumentos esenciales detrás del crecimiento de una economía basada en la innovación y en la generación de conocimiento.

Muchos estudios avalan la idea de que la actividad de capital riesgo favorece especialmente esta tan deseada innovación⁴, puesto que, al financiar estos proyectos, el capital riesgo actúa como mecanismo de detección y estímulo de la innovación técnica y económica. Kortum y Lerner (2000) calculan que un dólar de inversión proveniente de capital riesgo resulta tres veces más efectivo para producir resultados de innovación como patentes que un dólar invertido de la forma tradicional en I+D por parte de la propia empresa. Estiman también que aunque la inversión de capital riesgo en I+D empresarial entre 1983 y 1992 supuso alrededor de un 3%, fue responsable de un 8% de la innovación industrial en Estados Unidos durante ese tiempo. En este sentido Fraser-Sampson (2013) afirma que las inversiones de *venture capital* representan típicamente alrededor de un 1% de la inversión anual total en Estados Unidos, mientras que las empresas financiadas con estos fondos se estima que generan alrededor de un 13% del PIB anual de ese país.

3 Se entiende por ecosistema emprendedor el conjunto de relaciones complejas entre entidades y personas emprendedoras con sus entornos tecnológicos, académicos, sociales, políticos y económicos, estimulantes para el desarrollo de iniciativas emprendedoras.

4 Por ejemplo Hellman y Puri (2000) concluyen que es mucho más probable que las empresas innovadoras consigan financiación a través del capital riesgo que las imitadoras, y Samila y Sorensen (2010) observan que la correlación entre ayudas a la investigación concedidas a universidades y el índice de patentes registradas y empresas creadas es más alta en las regiones en las que la industria de capital riesgo es más activa.

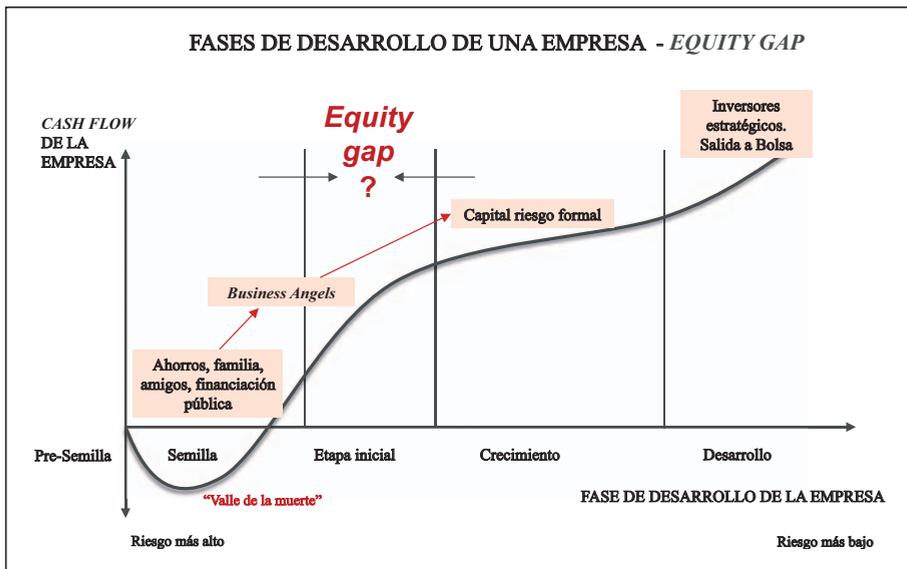
La relación entre innovación, capital riesgo y crecimiento económico se ilustra en el trabajo de Lerner y Watson (2008), que afirman que la actividad de *venture capital* ha tenido un efecto indudable en la economía norteamericana, siendo su papel especialmente relevante en empresas de biotecnología, servicios informáticos, servicios industriales o de semi-conductores. Todos estos sectores han experimentado en los últimos años enormes transformaciones ligadas siempre a la generación de innovación, y el capital riesgo ha ayudado a estas industrias proporcionando financiación a los emprendedores y permitiendo obtener una rentabilidad económica a partir de la creación de conocimiento y nuevas ideas. Según estos autores, se puede afirmar que el aumento de la actividad de capital riesgo fue una de los catalizadores detrás de la transformación de la economía de Estados Unidos a finales del siglo pasado.

2. Impulso del desarrollo inicial de una industria o intervención en los casos en que existe un fallo estructural en el mercado, como el que se ha detectado en la financiación a las pequeñas y medianas empresas.

Tanto la doctrina como el mercado aceptan de forma general la idea de que la intervención pública es clave para proteger e impulsar las primeras fases de una industria naciente, y los gobiernos son responsables de crear el clima adecuado en estos momentos iniciales. Prácticamente todos los ecosistemas emprendedores considerados punteros hoy día en el mundo y, dentro de los mismos, la actividad concreta de capital riesgo, han tenido en su origen una intervención pública proactiva. Además se ha observado que, tanto la industria de capital riesgo como los centros punteros de innovación, tienden a funcionar en *clusters* de modo que las iniciativas pioneras facilitan el despegue de la actividad catalizando a los demás participantes y generando un círculo virtuoso. Si se alcanza una masa crítica suficiente y se generan dinámicas de aprendizaje colectivo, imitación, comunicación e interrelación entre los distintos agentes, se conseguirá un funcionamiento sostenible del mercado con una menor intervención del sector público. Además de en el despegue de la industria, una intervención pública con un alcance claramente definido puede resultar enormemente valiosa en los casos en los que exista un fallo en el mercado, bien sea temporal, causado por ejemplo por una recesión económica, bien sea estructural, como es el caso del *equity gap* que se analiza a continuación.

Incluso en mercados financieros cuyo funcionamiento se considera en general adecuado, pueden identificarse a menudo una serie de fallos estructurales que afectan a la oferta y a la demanda de financiación a pequeñas empresas. Esta situación hace que muchos negocios viables no consigan los recursos necesarios, con la consiguiente repercusión negativa sobre el crecimiento económico.

La existencia de un fallo en el mercado de financiación a la pequeña y mediana empresa es algo ampliamente aceptado, particularmente en lo que se refiere a aportaciones de capital de pequeña cuantía, y se conoce habitualmente como *equity gap*. Este *equity gap* hace alusión al conjunto de límites en la oferta de financiación del capital a las empresas. En la práctica dichos límites no son rígidos, sino que evolucionan a lo largo del tiempo y tampoco hay un salto repentino en la oferta de capital, más bien se trata de una progresiva dificultad en la obtención del este tipo de recursos.



Uno de los factores más importantes detrás de estos errores del mercado es la presencia de asimetrías en la información, que se hacen aún más pronunciadas bajo condiciones de mayor incertidumbre y aversión al riesgo por parte de los agentes económicos, como ha ocurrido en los últimos años tras la crisis iniciada en 2008. La existencia de información asimétrica entre la empresa y los potenciales inversores acerca de la viabilidad futura del negocio se cita a menudo entre las causas de este *gap*. Es necesario recordar que la propia naturaleza de la actividad de capital riesgo se especializa en lidiar con este tipo de problemas y la convierte en el candidato idóneo para financiar a estas empresas.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que la industria de capital riesgo y en particular el segmento de *venture capital* también adolecen de algunas limitaciones estructurales, como puede ser la de evitar las operaciones de tamaño pequeño. En este sentido, con el

fin de valorar adecuadamente la calidad de las compañías y los riesgos asociados a las mismas, los inversores realizan procesos de *due diligence*, que conllevan un coste. Estos costes no varían demasiado con el tamaño de la inversión, por lo que proporcionalmente pesan más en transacciones pequeñas, pudiendo alcanzar según BIS (2012) el 10% de la inversión en negocios con una base tecnológica compleja. Como consecuencia, los inversores y fondos de capital riesgo prefieren centrarse en un número menor de transacciones más grandes y con frecuencia en negocios algo más establecidos, a costa de una menor actividad en los segmentos de *venture capital* dedicados a empresas más pequeñas y en fases menos desarrolladas.

Otra razón que justifica intervención pública con el fin de paliar las dificultades en el acceso a la financiación para muchas PYME y empresas jóvenes es la ya mencionada presencia de externalidades positivas, que se producen al transferir innovación y conocimiento a otros partícipes del mercado, pero que los inversores no tienen en cuenta cuando toman la decisión de invertir. Se ha demostrado que el acceso a financiación es especialmente difícil en los casos de compañías jóvenes y en sectores tecnológicos donde las asimetrías de información y el riesgo son más elevados. Diversos estudios ponen de manifiesto que restricciones en el acceso a capital limitan la inversión en I+D, especialmente en empresas pequeñas, por lo que se perderían las externalidades positivas inherentes a dicha actividad. Este es otro punto en el que la intervención del sector público puede cubrir las carencias del *equity gap*, mediante, entre otras medidas, la promoción de la actividad de capital riesgo.

Por último, también es necesario mencionar que entre los inversores de *venture capital* se ha detectado la tendencia a concentrarse únicamente en unos pocos sectores (*herding effect* o efecto rebaño). Si los fondos de capital riesgo participados en parte por fondos públicos son capaces de identificar y apoyar a empresas que teniendo perspectivas interesantes han sido dejadas de lado por la dinámica de la industria, pueden ayudar a otorgarles la certificación de calidad necesaria para vencer los obstáculos a los que se enfrentan en su desarrollo. Este es otro efecto a tener en cuenta para la intervención pública: el efecto de "certificación" que se genera. Cuando un fondo de capital riesgo certifica mediante su inversión que una empresa es de calidad, parte de estas asimetrías de información desaparecen y se otorga confianza a otros inversores para que también proporcionen capital. Además, este efecto suele producirse en cascada, puesto que en un primer momento es el sector público el que, mediante su inyección de recursos, certifica la calidad del fondo. Y, es más pronunciado en fondos jóvenes que aún no tienen un historial de éxito, ya que el papel de "inversor ancla" del sector público es siempre un catalizador para atraer inversiones del sector privado.

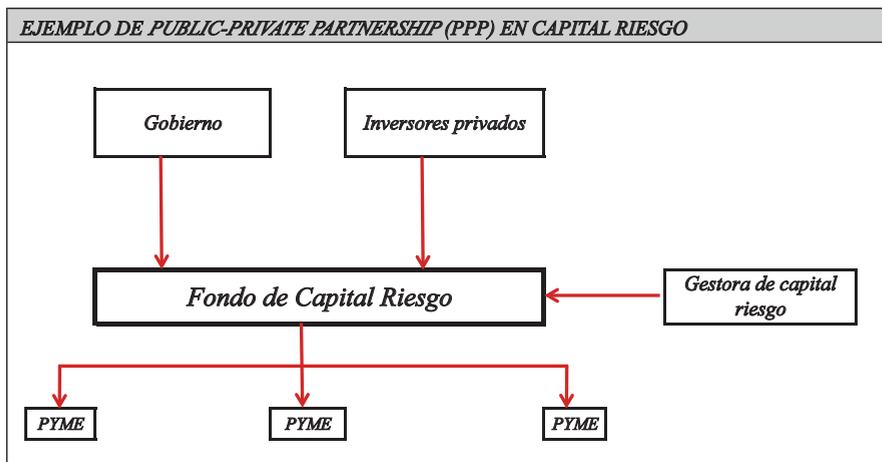
I.2. Programas públicos de capital riesgo

Los intentos de crear y gestionar fondos públicos de capital riesgo o de estructurar la financiación como inversión pública directa en las empresas participadas, no han dado siempre el resultado esperado. Esto ha provocado ciertas dudas acerca de la capacidad de los gobiernos para realizar inversiones de capital riesgo de forma adecuada, o del denominado efecto expulsión (*crowding out*) de inversiones privadas que pueden acompañar a estas actuaciones públicas⁵. Una de las conclusiones sobre la actividad estatal de la segunda mitad del siglo pasado, aceptada a nivel general, es que los gobiernos deberían evitar situaciones en las que tengan que decidir sobre la asignación de fondos con criterios que resultaban ser políticos cuando deberían ser económicos. Parece existir un cierto acuerdo en limitar el papel del sector público como inversor directo⁶ y, de hecho, los programas puestos en marcha desde finales del siglo XX suponen un cambio de rumbo hacia formas indirectas de intervención pública, de la mano siempre de inversores privados. Estas iniciativas público-privadas se conocen a menudo por el término anglosajón *Public-Private Partnership* (PPP) y pueden tomar distintas formas, siendo una de ellas los fondos de coinversión o fondos híbridos.

El término “híbrido” fue utilizado inicialmente por la OCDE para describir aquellas estructuras en las que el gobierno y los inversores privados trabajan de forma concertada como coinversores en un fondo de capital riesgo. Estas estructuras se considera que se integran entre las buenas prácticas de este sector de actividad, en las que una casa de capital riesgo gestiona el fondo y actúa como agente de un grupo de inversores, uno de los cuales aporta financiación pública. Ejemplos de estas figuras serían los ya clásicos programas de las SBIC (*Small Business Investment Company*) norteamericanas y el programa *Yozma* en Israel, o iniciativas más recientes como el *Innovation Investment Fund* en Australia, el *Fond de Promotion pour le Capital Risque* de Francia (bajo la figura específica de un fondo de fondos) o, en el Reino Unido, los *Regional Venture Capital Funds* y el programa de los *Enterprise Capital Funds*, del que se hablará con más detalle posteriormente.

5 Véase, por ejemplo, Murray (2007) o Leleux y Surlemont (2003)

6 Aunque todavía pueden encontrarse intervenciones de este tipo, muchos de los programas de inversión directa han ido modificándose para incluir, e incluso gradualmente dar prioridad, a formas de coinversión con inversores privados a través de fondos. Un ejemplo sería el programa *Finnish Industry Investment*.



II. Situación del capital riesgo en Europa

El tejido empresarial europeo sigue estando formado mayoritariamente por pequeñas y medianas empresas. En 2014, las PYME representaban un 99,8% en el conjunto de empresas no financieras de la Unión Europea⁷, fueron las responsables de un 58% del valor añadido producido y de un 67% del empleo generado en los 28 Estados miembros (Comisión Europea, 2015a).

La evidencia empírica muestra que las empresas europeas siguen dependiendo en exceso de la financiación bancaria⁸, a pesar de las restricciones al crédito ocasionadas por la crisis de los últimos años. Esta situación es especialmente delicada para las pequeñas y medianas empresas y para las empresas de nueva creación. Por tanto, es necesario que en Europa se de impulso a otro tipo de intermediarios entre los ahorradores y las empresas.

Actualmente, nadie pone en duda las virtudes del capital riesgo como forma de financiación para los emprendedores y las PYME. No sólo en la medida en que aporta fondos para financiar una gran diversidad de actividades empresariales, sino también por sus propias características, como puede ser el valor añadido que aporta en la gestión de la empresa o la experiencia en el lanzamiento de nuevos productos. Según los datos del

⁷ Dentro de este grupo un 93% son microempresas, con menos de 10 empleados.

⁸ En este sentido, la propia Comisión Europea reconoce que las pequeñas y medianas empresas europeas obtienen cinco veces menos financiación de los mercados de capitales que las empresas estadounidenses (Comisión Europea, 2013) y, según los resultados de la *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)* publicados en diciembre de 2015, se mantiene la preferencia de la PYME europea por la financiación bancaria como principal recurso financiero (ECB, 2015).

informe elaborado por la Asociación Europea de Capital Riesgo (*Invest Europe*)⁹, titulado *Private equity's contribution to building European businesses*, la financiación a través de capital riesgo influye positivamente en la competitividad, innovación y productividad de las empresas europeas, lo cual repercute positivamente en la economía. En concreto, las cifras muestran que en Europa, durante el periodo 2007-2013, se han invertido 307.000 millones de euros en unas 25.000 empresas, que han dado empleo a unos 8 millones de trabajadores. Se estima que la entrada de capital riesgo en una compañía puede incrementar entre un 4,5% y un 8,5% su resultado operativo durante los tres primeros años de inversión, al tiempo que disminuye en más de un 50% la posibilidad de fracaso de los negocios respecto a otros de características similares, pero que no utilizan esta fuente de financiación. Asimismo, un 12% de la innovación industrial en Europa corresponde a empresas financiadas con capital riesgo, consiguiendo que el valor de las patentes concedidas a compañías que utilizan este tipo de recursos fuese aproximadamente de 350.000 millones de euros en el periodo 2006-2011 (EVCA, 2014).

No obstante, el volumen de recursos de capital riesgo en Europa sigue siendo insuficiente y bastante reducido en comparación con otras partes del mundo, como puede ser Estados Unidos¹⁰. Al mismo tiempo, es cierto que aún existen grandes diferencias en el desarrollo de la industria de capital riesgo entre los diferentes Estados miembros, por lo que hay un potencial aún por explotar en este campo.

Las restricciones en la financiación bancaria y la dificultades en el acceso a los mercados de capitales para las empresas de menor tamaño, entre otras razones, han provocado que a principios de 2015 las instituciones europeas se plantearan el reto de construir un verdadero mercado único de capitales para los 28 Estados miembros. La denominada "Unión de los Mercados de Capitales" tiene, entre otros, el propósito reforzar y diversificar las fuentes de financiación a largo plazo con el objetivo de desbloquear la inversión en las empresas europeas. Y, desde septiembre de 2015, se ha puesto en marcha el Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales que, por supuesto, incluye iniciativas relacionadas con el capital riesgo. Entre otras cuestiones, dicho plan de acción reconoce que la participación del sector público en los países de la Unión Europea podría contribuir al incremento del tamaño de los fondos de capital riesgo y servir de catalizador de la inversión del sector privado. En concreto, considera que la promoción de fondos de fondos podría favorecer la inversión privada en capital riesgo atrayendo a los inversores

9 Recordemos que, en octubre de 2015, la *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)* cambió su denominación, para convertirse en: *Invest Europe - The Voice of Private Capital*.

10 Las instituciones europeas apuntan que de una cuantía aproximada de 60 millones de euros, un fondo de capital riesgo europeo medio representa solo la mitad del volumen de su equivalente en Estados Unidos y consideran que si los mercados europeos de capital riesgo estuvieran igual de desarrollados que los de Estados Unidos, más de 90.000 millones de euros habrían estado disponibles para financiar empresas europeas en el periodo 2009-2014 (Comisión Europea, 2013).

institucionales (Comisión Europea, 2015b). Por citar algunas, entre las medidas previstas para facilitar la financiación a través de instrumentos de capital de riesgo en el ámbito de la Unión Europea están:

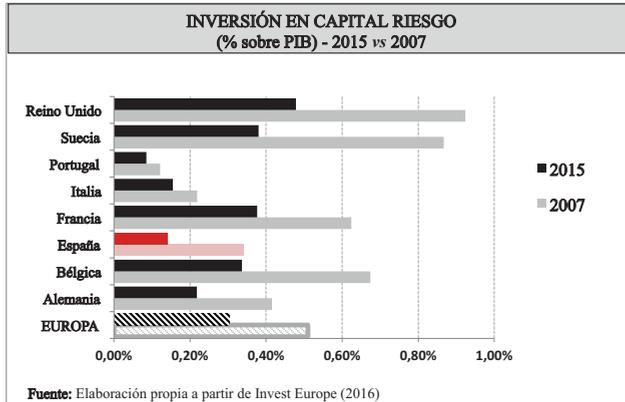
- La regulación sobre los Fondos de Capital Riesgo Europeos (EuVECA, por sus siglas en inglés) y sobre los Fondos de Emprendimiento Social Europeos (EuSEF, por sus siglas en inglés)¹¹.
- Impulsar mejoras en materia de incentivos fiscales nacionales, para favorecer la financiación por medio de capital riesgo para las empresas de nueva creación y empresas innovadoras.

Revisemos algunas cifras de lo acontecido durante el año 2015 en el mercado europeo. Según el último informe de actividad publicado por la asociación europea de capital riesgo (*Invest Europe*, 2016) en 2015 la cantidad total de fondos invertidos en empresas europeas alcanzó los 47.400 millones de euros lo que supone un incremento del 14% respecto al año anterior, siendo 3.800 millones de euros correspondientes a operaciones de *venture capital*. Sin embargo, el número de empresas en las que se realizaron las inversiones se redujo en 2015 alrededor de un 11%, siendo aproximadamente 5.000 las compañías que recibieron fondos. De estas compañías, alrededor de un 86% son pequeñas y medianas empresas. Al examinar las diferentes zonas geográficas, siguiendo la clasificación propuesta por *Invest Europe*, puede comprobarse que los mayores porcentajes de estas inversiones se han realizado en Francia y Benelux (29%) y en Reino Unido e Irlanda (27%), mientras que tan solo un 9% se destinó a empresas de la zona sur (España, Grecia, Italia y Portugal). En concreto, en España, el sector de capital riesgo ha ido ganando la confianza de inversores nacionales e internacionales, aunque todavía mantiene grandes distancias con otros países de su entorno. En 2015, se han realizado inversiones por valor de 2.939 millones de euros y hay más de 2.100 empresas (92% son PYME) que utilizan capital riesgo como fuente de financiación proporcionando empleo a más de 400.000 trabajadores (ASCRI, 2016).

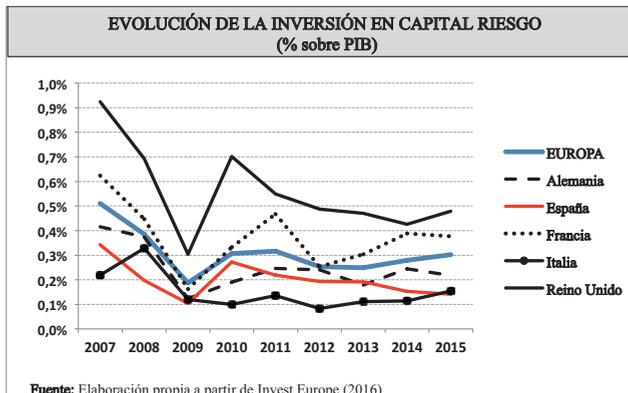
En general, aunque parece que el mercado se va recuperando después de unos años muy duros tanto en la captación de fondos, como en las inversiones y desinversiones, en Europa la industria del capital riesgo aún no ha conseguido alcanzar las cifras previas a la crisis. Sirva como ejemplo, la comparativa que se muestra en el siguiente gráfico de las inversiones anuales realizadas como porcentaje del Producto Interior Bruto (PIB) para un conjunto de países de la Unión Europea.

11 *European Venture Capital Funds (EuVECA) y European Social Entrepreneurship Fund (EuSEF).*

En este contexto, la situación de España (en 2007, las inversiones representaban un 0,34% y en 2015 un 0,14%) permanece distante de la media europea (0,51% en 2007 y un 0,30% en 2015) y, por supuesto lejos de los resultados de otros Estados miembros, como Reino Unido o Suecia.



Si observamos la evolución de los volúmenes de inversión sobre el PIB desde 2007 hasta nuestros días, podemos comprobar que también hay diferencias en el comportamiento de cada país. El siguiente gráfico muestra cuál ha sido la evolución de España durante los últimos nueve años y su comparativa respecto a varios países de su entorno. Puede comprobarse que, aunque el promedio de Europa mantiene en 2015 una tendencia positiva, no todos los países han seguido el mismo camino. De hecho, los volúmenes de inversión en capital riesgo en España han tenido una lenta evolución a la baja desde 2010, si bien esta tendencia no afecta al tramo de *venture capital*, cuyos resultados en 2015 han sido mejores que los del año anterior.



Por poner una nota de optimismo, en opinión del que fuera presidente de la EVCA, Fabio Sattin, parece que los pequeños empresarios y, sobre todo los emprendedores, tienen una actitud cada vez más favorable hacia la idea de involucrar un inversor de capital riesgo en su estrategia. Aunque hay que tener en cuenta que en Europa el capital riesgo tiene su propia idiosincrasia, sus propias características, debido en parte a la configuración del tejido empresarial. Por ejemplo, la existencia de muchas empresas familiares, cuyo capital está todavía en manos de la familia de su fundador, da lugar a un tipo diferente de operaciones. Además, en Europa aún en nuestros días hay un predominio del *private equity* (fundamentalmente capital expansión) sobre el *venture capital* y la mayor parte de las operaciones se sitúan en el *mid-market*. Asimismo, se identifica en las operaciones europeas un mayor porcentaje de adquisiciones de intereses minoritarios que en Estados Unidos. Fabio Sattin pone también la atención en ciertas tendencias que se van extendiendo en el sector, como por ejemplo: (a) la búsqueda de equipos de capital riesgo especializados, incorporando en ocasiones expertos industriales en ciertos sectores ya que cada vez es más necesario un *know-how* industrial profundo, (b) la tendencia de los fondos de capital riesgo a apoyar la financiación de las empresas europeas a través de deuda (*private debt*), no sólo participando en el capital de las compañías, por citar algunas.

En este contexto, las instituciones públicas europeas llevan tiempo intentando impulsar la industria del capital riesgo en Europa, y han mostrado su interés a través de programas públicos de intervención en el sector. Así, sin duda, es notable el papel que desde mucho tiempo lleva a cabo el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) con el apoyo del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y de la Comisión Europea, para facilitar el acceso a la financiación a las PYME europeas. En concreto, desde el verano de 2014 se han lanzado una serie de iniciativas interesantes en el marco del *Horizonte 2020* que están gestionadas por el FEI, entre las que pueden destacarse:

- *InnovFin - EU Finance for Innovators*, principalmente para facilitar la financiación de empresas innovadoras. Esta iniciativa engloba una gran variedad de productos, que van desde préstamos a las empresas innovadoras y garantías a los intermediarios que prestan dinero a dichas empresas, hasta financiación de proyectos de investigación y desarrollo y aportaciones de capital a empresas en fases iniciales. Está previsto que los productos *InnovFin* proporcionen 24.000 millones de euros para financiar investigación e innovación.

Parte de esta iniciativa es el programa *InnovFin SME Venture Capital*¹², a través del cual el FEI invertirá en fondos de *venture capital* y en fondos con *business angels* que faciliten financiación a empresas que estén en sus fases iniciales (*pre-seed*, *seed*

12 Véase http://www.eif.org/what_we_do/equity/single_eu_equity_instrument/innovfin-sme-vc/index.htm

y *start-up*), es decir, que aún no hayan conseguido generar ingresos con la venta de sus productos o servicios. El objetivo es realizar inversiones en unos 30 fondos que consigan movilizar un volumen total de inversiones que podría alcanzar los 1.600 millones de euros, centrándose sobre todo en sectores innovadores.

- El programa COSME (*Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises*), que dispone de un presupuesto de 1.300 millones de euros para facilitar a las PYME el acceso a préstamos e inversiones de capital, a través de dos instrumentos financieros: Mecanismo de Garantía de Préstamos (*Loan Guarantee Facility* - LGF) y Mecanismo de Capital para el Crecimiento (*Equity Facility for Growth* - EFG).

Por medio de COSME LGF se ofrecerán garantías y contragarantías a los intermediarios financieros para que puedan ampliar su oferta de préstamos y arrendamientos a las PYME. El objetivo es poder ayudar a unas 300.000 pequeñas y medianas empresas a obtener una financiación total que estaría entre 14.000 y 21.000 euros.

A través de COSME EFG¹³, el FEI invertirá en fondos que proporcionen *venture capital* y financiación *mezzanine* a pequeñas y medianas empresas, principalmente en fases de expansión y crecimiento. Se espera que este programa pueda llegar a unas 500 empresas, con un volumen global de inversión que podría alcanzar los 4.000 millones de euros.

Más enfocado en España se encuentra el Fondo Isabel La Católica - *EAF Spain*. Puesto en marcha en noviembre de 2012 de forma conjunta por el FEI y el Instituto de Crédito Oficial (ICO), a través de su gestora de capital riesgo - Axis, bajo el paraguas del programa paneuropeo *European Angels Fund* (EAF). La finalidad del fondo es proporcionar capital a *business angels* y otros inversores no institucionales para financiar empresas innovadoras en España, en cualquier fase de desarrollo (semilla, *early stage* o expansión) y pertenecientes a cualquier sector, a través de acuerdos marco de coinversión (*Co-Investment Framework Agreements* – CFA). El Fondo Isabel La Católica – *EAF Spain*¹⁴ tiene un presupuesto de 30 millones de euros y está gestionado por el FEI, pero las decisiones de inversión son tomadas y gestionadas directamente por los *business angels*. Los acuerdos de coinversión siguen unos estándares, que pueden flexibilizarse para adaptarse al estilo de inversión de cada *business angels* cambiando la duración o el número de inversiones, entre otras cosas. En cada CFA las aportaciones van desde 250.000 hasta 5 millones de euros y el fondo aporta una cantidad equivalente a lo aportado por el coinversor. No se pagan comisiones a los *business angels*, pero el Fondo Isabel La Católica asume su parte proporcional de los gastos relacionados con las inversiones.

13 Véase el detalle en: http://www.eif.org/what_we_do/equity/single_eu_equity_instrument/cosme_efg/index.htm

14 Más información sobre este fondo puede encontrarse en: www.eif.org/what_we_do/equity/eaf/Spain.htm

III. Iniciativas públicas estatales en España

En España desde hace años se han ido poniendo en marcha iniciativas públicas con el objetivo de impulsar el sector del capital riesgo, materializadas tanto en medidas indirectas dirigidas a facilitar la utilización del capital riesgo como una alternativa de financiación empresarial como en programas concretos de actuación directa. En la actualidad, la participación del sector público español en la industria del capital riesgo abarca iniciativas de ámbito sectorial (enfocados a las particularidades de una rama de actividad concreta), nacional o autonómico, estando estos últimos más adaptados a la realidad empresarial de las diferentes zonas geográficas; como pueden ser los programas desarrollados en Cataluña, País Vasco, Aragón o Andalucía, por citar algunos. De hecho, hay una gran variedad de organismos públicos trabajando en esta línea, aunque no todas las intervenciones públicas en este campo tienen el mismo calado ni tampoco han resultado ser igual de efectivas por el momento.

Ahora bien, independientemente de la dimensión de los programas y de su grado de efectividad, el mercado español sigue reconociendo la necesidad del apoyo del sector público en el desarrollo de la industria de capital riesgo. A modo de ejemplo, recientemente en el marco del XVII Congreso ASCRI 2016¹⁵, Javier Ulecia, presidente de la asociación, resaltaba el papel clave de participación pública en los resultados alcanzados en 2015 en *fundraising*, haciendo alusión en particular a la influencia positiva del fondo de fondos del ICO (Fond-ICO Global). Asimismo, señalaba el impacto positivo del programa Invierte del CDTI.

En esta misma línea se encuadran los resultados del informe elaborado por KPMG sobre las "Perspectivas del Capital Riesgo en España"¹⁶, en cual se recoge la opinión de un conjunto amplio de directivos de entidades de capital riesgo. De acuerdo con las respuestas obtenidas en la última encuesta, los dos factores más significativos en la evolución de la captación de nuevos recursos en el sector han sido: (1) las expectativas de cambio en la situación económica general y (2) la contribución del sector público, principalmente a través de Fond-ICO Global (KPMG, 2016). Si bien es cierto que en el segmento de *private equity*, en 2014 se otorgaba mucha más relevancia a la influencia positiva del fondo de fondos del ICO, con un 21% de los encuestados considerando que había sido el factor con mayor incidencia sobre el *fundraising* frente al 6% obtenido en 2015; sin embargo, en el segmento de *venture capital* casi un 21% de los expertos

15 Recordemos que la Asociación Española de Capital Riesgo (ASCRI) ha cambiado su nombre, pasando a denominarse a partir de abril de 2016: Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. Asimismo, han propuesto un cambio en la terminología utilizada, sustituyendo "capital riesgo" por "capital privado" con el objetivo de reducir las posibles connotaciones negativas asociadas al término "riesgo" y reflejar mejor el tipo de actividad desarrollada dentro del sector.

16 La tercera edición del informe se ha publicado en febrero de 2016, aunque recoge las opiniones de los directivos encuestados en septiembre de 2015, y los detalles sobre la muestra analizada pueden consultarse en KPMG (2016). Mientras que la segunda edición del mismo informe se publicó en diciembre 2014 con datos recogidos en septiembre del mismo año.

encuestados a finales de 2015 consideran que la existencia del fondo de fondos del ICO y del nuevo fondo Invierte del CDTI como principal factor en las perspectivas de captación de fondos para 2016, situándolo por delante otros factores como puede ser el mayor interés de los inversores internacionales en nuestro país (KPMG, 2014; KPMG 2016).

Centrándonos en el ámbito estatal, podemos observar que las principales iniciativas públicas relacionadas con la industria del capital riesgo en España han sido promovidas por cinco agentes ampliamente reconocidos, como son: el Instituto de Crédito Oficial (ICO) a través de AXIS, su gestora de capital riesgo; el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI); la Empresa Nacional de Innovación (ENISA); la sociedad SEPI Desarrollo Empresarial (SEPIDES) y la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES). Evidentemente, no todos ellos han tenido una participación igualmente activa en los últimos años, ni la dimensión de sus programas es comparable, pero cualquier aportación es significativa cuando se habla de vías de financiación alternativas para la empresa española.

A continuación se revisan brevemente, sin ánimo de ser exhaustivos, los aspectos diferenciadores o particularidades de la participación de estos cinco operadores públicos¹⁷ de la industria del capital riesgo en España y sus más recientes intervenciones en el sector.

Instituto de Crédito Oficial

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) lanzó hace tres años Fond-ICO Global, el primer “fondo de fondos” público de capital riesgo creado en España, tratando de dar cumplimiento a las medidas propuestas en el “Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor”¹⁸ anunciado por el Gobierno de España a principios de 2013, y que sirvió al mismo tiempo para dar respuesta a una de las principales demandas de los partícipes del sector, que venían pidiendo una mayor involucración del sector público en la industria de capital riesgo. Fond-ICO Global está gestionado por Axis Participaciones Empresariales SGEIC, S.A.¹⁹, sociedad participada al 100% por el ICO, que tiene una dilatada experiencia en el sector proporcionando fondos a las empresas a través de diferentes instrumentos, que van desde la inversión directa en capital (o indirectamente, mediante los fondos en los que

17 Para un mayor detalle sobre los resultados y características de los programas comentados en este apartado, se recomienda consultar los artículos de este Anuario elaborados específicamente por cada entidad.

18 En dicho plan, se anunció “la constitución de un Fondo de Fondos encargado de licitar y adjudicar inversiones entre gestoras de capital riesgo en áreas y sectores vinculados a la internacionalización y la mejora de la competitividad” como parte de las medidas destinadas a impulsar la desintermediación bancaria y el capital riesgo, para lo cual tenían previsto movilizar más de 2.000 millones de euros. Un resumen de las medidas propuestas puede consultarse en: <http://www.lamoncloa.gob.es/documents/c140-e3a0-planestimulofinalden2013.pdf>.

19 Desde su constitución en 1986, la sociedad Axis ha realizado numerosas inversiones, siendo una gestora muy activa en la industria de capital riesgo española y promoviendo iniciativas consideradas pioneras en su momento. Para más información sobre los fondos gestionados por Axis, así como su colaboración en otros programas mencionados en párrafos anteriores, como por ejemplo el Fondo Isabel la Católica - *EAF Spain*, puede consultarse <http://www.axispart.com>.

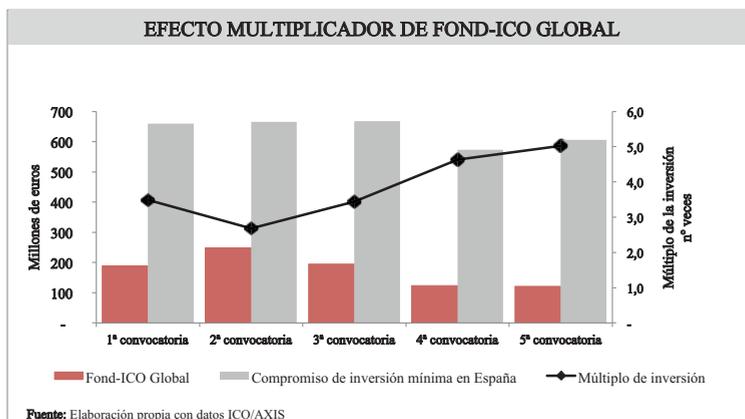
tienen participación) hasta los préstamos participativos. Actualmente, Axis gestiona activamente otros fondos como son: Fond-ICO pyme (destinado a apoyar a las pequeñas y medianas empresas en sus planes de expansión) y Fond-ICO infraestructuras (participa en proyectos de infraestructuras en España).

Fond-ICO Global ha sido una iniciativa valorada de forma positiva por el mercado, incluso antes de su puesta en funcionamiento. Según se desprende de la primera encuesta que KPMG realizó en los meses de junio y julio de 2013 sobre las perspectivas del sector de capital riesgo, un 93% de los directivos de empresas vinculadas a la actividad de capital riesgo consideraba beneficiosa la creación de Fond-ICO Global (KPMG, 2013). Tener una buena acogida por parte del mercado es un primer paso y los resultados alcanzados hasta el momento no han hecho más que reforzar esta sensación inicial.

Fond-ICO Global se constituyó con una dotación inicial de 1.200 millones de euros destinada a aumentar la financiación disponible para el tejido empresarial español, a través la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que realicen inversiones en empresas españolas. Debido a la positiva evolución del programa que ha logrado atraer no sólo capital privado nacional sino el capital de inversores internacionales, y a su indiscutible contribución en la revitalización del sector de capital riesgo en España, la dotación se amplió en noviembre de 2015 en 300 millones de euros. Por tanto, el fondo cuenta con 1.500 millones de patrimonio de los cuáles hasta finales de 2015 había comprometido 876 millones, pero que estarán alrededor de los 1.000 millones si se incluyen las estimaciones de la última convocatoria.

En las cinco convocatorias²⁰ que se han llevado a cabo hasta finales de 2015, se seleccionaron un total de 35 fondos que se estima que podrían conseguir una inversión total objetivo superior a los 10.000 millones de euros, de los cuales como mínimo unos 3.200 millones de euros se invertirán en empresas españolas. Si tenemos en cuenta la aportación de Fond-ICO Global (los 876 millones de euros a los que ya se ha hecho referencia), esto representa un efecto multiplicador promedio de esas cinco primeras convocatorias de aproximadamente 3,6 veces. Ahora bien, si se examina la evolución de dicho multiplicador analizando los resultados de cada convocatoria de forma independiente, se identifica una tendencia positiva, alcanzándose en la quinta convocatoria un múltiplo de inversión de 5 veces la aportación de Fond-ICO Global.

20 A la fecha de cierre de este artículo se han realizado seis convocatorias, no obstante, sólo se han incluido aquí los resultados de las cinco primeras cuyo proceso de adjudicación estaba cerrado antes del fin de 2015, puesto que se trata del Anuario de Capital Riesgo 2015. Recordemos que la sexta convocatoria se abrió en diciembre de 2015 y el proceso de presentación de candidaturas concluyó a finales de marzo de 2016.



Desde sus inicios el programa Fond-ICO Global ha pretendido ofrecer fuentes de financiación alternativas a las empresas españolas con una visión amplia del mercado, invirtiendo en cualquier fase de desarrollo de las mismas (desde capital semilla y primeras fases de la vida de una empresa hasta fases de expansión y crecimiento) y en cualquier sector de actividad, y siempre con un objetivo de mejora de su competitividad e internacionalización. Este planteamiento ha hecho que un número elevado de gestoras con diferentes estrategias de inversión hayan concurrido a las sucesivas convocatorias del programa. Como se exponía anteriormente, de las solicitudes recibidas en las cinco primeras convocatorias, se seleccionaron 35 fondos: 6 fondos de incubación, 13 de *venture capital*, 14 en la categoría de capital expansión y 2 de deuda. En la siguiente tabla se muestra la distribución de estos fondos diferenciados por convocatoria y el volumen de inversión comprometido por Fond-ICO Global en cada uno de ellos.

NÚMERO DE FONDOS SELECCIONADOS /APORTACIÓN FOND-ICO GLOBAL					
		Incubación	Venture Capital	Capital Expansión	Deuda
1ª convocatoria:	Nº fondos		3	3	
	189 millones €		20,6%	79,4%	
2ª convocatoria:	Nº fondos		4	4	
	248 millones €		23,0%	77,0%	
3ª convocatoria:	Nº fondos	2	2	3	2
	194 millones €	5,7%	7,7%	64,4%	22,2%
4ª convocatoria:	Nº fondos	2	2	2	
	124 millones €	11,3%	28,2%	60,5%	
5ª convocatoria:	Nº fondos	2	2	2	
	120,6 millones €	6,4%	10,7%	82,9%	
Total Fondos seleccionados:	35	6	13	14	2

Una prueba más del reconocimiento al trabajo realizado desde Axis y, principalmente, al papel desempeñado por Fond-ICO Global en la recuperación del sector del capital riesgo español es que la iniciativa recibió en julio de 2015 el Premio de Honor “Impulso al Capital Riesgo” en la 8ª edición de los Premios al Capital Riesgo en España²¹, por su significativa contribución a la dinamización del sector en España.

En el Anuario de Capital Riesgo 2014 ya se revisaron en detalle las características del programa Fond-ICO Global: el diseño y la configuración del programa (v. g. naturaleza y alcance de la inversión o las fases de desarrollo de la empresa a las que se dirige); el procedimiento de solicitud, evaluación y adjudicación de los fondos (transparente, con procesos sencillos y claros) y los aspectos relativos a la supervisión, control y seguimiento una vez implementado. La conclusión extraída del análisis que se llevó a cabo, es que su éxito no es casual sino que se trata de un programa plenamente adaptado a las recomendaciones consideradas, a nivel internacional, clave del éxito, tanto en el diseño como en la implementación, en el procedimiento de concurrencia al mismo o en la vigilancia y supervisión posterior de sus resultados (De los Ríos *et al.*, 2015).

Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial

El Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) ha demostrado durante décadas su compromiso con la investigación, la innovación y el desarrollo tecnológico del tejido empresarial español. Su experiencia le avala y le ha convertido en el referente público a nivel estatal para aquellas empresas de base tecnológica e innovadora²². Como entidad pública que depende del Ministerio de Economía y Competitividad, su actividad no se limita a proporcionar financiación y apoyo a proyectos de I+D+i de empresas españolas, tanto en el ámbito nacional como internacional, sino que también dedica esfuerzos a facilitar el encuentro entre inversores privados y empresas de alto potencial que necesitan recursos, por ejemplo, para aquellas que muestren interés por el capital riesgo como vía de financiación para sus proyectos.

El CDTI ofrece diferentes vías de financiación que van dirigidas tanto a la creación de las mencionadas empresas de base tecnológica o innovadora, como a apoyar la consolidación y crecimiento de las mismas. En lo relativo al capital riesgo, destacan dos iniciativas: NEOTEC Capital Riesgo y el programa Innvierte.

NEOTEC Capital Riesgo fue una iniciativa desarrollada de forma conjunta por el CDTI y el Fondo Europeo de Inversiones, con el principal objetivo de aportar fondos a empresas

21 Organizado por ASCRI, Deloitte e IESE Business School.

22 Consúltese www.cdti.es, para más información sobre sus actividades.

de base tecnológica de nueva creación, aunque con un propósito implícito más amplio como es impulsar el segmento del capital riesgo tecnológico en España. Como iniciativa de colaboración público-privada, con un presupuesto inicial de 183 millones de euros, ha llevado a cabo sus principales actuaciones en el periodo 2006-2012, a través de dos vehículos: la Sociedad de Capital Riesgo "NEOTEC Capital Riesgo" que se ocupaba de las inversiones en fondos de capital riesgo (básicamente tecnológicos e innovadores) y la Sociedad de Capital Riesgo "Coinversión NEOTEC", cuya actuación ha sido coinvertir con otros operadores en pequeñas y medianas empresas españolas (100% tecnológicas). El programa ha permitido realizar inversiones por un valor aproximado de 630 millones de euros en 158 empresas.

Por otro lado, Innvierte es un programa puesto en marcha en 2012 por el CDTI, para continuar con su papel de promotor de la innovación y desarrollo tecnológico en las empresas españolas, mediante la financiación a través de capital riesgo. El programa se instrumenta por medio de la sociedad de capital riesgo INNVIERTE Economía Sostenible, S.A.S.C.R. Como ocurre con otros instrumentos de financiación del CDTI, el objetivo no es meramente la aportación de recursos financieros, sino contribuir al crecimiento e internacionalización de las empresas tecnológicas e innovadoras españolas y facilitar la transferencia de conocimiento desde las instituciones dedicadas a la investigación hasta el tejido productivo español. En concreto, las empresas objetivo son: PYME españolas en etapas tempranas, de base tecnológica y con un alto potencial de retorno y *mid-caps* tecnológicas e industriales, que necesiten recursos para financiar fases de rápido crecimiento.

Este programa es una contribución a la "Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020"²³ del gobierno español que, a pesar de llevar poco tiempo en marcha, ya ha empezado a dar buenos resultados. Conforme a los datos de finales de 2015, mediante el programa Innvierte, se han invertido aproximadamente unos 120 millones de euros en más de 90 compañías dedicadas a diferentes tipos de actividad: ciencias de la vida, tecnologías industriales, energía y medio ambiente y TIC, entre otras.

Empresa Nacional de Innovación, S.A.

Otro de los operadores perteneciente al sector público con una actuación reconocida en la búsqueda de alternativas de financiación para la PYME y los emprendedores españoles es

23 Cuyo objetivo es impulsar el liderazgo científico, tecnológico y empresarial en España y reforzar la capacidad de innovación, con vistas a potenciar el crecimiento y la competitividad de la economía española. Información completa está disponible en: <http://www.idi.mineco.gob.es>.

la Empresa Nacional de Innovación, S.A.²⁴, que se ha convertido en un referente nacional del préstamo participativo.

La actividad de ENISA en la concesión de préstamos participativos se ha intensificado en los últimos años, tanto en la cantidad de operaciones aprobadas (casi 740 en 2015 y 588 en 2014) como en el volumen de inversión logrado (en 2015, un importe superior a los 96 millones de euros y en 2014 aproximadamente 75,5 millones de euros). El papel de ENISA en la financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas se ha revalorizado durante la crisis financiera, proporcionando financiación a largo plazo en condiciones muy favorables y sin provocar dilución en el accionariado. De hecho, en las condiciones establecidas para la concesión de tales préstamos aparece, frecuentemente de forma explícita, que no se exigen avales ni garantías; siendo suficiente con tener constancia de la viabilidad técnica y económica del proyecto empresarial previsto por la empresa peticionaria.

ENISA es una institución con una dilatada experiencia en la financiación de la PYME española, si bien desde 2010 amplió sus líneas de financiación con el objetivo de impulsar empresas de reciente creación promovidas por jóvenes emprendedores.

Por otra parte, aunque ENISA no lleva a cabo inversiones directas en capital riesgo, sí que participa en varios fondos de capital riesgo: a) por medio de una participación directa minoritaria en entidades de capital riesgo que inviertan fundamentalmente en empresas viables y con alto potencial de crecimiento en España, que se encuentren en fases iniciales y de arranque y b) mediante líneas de cofinanciación con entidades de capital riesgo, facilitando préstamos participativos a emprendedores y PYME de las mismas características enunciadas anteriormente. Actualmente, ENISA participa en 19 fondos de capital riesgo con una aportación total comprometida superior a 37 millones de euros, con los que se podrían movilizar unos 565 millones de euros.

Sociedad SEPI Desarrollo Empresarial

La sociedad SEPI Desarrollo Empresarial (SEPIDES), que pertenece 100% a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), comenzó su actividad a principios de los años 2000. Desde entonces ha sido un apoyo adicional para el sector del capital riesgo, si bien, es cierto que si se revisan los orígenes de SEPI remontándonos a los años 70 cuando el Instituto Nacional de Industria (INI) fue pionero en el fomento del capital riesgo como

²⁴ Empresa pública dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. Para más información sobre las líneas de financiación disponibles puede consultarse su página web: www.enisa.es.

fuente de financiación para el tejido productivo español, podremos entender mejor el papel histórico de la intervención de esta entidad.

En lo referente al capital riesgo, las modalidades de financiación ofrecidas por SEPIDES incluyen tanto participación minoritaria y temporal en el capital social de empresas no financieras, como préstamos participativos. Según los últimos datos disponibles, en 2015 la cartera total de proyectos empresariales en los que el Grupo SEPIDES ha participado asciende a unos 270 millones de euros (48% corresponde a operaciones de capital y 52% a préstamos). Las líneas de financiación van dirigidas a proyectos de inversión de cualquier sector económico, que se lleven a cabo en todo el territorio nacional y están abiertos a todas las empresas, aunque con preferencia en la PYME.

En su operativa cuenta con el apoyo de SEPIDES GESTIÓN, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, por medio de la cual gestiona varios fondos de capital riesgo²⁵. Uno de los más recientes ha sido el fondo INGENIO CLM, constituido en 2014 junto con la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Castilla-La Mancha (SODICAMAN) con un presupuesto de 8 millones de euros. SEPIDES también coinvierte en algunos fondos de capital riesgo con otras entidades públicas, como por ejemplo con ENISA o ICO (a través de Axis).

Asimismo, es significativo el apoyo de SEPIDES al desarrollo empresarial de ciertas zonas de la geografía española como el que realiza a través de la Sociedad de Desarrollo Industrial de Extremadura (SODIEX) y de la Sociedad para la Promoción y Desarrollo Empresarial de Teruel (SUMA Teruel).

Compañía Española de Financiación del Desarrollo

La Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES)²⁶ continúa en nuestros días ofreciendo apoyo financiero a las empresas españolas que realizan inversiones en el exterior. Casi 30 años después de su creación, su objetivo principal sigue siendo dar soporte financiero a proyectos de inversión privados realizados fuera de España en los que participen empresas españolas, fomentando así la internacionalización de dichas compañías y contribuyendo al desarrollo de los países destinatarios de las inversiones. En este sentido, su contribución se ha visto reforzada, hace un par de años, al ser designada como entidad de apoyo en la gestión del Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE), por medio la Ley 8/2014 de 22 de abril sobre cobertura por cuenta del Estado de los riesgos de la internacionalización de la economía española.

25 Para más detalle puede consultarse <http://www.sepidesgestion.es/fondos.html>.

26 Puede obtenerse información sobre su actividad y evolución a través de su página web: www.cofides.es.

COFIDES está constituida como una sociedad mercantil estatal, aunque sólo un 53,68% de su capital es público (perteneciente a ICEX España Exportación e Inversiones, ICO y ENISA), mientras que tiene un 46,32% de capital privado. Desde su creación ha participado en numerosos proyectos en más de 80 países, aunque su actividad se ha intensificado en los últimos años de acuerdo con el Plan Estratégico 2012-2015. De hecho, desde los inicios de su actividad esta entidad ha aprobado más de 770 proyectos de inversión y unos 240 corresponden al intervalo 2012-2015, siendo su cartera a finales de 2015 superior a 925 millones de euros. Geográficamente destacan las inversiones en América Latina, donde se localizaron un 55% de las participaciones en capital durante el periodo 1990-2015 y, a nivel sectorial, sobresale el sector de infraestructuras, con casi un 60% del volumen de inversión comprometido. Más allá de las cifras, repasemos brevemente algunas de las características de la financiación ofrecida por COFIDES:

- Su actividad se centra principalmente en el segmento *mid-market*, en el cual interviene tanto a través de participaciones directas en el capital como por medio de préstamos a medio y largo plazo. El límite a invertir por proyecto de inversión está en 30 millones de euros.
- COFIDES dispone de dos vías de financiación, por una parte, utiliza sus propios recursos para financiar proyectos de inversión en países emergentes (o en desarrollo) y, por otra, gestiona por cuenta del Estado el Fondo para Inversiones en el Exterior (FIEX) y el Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME), destinados a financiar proyectos en el exterior con independencia del grado de desarrollo del país destino del proyecto. Según los datos publicados por la propia entidad, tiene una capacidad de movilización de recursos que alcanza casi los 2.500 millones de euros.
- Puede tomar participaciones directas tanto en el capital de las empresas inversoras, como a través de fondos de capital riesgo, para lo cual cuenta con el apoyo de COFIDES Capital Riesgo, SGEIC S.A., que es su sociedad gestora de entidades de capital riesgo. En todo caso, la participación de COFIDES no podrá superar el 49% del capital social de la empresa en la que se invierte y no toma parte en la gestión diaria de los proyectos, tarea que consideran que corresponde a los promotores de los citados fondos.
- La evaluación y selección de las diferentes propuestas de petición de financiación se realiza siguiendo siempre criterios del sector privado. El propósito no es sólo evaluar convenientemente los posibles riesgos financieros de los proyectos, sino también otros aspectos como pueden ser las posibles repercusiones medioambientales y las implicaciones sociales de las inversiones realizadas.

Por tanto, todo parece indicar que COFIDES continúa trabajando con el propósito de ser un referente en la promoción del capital riesgo español en el exterior.

IV. Análisis comparativo entre dos programas públicos europeos: los *Enterprise Capital Funds* y *Fond-Ico Global*

IV. 1. Los *Enterprise Capital Funds*: origen y contextualización

El Reino Unido tiene una larga historia de intervenciones gubernamentales orientadas a cubrir la ausencia de financiación que a menudo se produce en PYME, remontándose estas actuaciones a la creación en 1945 de la *Industrial and Commercial Finance Corporation* (ICFC) por el Banco de Inglaterra y otros bancos británicos con el fin de proporcionar financiación a largo plazo a pequeñas y medianas empresas. Su fundación estaba inspirada en el Comité Macmillan²⁷, y daba respuesta al problema identificado en la década de los años 30 de que los negocios y compañías de menor tamaño se enfrentaban a un *gap* en su financiación, puesto que no tenían fácil acceso ni a préstamos bancarios a largo plazo ni al mercado de capitales. En los años 50 y 60, la ICFC se convirtió en el principal proveedor de fondos de capital expansión para compañías no cotizadas en el Reino Unido, y daría lugar en 1987 al conocido grupo de capital riesgo 3i.

Las políticas de intervención pública en el Reino Unido en las últimas décadas orientadas a estimular la actividad de capital riesgo, se basan en la creencia de que existe un fallo estructural en el mercado a la hora de proporcionar financiación a PYME y empresas jóvenes. La presencia de este *gap*, que se percibe como uno de los principales frenos para el desarrollo económico del país, justificaría la actuación del sector público cara a cerrar estas “fallas” eliminando obstáculos para el crecimiento empresarial.

Como ya se ha comentado, los límites de este *equity gap* no son rígidos y han ido evolucionando con el tiempo. En 1999, el *Department for Trade and Industry* estimaba que el *gap* en el Reino Unido afectaría a inversiones de hasta 500.000 libras. Pocos años después, en el estudio “*Bridging the Finance Gap*” de 2003, se identificó que la carencia

27 El *Committee on Finance and Industry*, conocido como comité MacMillan, se creó por el gobierno británico después del crash bursátil de 1929 para examinar las causas de la depresión económica en el Reino Unido. Una de las afirmaciones mencionadas en el informe era que “la relación entre el mundo financiero y la industria en Gran Bretaña nunca ha sido tan cercana como su equivalente en Alemania o en Estados Unidos”. A partir de esta conclusión se acuñó el término “*Macmillan Gap*”, y muchos ciudadanos británicos percibieron que sus bancos e instituciones financieras estaban fallando a su industria. Aunque el informe sólo dedicaba 300 palabras a este asunto, el término *Macmillan Gap* se mantuvo en el tiempo y en gran medida resultó tener más repercusión que el resto del informe. También fue una de las pocas recomendaciones sobre las que se trató de actuar: a instancias de esta sugerencia se creó la mencionada *Industrial and Commercial Finance Corporation* con el objetivo de financiar pequeñas empresas.

de recursos de capital riesgo era más pronunciada en negocios que buscaban inversiones de entre 250.000 y 1 millón de libras, llegando hasta 2 millones en empresas innovadoras en fases tempranas de desarrollo. El 97% de los consultados en el estudio percibían que el *equity gap* era significativo en compañías jóvenes en fase de crecimiento. La consulta realizada en 2009 por el BIS confirma que incluso en condiciones normales de mercado, el *gap* es un fallo estructural que se mantiene, y parece extenderse desde financiación de 250.000 libras hasta al menos 2 millones, poniendo algunos el tope en los 5 millones. En el caso de sectores que precisan inversiones complejas de I+D con desembolsos importantes y horizontes temporales largos, el *gap* podría extenderse hasta los 15 millones de libras. Mientras que la mayoría de los consultados está de acuerdo en que el límite inferior se encontraría alrededor de las 250.000 libras, ya que por debajo de esa cantidad los fondos pueden ser proporcionados por amigos, familiares, ayudas públicas o *business angels*, las respuestas sobre el límite superior resultaron más variadas. La mayoría pensaban que para operaciones de baja cuantía el límite estaría en los 2 millones de libras, pero en opinión de los que tenían un conocimiento más profundo de la industria de *venture capital*, muy pocos fondos invertían por debajo de 5 millones de libras, lo que situaría en esa cifra el límite superior del *equity gap*. El estudio *Rowlands Review* que se centra en las inversiones de capital expansión, identifica un *gap* que va desde los 2 hasta los 10 millones de libras.

El programa público *Enterprise Capital Funds*, que se encuadra dentro de la actividad del *British Business Bank*, del que se hablará a continuación, tiene por objeto incrementar el nivel de fondos disponibles para empresas que sufren este *equity gap*. Por este motivo los fondos se diseñaron inicialmente con un límite de inversión de 2 millones de libras en la PYME participada, límite que se modificó en 2014, tras consultar con la Comisión Europea, y que se encuentra en la actualidad en 5 millones de libras, lo que parece reflejar de forma más adecuada la realidad del *equity gap* en el Reino Unido, tal y como se desprende de los estudios mencionados, así como del más reciente BIS (2012)²⁸.

El *British Business Bank* (BBB) es una institución financiera establecida con el fin de apoyar el desarrollo económico del Reino Unido mejorando el funcionamiento de los mercados financieros para PYME y empresas jóvenes, siendo propiedad exclusiva del Gobierno de Su Majestad (*HM Government*). Opera a través de una serie de filiales, y ninguna de estas entidades son instituciones bancarias en el sentido tradicional del término y, por tanto, no están sometidas a la regulación aplicable a entidades financieras.

28 En este estudio del BIS (2012) se recogen los trabajos y cifras mencionados en la evolución del *equity gap*: "Addressing the SME Equity Gap: Support for Regional Venture Capital Funds" del *Department of Trade and Industry* en 1999; "Bridging the Finance Gap: Next Steps in Improving Access to Growth Capital for Small Business" de HM Treasury en 2003; "The supply of Equity Finance to SMEs: Revisiting the Equity Gap" del BIS en 2009 y "The Provision of Growth Capital to UK SMEs" de Chris Rowlands en 2009.

El fin último del BBB es mejorar en lo posible el funcionamiento de los mercados financieros para PYME, fomentando este tipo de negocios y promoviendo su crecimiento y una mayor actividad económica ligada a las mismas. Utiliza fondos públicos y garantías para incentivar recursos del sector privado dirigidos a préstamos e inversiones en PYME. Más concretamente, sus objetivos son:

- Aumentar la oferta de financiación disponible para PYME en aquellos casos en que los mercados no funcionen adecuadamente.
- Crear un mercado financiero dinámico orientado a las PYME, con una mayor variedad de productos, alternativas y suministradores de fondos.
- Mejorar la confianza de los pequeños empresarios y emprendedores aumentando su conocimiento y entendimiento de las distintas opciones disponibles a su alcance.
- Conseguir estos objetivos gestionando de forma eficiente el dinero de los contribuyentes dentro de un sólido marco de gestión de riesgos.

Las PYME no obtienen financiación directa del BBB, cuya su labor es generar dicha actividad entre inversores privados, con el fin último de aumentar la cantidad y la variedad de recursos disponibles para pequeñas empresas en el Reino Unido. En 2019 el British Business Bank pretende haber movilizado un total de 10.000 millones de libras del sector privado para empresas británicas.

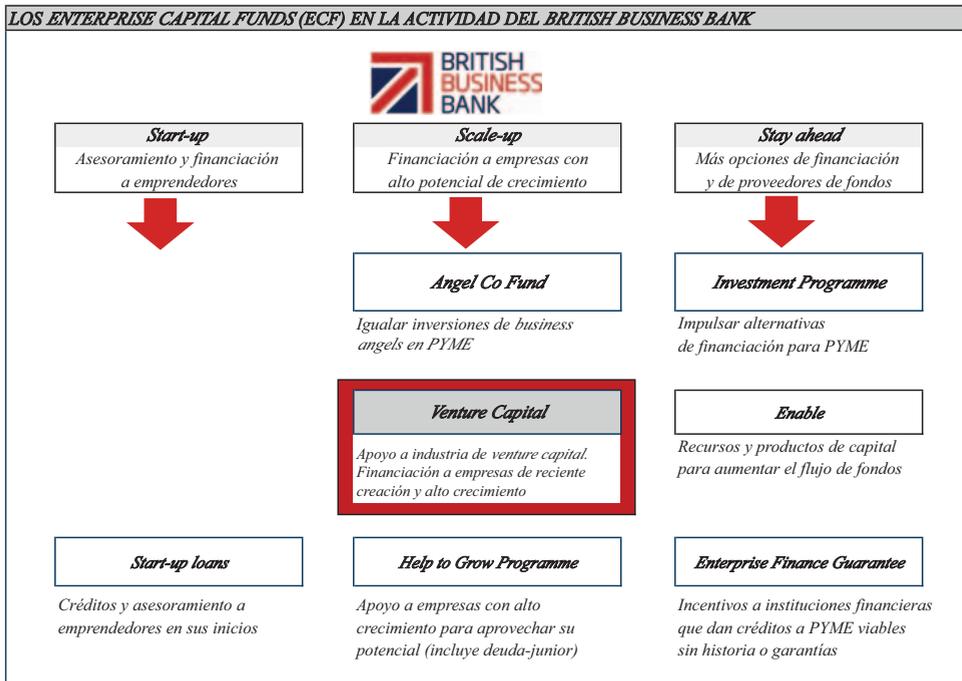
Las acciones concretas del BBB se estructuran siempre como colaboraciones con agentes del mercado, proporcionándoles fondos y garantías para que los inversores privados utilicen estos recursos, junto con los suyos propios, en préstamos y en inversiones en PYME británicas. Estas acciones se extienden a todos los ámbitos de los mercados financieros para PYME, desde el apoyo inicial al capital de empresas de reciente creación a deuda *senior* para compañías con negocios maduros y establecidos, pasando por proporcionar capital expansión a empresas en fases de crecimiento. El BBB participará en las rentabilidades de las inversiones realizadas, reinvertiendo sus ganancias en otras operaciones de crédito o inversión. La actividad del BBB trata de dar apoyo a PYME en tres grandes áreas: *Start-up* (apoyo financiero y asesoramiento a emprendedores que están en proceso de iniciar su andadura empresarial), *Scale-up* (apoyo financiero y capital expansión a empresas que están experimentando un alto crecimiento o que presentan el potencial de hacerlo) y *Stay ahead* (financiación a PYME más establecidas ampliando la variedad de ofertas disponibles y de proveedores de fondos).

El BBB tiene en marcha en estos momentos distintas iniciativas para estimular la actividad de capital riesgo, siempre bajo alguna figura de colaboración con inversores privados (*Public-Private Partnership*). Algunos ejemplos son: el *Venture Capital Catalyst Fund*, que ayuda a nuevas gestoras de *venture capital* con perspectivas interesantes a cerrar su primer fondo; el *UK Innovation Investment Fund*, que apoya la creación de fondos destinados a invertir en iniciativas de base tecnológica con alto crecimiento o el *Business Angel Co-Investment Fund* en el que coinvierte junto con *business angels* en negocios con alto potencial de crecimiento.

Dentro de estos programas se encuadrarían también los *Enterprise Capital Funds*, que son fondos de gestión privada en los que se aglutinan recursos tanto públicos como del sector privado para realizar inversiones en el capital de empresas en fases de crecimiento. El programa trata de incentivar inversiones de *venture capital* en los casos de empresas pequeñas o de reciente creación que tienen dificultades para acceder al capital expansión que necesitan.

El programa *Enterprise Capital Funds* (ECF) es un programa público - privado en el Reino Unido para invertir en PYME y empresas de reciente creación, en vigor desde 2005. Fue inicialmente impulsado por el *Department for Business, Innovation and Skills* (BIS) y tras un proceso competitivo, se cerraron cinco fondos entre 2006 y 2007, y se asignaron recursos a otros tres fondos en 2007 que fueron constituidos posteriormente. Desde el 1 de abril de 2008, la gestión del programa de ECF, junto con la de otros fondos del BIS y la del programa de préstamos para PYME *Small Firms Loan Guarantee* fueron transferidas a una nueva entidad denominada *Capital for Enterprise Ltd*²⁹. Este cambio organizativo no alteró la naturaleza del programa ni sus objetivos. El 1 de octubre de 2013 *Capital For Enterprise Ltd.* se integró dentro de las actividades del ya mencionado *British Business Bank*, que en la actualidad es el responsable último del que depende el programa.

29 Esta compañía *Capital for Enterprise Ltd.* había sido constituida en 2007 y era propiedad del BIS.



IV. 2. Los Enterprise Capital Funds y Fond-ICO Global: un análisis comparativo

A continuación se describirán los rasgos principales del programa ECF al tiempo que se realiza un estudio comparado con otro reciente programa europeo de colaboración público privada: el fondo de fondos español Fond-ICO Global.

1. Origen, estructura y objetivos del programa

Como se ha mencionado anteriormente, el BBB opera a través de una serie de filiales de las que es propietario al 100%. Una de ellas es la *British Business Finance Ltd* (BBFL).

El objetivo principal del programa ECF es incrementar la disponibilidad de capital expansión disponible para PYME que se ven afectadas por el mencionado *equity gap*, con el fin de reducir lo que de otra forma sería un obstáculo insalvable para el crecimiento empresarial y para la mejora de la productividad en la economía del Reino Unido. El programa trata de lograr este objetivo mediante dos vías:

- (1) Proporcionando fondos públicos para crear un producto de inversión (un fondo de capital riesgo) que promueva flujos de capital privado dirigidos a cubrir ese *equity gap*.

- (2) Eliminando barreras de entrada a gestores de *venture capital* que busquen canalizar no sólo financiación sino también conocimientos y apoyo a las PYME para ayudar a desplegar habilidades en los emprendedores que permitan un desarrollo sostenible de las iniciativas y empresas más jóvenes.

Los fondos son adjudicados mediante un proceso que permita al BBFL elegir las mejores propuestas en términos de rentabilidad y de cumplimiento de los objetivos del programa. En diciembre de 2014 se anunció una dotación adicional para el programa de *Enterprise Capital Funds* de 400 millones de libras para el periodo 2015-2017, estimándose una inversión en dos o tres fondos por año. A finales del 2015, el programa había invertido en 19 fondos ECF.

Comparación con Fond-ICO Global:

Como ya se ha explicado, el gobierno español en 2013 promovió a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO) el programa Fond-ICO Global, un fondo de fondos de capital riesgo con dinero público que mediante sucesivas convocatorias (seis hasta la fecha) seleccionaría, utilizando un proceso competitivo, a los mejores fondos privados en los que invertir. Las condiciones del programa de Fond-ICO Global pueden variar (y de hecho así ha sucedido) en las distintas convocatorias, pero los rasgos principales mantienen una línea consistente³⁰.

El fin último del programa es estimular fuentes alternativas a la financiación bancaria para aquellos proyectos que combinen innovación y emprendimiento, invirtiendo en empresas en cualquier fase de desarrollo y buscando la mejora de su competitividad e internacionalización. Se trata del primer fondo de fondos público de capital riesgo creado en España con el objetivo de promover la creación de fondos de gestión privada que realicen una parte importante de sus inversiones en empresas españolas. El programa es gestionado por Axis Participaciones Empresariales SGEIC S.A., que es una sociedad participada al 100% por el ICO.

Fond-ICO Global se creó con una dotación inicial de 1.200 millones de euros, que posteriormente fueron ampliados a 1.500 millones, si bien se estima que puedan movilizarse recursos de inversores privados muy superiores a esa cifra, ya que la idea inicial fue que Fond-ICO Global pudiese actuar como “inversor ancla” para atraer otros inversores privados nacionales e internacionales. En las cinco primeras convocatorias, se seleccionaron un total de 35 fondos, en los cuales Fond-ICO Global ha comprometido

30 Con el fin de realizar el análisis comparativo, se han tenido en cuenta las bases de la sexta convocatoria, por ser la más reciente a la fecha de cierre del presente artículo.

876 millones de euros. Si bien es cierto que al programa de ECF hay que añadir otras iniciativas públicas de BBB, la comparación estricta de ambos programas indica claramente que Fond-ICO Global es un programa más ambicioso, tanto en términos de dotación económica como de intensidad en la actividad, pues en sus dos primeros años de vida, se seleccionaron 35 fondos para invertir, mientras que los ECF invirtieron en 19 fondos entre 2006 y 2015, y esperan continuar a un ritmo de 2 ó 3 fondos anuales.

Ambos programas se encuadran dentro de lo que Lerner (2009) denomina medidas directas mediante las que el sector público estimula la actividad de capital riesgo inyectando fondos en la industria³¹, más concretamente, ambos responden a la idea de colaboración público-privada o PPP que como ya se ha visto, está considerada actualmente como la forma más adecuada de intervención pública. Tanto el programa ECF como Fond-ICO Global utilizan fondos públicos, pero la asignación de estos recursos, la selección de las empresas participadas y la gestión de las mismas, se realiza por profesionales independientes, siguiendo criterios de mercado y conforme a las prácticas habituales en la industria. De hecho, ambos se estructuran como coinversiones público-privadas en cada fondo individualmente seleccionado, siendo en el caso de Fond-ICO Global un fondo de fondos el vehículo específico elegido para invertir. Tanto Axis como el BBFL participan activamente en la selección de cada fondo al que se va a asignar dinero público, y, como se comentará más adelante, los criterios de selección de los fondos son muy similares.

Aunque los dos programas se financian con dinero público y en última instancia dependen del gobierno de sus respectivos países, la gestión operativa del programa se realiza en ambos casos por una filial que, aunque propiedad al 100% del Estado, opera con criterios profesionales de mercado, en este sentido hay un cierto paralelismo entre *British Business Finance Ltd.* y Axis Participaciones Empresariales.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Iniciativas públicas	Si	Si
<i>Public Private Partnership</i>	Si	Si
Coinversión o fondo híbridos	Si	Si
Gestión privada de fondos públicos	Si	Si
Dotación	800 mn £ (aprox)	1500 mn €

31 Las medidas indirectas, según Lerner, son todas aquellas que favorecen el entorno de actuación de los agentes de la industria de capital riesgo: medidas legales, fiscales, laborales, de mercado, de educación, entre otras.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Fondos elegidos	19	35
Recursos públicos comprometidos	390 mn £ (aprox)	875 mn €
Responsable del programa	<i>British Business Bank</i>	Instituto de Crédito Oficial
Entidad gestora del programa		Axis Participaciones Empresariales
	<i>British Business Finance Ltd</i>	SGEIC S.A.

2. Estructura y características de los fondos seleccionados

A priori no hay un número predeterminado de fondos que puedan acceder a financiación a través del programa de ECF. Los fondos candidatos deben estar registrados en el Reino Unido o en un país miembro de la Unión Europea, aunque de hecho ninguno de los 19 ECF constituidos hasta la fecha es de fuera del Reino Unido. Tampoco se determina un tamaño mínimo o máximo del fondo candidato, tan solo que los gestores del fondo deben demostrar su viabilidad teniendo en cuenta la estrategia de inversión propuesta.

Los fondos ECF tendrán un periodo de vida fijado inicialmente, y solo podrán prolongarse con el consentimiento expreso del BBFL y los demás inversores. En principio se prevé una duración de 10 años con una opción de extenderla dos años más, en consonancia con las prácticas habituales de la industria de capital riesgo, pero el BBFL puede considerar alternativas si hay una razón adecuada que la justifique.

EL BBFL se comprometerá a proporcionar recursos hasta un máximo del 60% del fondo, o dos tercios si el ECF está orientado a *start-ups* o PYME que se encuentran en un momento previo a la comercialización inicial de sus productos o servicios, siempre con el límite máximo de 50 millones de libras en un fondo determinado. El resto de fondos deben provenir de inversores privados.

Comparación con Fond-ICO Global:

Las gestoras cuyos fondos sean elegibles para ser financiados por Fond-ICO Global deben estar constituidas en un país miembro de la OCDE, lo que resulta algo más flexible que el requisito de los ECF de estar registrados en algún país miembro de la UE. Esta flexibilidad resulta atractiva a la hora de atraer capital de inversores internacionales, lo que se considera importante para impulsar la industria de capital riesgo española y convertirla en un mercado global. De hecho, y al contrario de lo que sucede en los ECF, la presencia de inversores internacionales está siendo bastante significativa, tanto entre los candidatos como en los fondos seleccionados en las distintas convocatorias.

A la hora de elegir los fondos en los que invertir, Fond-ICO Global distingue diferentes categorías: capital expansión, *venture capital*, incubación, fondos de deuda etc. y clasifica los fondos según esta tipología, variando los requisitos y características del programa. Los ECF tratan a todos los fondos candidatos de modo uniforme, si bien es cierto que por su naturaleza cubren básicamente fondos de *venture* y de capital expansión, mientras que la fase de incubación por ejemplo, se atendería desde otra área del BBB, como se ha explicado anteriormente.

Fond-ICO Global realiza esta clasificación en función básicamente del tamaño de las inversiones que los fondos hacen en las empresas participadas y de la madurez de dichas empresas, lo que está de algún modo relacionado con el tamaño del fondo. Así, aunque Fond-ICO, al igual que los ECF, no menciona ningún límite máximo ni mínimo en los fondos candidatos, cada fondo, según su tamaño y estrategia, irá encajando en las distintas opciones del programa.

En el programa de Fond-ICO Global, a diferencia de los ECF, no se hace ninguna sugerencia específica sobre la vida de los fondos que accedan a financiación pública, si bien la práctica habitual en el mercado es la misma que se propone en el programa de ECF: 10 años con posibilidad de extender dos más.

Al igual que los ECF, Fond-ICO Global establece un límite máximo para la aportación de recursos públicos sobre el total del fondo, pero estos límites varían en función de la categoría en la que se encuentra el fondo:

- Para los fondos de capital expansión, Fond-ICO Global podría llegar a comprometer en cada fondo hasta el 30% del tamaño objetivo del fondo con un máximo de 50 millones de euros o 15 veces el capital comprometido por el equipo gestor.
- Para los fondos de *venture capital* los límites se fijan en el 40% del tamaño objetivo del fondo con un máximo de 20 millones de euros o 20 veces el capital comprometido por el equipo gestor.
- Para los fondos de incubación la participación de Fond-ICO Global puede representar hasta el 49% del tamaño objetivo del fondo con un máximo de 7 millones de euros o 20 veces el capital comprometido por el equipo gestor.

En cuanto a la estructura de los fondos participados con dinero público, aunque las más utilizadas en el Reino Unido (*Limited Partnerships*) y en España (ECR asociada a un fondo) difieren jurídicamente al responder a sistemas legales muy distintos, a efectos prácticos ambas estructuras tienen un funcionamiento muy similar. Es interesante señalar

que, en línea con lo comentado anteriormente acerca del alcance más internacional que tiene el programa español frente al británico, la totalidad de los ECF hasta la fecha se han constituido como *Limited Partnerships* registradas en Reino Unido, mientras que en las convocatorias de Fond-ICO Global se han seleccionado fondos con otras estructuras como por ejemplo SICAR de Luxemburgo.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Fondo/Gestora constituido	En país miembro de la UE	En país miembro de la OCDE
	10 años prorrogables 2 más	No se sugiere ninguna
Duración de cada fondo	cabrían otras opciones	En la práctica 10 años + 2 es habitual
Distinción entre categorías	No	Si
Fondos capital expansión	Si	Si
Fondos de <i>venture capital</i>	Si	Si
Fondos de incubación	No	Si
		Núm máx por categoría, por convocatoria
Número máximo de fondos	no hay	2 fondos de capital expansión, 2 de <i>venture</i> y 2 de incubación
Tamaño del fondo	No se especifica	No se especifica
		Lím por categoría, por convocatoria.
Límite de la aportación pública	60% del fondo	30% fondos c. expansión (lím max 50 mn €)
	2/3 si invierte en <i>start-ups</i>	40% fondos <i>venture</i> (lím max 20 mn €)
	Límite máximo 50 mn £	49% en fondos incubación (lím max 7 mn €)

3. Procedimiento de adjudicación

Aunque inicialmente los fondos se elegían en convocatorias públicas con un proceso competitivo, actualmente el programa de ECF está vigente y disponible para que los candidatos presenten sus ofertas en cualquier momento, se estructura como un proceso

continuo. Los ECF no tienen una cuantía específica asignada para cada año, y animan a los candidatos a contactar con el BBFL informalmente para discutir su posible candidatura.

El programa concreta los criterios que tendrá en cuenta en el proceso de selección a la hora de decidir favorable o desfavorablemente acerca de la concesión de la categoría de ECF al fondo candidato. Estos criterios serían: (1) calidad y experiencia del equipo gestor, (2) estrategia de inversión, (3) capital privado a coinvertir en el fondo y (4) condiciones económico-financieras de funcionamiento del fondo. El programa establece, para cada una de estas cuatro categorías, unos requisitos mínimos a cumplir de forma imprescindible ("pre-requisitos"), unos criterios cuya presencia es importante ("principales") y otros que son deseables y se valorarán de forma positiva pero son menos relevantes ("secundarios"). Toda la explicación se realiza en términos abiertos y no excesivamente concretos: por ejemplo, siendo clave que el fondo demuestre que será capaz de movilizar inversiones privadas para coinvertir con los recursos públicos, no se establece ni una cuantía ni un porcentaje determinado para este capital privado.

La información necesaria para presentar una solicitud formal está claramente detallada en el programa y se estructura de forma que el proceso no resulte demasiado oneroso para los candidatos. El BBFL podrá solicitar información adicional así como realizar cualquier tipo de *due diligence* que estime conveniente antes de tomar su decisión. Una vez aceptada la solicitud, en su caso, el equipo gestor tiene seis meses para obtener el capital privado y preparar la documentación necesaria para cerrar el fondo, y de no hacerlo, BBFL tendría derecho a retirarles el mandato y no cumplir sus compromisos.

Comparación con Fond-ICO Global:

Fond-ICO Global estructura la asignación de recursos mediante convocatorias sistemáticas de procesos competitivos de selección de fondos, asegurando que se respetan los principios de transparencia, publicidad, libre concurrencia y objetividad. Como se mencionado anteriormente, hasta la fecha se han abierto y anunciado los resultados de seis convocatorias.

Los criterios de selección para elegir los mejores fondos entre todos los candidatos presentados son prácticamente iguales a los del programa ECF: (1) estrategia de inversión, (2) equipo de inversión, (3) base inversora y captación de capital y (4) remuneración. Mientras que el programa ECF detallaba en cada categoría pre-requisitos, criterios principales y secundarios, Fond-ICO Global las descompone en criterios "cuantitativos" y "cualitativos", concretando en cada clase una serie de requerimientos ponderados de distinta forma según su importancia, e incorporando variaciones entre las distintas categorías de fondos candidatos. En ambos programas es necesario cumplir unas condiciones previas de corte,

que de no estar presentes impedirían al fondo candidato continuar en el proceso: el programa de ECF estas condiciones se designan como los “pre-requisitos” a los que ya se ha hecho referencia, y en el caso de Fond-ICO Global serían los requisitos exigidos para aportar en el llamado “Sobre A” de la convocatoria. Hasta tal punto es imprescindible cumplir estos requerimientos mínimos que de no ser así, no se procedería a abrir el “Sobre B” en el que se incluye documentación acerca de todos los demás criterios de selección.

En general, la evaluación del programa de Fond-ICO Global se encuentra más tabulada y cuantificada, asignándose puntos a cada clase o categoría, mientras que la selección de los ECF parece realizarse de forma algo más abierta, aunque siempre cumpliendo con los criterios mencionados. No sólo la ponderación, sino el propio criterio se encuentra a veces más especificado en las bases de Fond-ICO Global que en el programa de ECF. Un ejemplo sería la forma en que expresan el criterio acerca de la capacidad del fondo candidato de movilizar recursos del sector privado. Los ECF exigen demostrar la capacidad de cumplir los compromisos previstos y que en su momento los recursos estarán disponibles para ser desembolsados e invertidos. Se valorará positivamente si se presenta evidencia escrita por parte de inversores privados sobre su interés. En cambio Fond-ICO Global es mucho más preciso no sólo en la ponderación con que evaluará el criterio, sino su exigencia específica, que además varía según la categoría del fondo:

En capital expansión se exige que el fondo cuente con compromisos de inversión en firme por parte de los partícipes de al menos el 20% del tamaño objetivo del fondo, con un mínimo de tres inversores, además de Fond-ICO Global, y al menos dos de ellos totalmente independientes al equipo gestor, debiendo éste último aportar como mínimo el 1,0% del tamaño que alcance el fondo.

En *venture capital* se exige que el fondo cuente con compromisos de inversión en firme por parte de los partícipes de al menos el 12% del tamaño objetivo del fondo, con un mínimo de tres inversores, además de Fond-ICO Global, y al menos dos de ellos totalmente independientes al equipo gestor, debiendo éste último aportar como mínimo el 1,0% del tamaño que alcance el fondo.

En fondos de incubación se exige que el fondo cuente con compromisos de inversión en firme por parte de los partícipes de al menos el 10% del tamaño objetivo del fondo, con un mínimo de dos inversores, además de Fond-ICO Global, y al menos uno de ellos totalmente independiente al equipo gestor, debiendo éste último aportar como mínimo el 1,0% del tamaño que alcance el fondo.

En cuanto a la documentación a presentar, el programa Fond-ICO Global, al igual que el de ECF, especifica claramente todos los documentos que deben acompañar a la solicitud,

ordenándolos en el caso de Fond-ICO Global en función de cada requisito y cada criterio que deben ser justificados. Y al igual que el BBFL, Axis podrá solicitar información adicional y realizar cualquier tipo de *due diligence* que estime conveniente antes de tomar su decisión. Una vez aceptada la solicitud, el equipo gestor tiene 18 meses para obtener el capital privado y preparar la documentación necesaria para cerrar el fondo, plazo bastante más flexible que los 6 meses de los ECF, aunque hay que mencionar que en convocatorias anteriores de Fond-ICO Global el plazo otorgado había sido también de 6 meses.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Asignación de Fondos	Proceso continuo	Convocatorias
Criterios de selección:		
(1) Equipo gestor	Si	Si
(2) Estrategia de inversión	Si	Si
(3) Capital privado	Si	Si
		Mín por categoría, por convocatoria
		capital expansión: 20% tamaño fondo
		<i>venture capital</i> : 12% tamaño fondo
		incubación: 10% tamaño fondo
(4) Condiciones financieras	Si	Si
	pre-requisitos	
Subclasificación	principales	Sobre A / Sobre B
de los criterios	secundarios	cuantitativos / cualitativos
Información a presentar	Claramente especificada	Claramente especificada y tabulada
Órgano decisor	BBFL	Axis Participaciones Empresariales
Posibilidad de <i>due diligence</i>	Si	Si
Tiempo para cerrar el fondo	6 meses desde aceptación	18 meses desde aceptación

4. Condiciones económicas del fondo

Una vez constituido el fondo ECF, en general, los fondos serán solicitados en cada fondo de forma paritaria entre el BBFL y los inversores privados, en proporción al capital comprometido por cada uno en dicho fondo.

Las condiciones económicas del fondo ECF (comisión de gestión, reparto de las distribuciones, remuneración del *carried interest*, tratamiento fiscal) irán en línea con las prácticas del mercado, y en su caso formarán parte de la oferta que presente el fondo en

cuestión al BBFL para su toma en consideración. En todo caso, debe siempre respetarse la estructura de remuneración detallada en el programa de ECF que debe seguir el fondo constituido entre el BBFL y los inversores privados y que se expone a continuación.

Una vez que el ECF ha cubierto sus gastos y obligaciones, incluida la comisión de gestión, los ingresos obtenidos de las desinversiones, cuando se produzcan, se distribuirán entre los inversores siguiendo el siguiente orden de prioridad:

1. Un retorno preferente al BBFL, calculado como un interés sobre los fondos invertidos en el ECF. Esta tasa de retorno se determinará al inicio de la vida del fondo en función de las condiciones de financiación del gobierno del Reino Unido existentes en esos momentos. En la actualidad el tipo de interés aplicable es del 3%³²
2. Devolución de las aportaciones de capital a todos los inversores (BBFL e inversores privados)
3. Distribución de beneficios a los inversores privados y al BBFL según un ratio prefijado que se habría propuesto en la solicitud inicial del fondo ECF y, en su caso, a los gestores del fondo vía *carried interest* también determinado al solicitar el fondo.

La lógica detrás de esta distribución es que, en caso de pérdidas, los inversores privados están expuestos a las mismas, incluso antes que el inversor público, al que se le da un cierto trato prioritario a la hora de recuperar el capital invertido y un retorno que cubra su coste de financiación. Sin embargo, en caso de beneficios, el reparto no es *pari passu*, sino que los inversores privados recibirían la mayor parte de las ganancias una vez superado un cierto umbral de rentabilidad. De esta forma, los fondos ECF no sólo consiguen atraer la participación de inversores privados, sino que establecen un incentivo añadido para una buena gestión.

Comparación con Fond-ICO Global:

A diferencia de los ECF, que no proporciona ningún detalle de las comisiones o el retorno preferente (*hurdle rate*) a los inversores, dejando a cada fondo candidato que lo establezca en su propuesta, las bases de las distintas convocatorias de Fond-ICO Global sí establecen algunas indicaciones que deben cumplir las comisiones de gestión, o el retorno preferente. Por ejemplo, se establece un *hurdle rate* mínimo del 8% para todas las categorías, y una comisión de gestión máxima del 2% para capital expansión; 2,5% para fondos de *venture capital* y 3% para fondos de incubación. En cualquier caso, ambos programas establecen explícitamente que las condiciones deben estar en línea con las

32 Hasta el año 2014 esta tasa de retorno preferente se situaba en un 4,5%.

prácticas habituales de la industria, y en esta línea se encuentran los requisitos señalados por Fond-ICO Global en sus convocatorias.

En el caso de Fond-ICO Global, los fondos que se constituyan con recursos públicos como resultado de las distintas convocatorias, funcionarán con las condiciones de mercado habituales en la industria de capital riesgo, como se acaba de mencionar, y siempre en régimen de igualdad de trato entre todos los inversores. A la hora de establecer la remuneración del fondo, Fond-ICO Global no será objeto de ningún trato preferente ni tampoco lo serán los inversores privados. Como se dice explícitamente en las convocatorias de Fond-ICO Global, “Los términos y condiciones para la inversión en el Fondo, deberán ser iguales para todos los partícipes del Fondo”.

Esta es una de las principales diferencias entre ambos programas: la asimetría de los retornos, tanto en casos de pérdidas como en situación de éxito, que se produce en los ECF entre el BBFL y los inversores privados, contrasta con el tratamiento igualitario a todos los efectos que tienen Fond-ICO Global y los inversores privados en cada fondo adjudicatario que se constituya en las distintas convocatorias.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Desembolso de capital comprometido	A prorrata entre todos los inversores	A prorrata entre todos los inversores
Comisión de gestión	Propuesta por cada fondo candidato Se tendrá en cuenta al evaluar la propuesta	Propuesta por cada fondo candidato Límite por categoría, por convocatoria. 2% en fondos capital expansión 2,5% en fondos <i>venture</i> 3% en fondos de incubación
<i>Hurdle Rate</i>	Propuesta por cada fondo candidato Se tendrá en cuenta Propuesta por cada fondo candidato	No menos del 8% en todas las categorías Propuesta por cada fondo candidato
<i>Carried interest</i>	Se tendrá en cuenta	Se tendrá en cuenta al evaluar la propuesta
Retorno preferente al inversor público	Sí, 3% y debe ser la primera devolución	No, <i>pari-passu</i> entre inversor público inversores privados
Retorno preferente al inversor privado	Si, una vez cubiertas ciertas devoluciones a determinar en cada propuesta	No, <i>pari-passu</i> entre inversor público inversores privados

5. Derechos del inversor público y de los inversores privados

Además de los derechos económicos a los que se acaba de hacer referencia, los partícipes de un fondo tienen una serie de derechos ligados a su compromiso de inversión. El programa de ECF menciona, por ejemplo, que siguiendo la práctica habitual del mercado, cada ECF tendrá un Comité de Inversores que incluirá representantes del BBFL y de algunos o todos los inversores privados.

En cuanto a la toma de decisiones, si bien en principio el BBFL participará en aquellas decisiones que, de forma habitual en estos casos, requieren la aprobación de la mayoría de los inversores: extensión de la vida del fondo, sustitución del gestor del fondo, cambios en las condiciones de funcionamiento del fondo etc, es necesario señalar que el inversor público renuncia en parte a estos derechos: A pesar de que su participación a menudo pueda ser mayoritaria, el BBFL reconoce que estaría desincentivando a otros inversores privados a aportar recursos al fondo si pudiera tomar decisiones importantes sin tenerlos en cuenta, por lo que se requiere el acuerdo del BBFL y de la mayoría de los inversores privados en estos casos³³.

Los requisitos de información a proporcionar por un ECF siguen las prácticas habituales del mercado por lo que tanto el BBFL como los inversores privados recibirán informes periódicos sobre la marcha del fondo y sus inversiones. Además de estos informes, los ECF deben proporcionar información adicional al BBFL acerca del impacto de sus inversiones en el *equity gap*, para lo que el BBFL, con el fin de facilitar esta tarea, proporciona un *Investee Summary Sheet*. El BBFL también solicita que al elaborar la valoración de las inversiones del fondo conforme a las orientaciones de las asociaciones de capital riesgo europea y británica (*Invest Europe* y *BVCA*), los ECF deben añadir una comparación del comportamiento de las inversiones respecto a las estimaciones previstas por el gestor del fondo, y una mención acerca del periodo en que se espera mantener la inversión. El ECF deberá proporcionar mensualmente estimaciones de los flujos de caja del fondo incluyendo los desembolsos de capital esperados por parte de los inversores.

Con el fin de evaluar el impacto de los programas ECF, el BBFL tiene el derecho de solicitar información adicional, si así lo estima oportuno, por ejemplo acerca de la creación de empleo o cifra de negocio de las empresas participadas. Por último, y con el fin de cumplir con los requisitos de control sobre gasto público, los ECF tienen la obligación de cooperar con la *National Audit Office*, en su caso, con el Tribunal Europeo de Auditoría.

33 Se exceptúan los casos en que el gestor del fondo haya incumplido de forma sustancial los términos del acuerdo (incluyendo la estrategia de inversión) o haya actuado de forma fraudulenta o negligente. En estos casos el BBFL tendrá la opción de cesar al gestor sin el consentimiento de los demás inversores, aunque el gestor elegido para sustituirlo sí ha de consensuarse entre el BBFL y los inversores privados.

Comparación con Fond-ICO Global:

Como se ha comentado en el apartado anterior, no hay diferencia entre los derechos de Fond-ICO Global como inversor público respecto a los de los inversores privados, rigiendo en todo momento el principio *pari-passu*, por lo que en todos los fondos de los que forme parte, Fond-ICO Global votará en la toma de decisiones en función del porcentaje de su participación. Y, las bases de las convocatorias establecen explícitamente que, sea cual sea la participación de capital público, Fond-ICO Global tendrá derecho a designar un miembro en el Comité de Supervisión del fondo y a mantener dicho derecho durante todo el tiempo en que siga siendo titular de una participación en el fondo.

En cuanto a los requisitos de información, la gestora debe cumplir con todas las obligaciones habituales en estos casos (por ejemplo, cumpliendo la normativa sobre blanqueo de capitales o financiación de terrorismo, entre otros). Los informes trimestrales que deben elaborarse sobre la actividad del fondo se dirigirán a todos los inversores, públicos y privados por igual. El único requisito adicional que se solicita por parte de Fond-ICO Global, es la obligación de ser notificado ante cualquier hecho que afectara materialmente a su posición como titular de participaciones del fondo.

Ambos programas aseguran el derecho del inversor público a transmitir la propiedad de su participación, aunque es importante mencionar que inicialmente el programa Fond-ICO Global tenía prevista una opción de compra de la participación pública a favor de los demás inversores del fondo, lo que suponía un incentivo para el inversor privado al poder incrementar su participación a un valor determinado. Esta opción, sin embargo, se ha eliminado en las últimas convocatorias, prevaleciendo por tanto el principio *pari-passu* de igualdad entre todos los inversores, aporten capital público o privado, sobre cualquier otra consideración.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Comité de Supervisión		
o de Inversores	BBFL tendrá un representante	Fond-ICO Global tendrá un representante
Toma de decisiones	BBFL renuncia en parte a su derecho: BBFL votará por su participación pero con acuerdo mayoritario de los inversores privados	Principio <i>pari-passu</i> entre inversor público e inversores privados Fond-ICO Global votará según su participación

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Requisitos de información a todos los inversores	Informes periódicos	Informes trimestrales
Requisitos de información adicional al inversor público	Sobre el <i>equity gap</i> Sobre la valoración de inversiones Sobre los flujos de caja del fondo Sobre la empresa participada	Si se produce algún cambio que afecte a la posición de Fond-ICO Global
Transmisión de la participación pública	Libre	Libre

6. Requisitos de la inversión en las empresas participadas

Cada fondo ECF deberá ser gestionado por profesionales del sector privado, y estructurado específicamente como ECF con el fin de invertir únicamente en instrumentos de capital o de cuasi-capital (incluyendo deuda *mezzanine*), quedando explícitamente excluidas del programa las inversiones en instrumentos puros de deuda.

La inversión irá dedicada a PYME no cotizadas³⁴ que sean de reciente creación y aún no estén operando en ningún mercado, o que lleven funcionando menos de siete años desde la comercialización inicial de sus bienes o servicios³⁵.

Los ECF deben necesariamente realizar sus inversiones en empresas con problemas de acceso a financiación, es decir, afectadas por el *equity gap*. De hecho, el programa menciona que si el segmento de la industria que se está considerando para invertir estuviera bien atendido en cuanto a sus necesidades financieras por otros inversores de capital riesgo, BBFL no considerará que el ECF está cubriendo un auténtico *gap* of fallo en el mercado. Con el fin de asegurar este aspecto, el programa establece que la ronda de financiación inicial de la empresa en cuestión no puede superar los 5 millones de libras³⁶, aunque se menciona la posibilidad de realizar inversiones posteriores por encima de dicho límite si se realizan con el propósito de evitar la dilución en el porcentaje de participación

34 Quedan expresamente excluidas empresas en dificultades así como las dedicadas a ciertos sectores de actividad, cumpliendo así con la normativa vigente al respecto.

35 En el primer caso se considerarán *start-ups* y el límite de la aportación pública al ECF será de 2/3, frente al límite del 60% en el segundo caso, como ya se ha mencionado en el punto 2.

36 Si la empresa participada hubiera recibido en los 12 meses anteriores alguna otra forma de ayuda pública de capital riesgo, dicha ayuda junto con la inversión del ECF no puede superar los 5 millones de libras. Así mismo, se puede invertir en concierto con otros inversores, incluidos otros ECF, siempre y cuando la inversión total no supere el límite de los 5 millones de libras. No se considerarán en este cómputo las inversiones instrumentos puros de deuda.

del ECF en la empresa. Se fija en todo caso un límite absoluto de 15 millones de euros que incluiría todas las participaciones de inversores de capital riesgo receptores de algún tipo de ayuda pública, excluyéndose del cómputo las de inversores privados.

Aunque el programa es claro acerca de este requisito de aliviar en cierta medida el *equity gap*, también lo es en exigir que la inversión se seleccione con criterios económicos: Debe identificarse de forma realista una ganancia esperada sustancial para el ECF, por encima del simple tipo de interés. La inversión de ECF debe enfocarse en empresas con perspectivas de crecimiento, y en este sentido el programa establece que la inversión requerida debe ser de cierta entidad (mayor que el 50% de la media de su cifra de negocio en los últimos 5 años).

Por último, es importante resaltar que el programa restringe las inversiones de los ECF a compañías o líneas de negocio que estén orientados predominantemente a la economía del Reino Unido.

Comparación con Fond-ICO Global:

El programa Fond-ICO Global, al igual que el de ECF, se orienta a la actividad de capital riesgo en su sentido más habitual, por lo que se espera que los fondos participados inviertan mayoritariamente en el capital social de las empresas participadas, si bien se permite un cierto margen para otros instrumentos como préstamos participativos o deuda *mezzanine*. Aunque no se menciona una prohibición expresa, como sí se hace en el caso de los ECF, se entiende que salvo en los casos en que la convocatoria de Fond-ICO Global contemple específicamente la categoría de los fondos de deuda (como fue el caso de la 3ª), la inversión en títulos puros de deuda queda excluida del programa.

En ambos programas el objeto de inversión son PYME no cotizadas con perspectivas de crecimiento, pues el objetivo último es la reactivación y el impulso de la economía de la zona estimulando capital privado en aquellas empresas que tienen por sí mismas dificultades de acceso a la financiación. Ambos programas se dirigen a empresas jóvenes o de reciente creación, cubriendo desde *start-ups* hasta empresas en fase de expansión, quedando excluidas empresas maduras y consolidadas. Sin embargo, Fond-ICO Global incluye en algunas convocatorias fondos de incubación, mientras que la atención a compañías en fase embrionaria se realiza desde otras áreas del *British Business Bank* y no se incluye en la actividad de los ECF. Los requisitos específicos sobre la madurez de la empresa participada se especifican, como en otras ocasiones, según la categoría del fondo y así se recoge en la convocatoria: el capital expansión se enfoca a empresas de al menos 3 años de vida, mientras que los fondos de *venture* invierten en empresas ya constituidas pero de menos de 5 años, y los de incubación en empresas de menos de 2 años.

En cuanto al límite de la inversión, mientras que el programa ECF fija claramente el límite de 5 millones de libras, Fond-ICO Global no especifica ninguna cuantía para la inversión del fondo, si bien a la hora de encuadrar un fondo en una de las categorías de cada convocatoria, se indican unos rangos de inversión, en ocasiones amplios, que *de facto* sí encuadran en cierta medida la inversión a realizar en las empresas participadas³⁷. Así, clasifican como fondos de capital expansión a los que realizan inversiones de entre 2 y 100 millones de euros en una compañía determinada, serían fondos de *venture capital* los que realizan inversiones entre 250.000 y 10 millones de euros, y fondos de incubación los que invierten como máximo 500.000 euros, excepto que el objeto de inversión sea un *spin-off* de Centros Oficiales de Investigación, Centros Tecnológicos o Universidades, en cuyo caso no habría límite en la inversión.

Por último, es necesario mencionar los requisitos de inversión regional en la zona, en este caso España. Mientras que los ECF sólo pueden invertir en empresas que predominantemente vayan a desarrollar su actividad en el Reino Unido, Fond-ICO Global exige unos volúmenes mínimos de inversión en España, puesto que uno de sus objetivos fundamentales es proporcionar vías alternativas de financiación para las empresas españolas, pero no condiciona en modo alguno el resto de inversiones del fondo receptor. Los volúmenes mínimos de inversión en compañías españolas van desde un 50% del total del fondo para *venture capital* y capital expansión (o dos veces la inversión de Fond-ICO Global) hasta un 90% en el caso de los fondos de incubación.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Tipo de instrumento	capital <i>mezzanine</i> deuda explícitamente excluida	Mayoritariamente capital cierto margen para préstamos participativos, <i>mezzanine</i> u otros instrumentos
Tipo de empresa	PYME no cotizada Afectada por el <i>equity gap</i> Con potencial de crecimiento	PYME no cotizada Con potencial de crecimiento
Madurez de la empresa	De reciente creación o menos de 7 años desde primera comercialización	Según categoría: capital expansión: mín 3 años de vida <i>venture capital</i> : máx 5 años de vida incubación: máx 2 años de vida

37 Además del tamaño de la inversión, recuérdese que también se tiene en cuenta en esta categorización la madurez de la empresa participada.

	<i>Enterprise Capital Funds</i>	Fond-ICO Global
Tamaño de la inversión	Máx 5 millones £ Posibilidad de aumentar la inversión para evitar dilución Máx absoluto 15 mn €	Según categoría capital expansión: entre 2 y 100 mn € <i>venture capital</i> : entre 250.000 y 10 mn € incubación: máx 500.000 €
Inversión regional	Empresas participadas enfocadas principalmente en el Reino Unido	Inversión en España según categoría: capital expansión y <i>venture capital</i> : min 50% fondo o 2x capital de Fond-ICO incubación: min 90% fondo

V. Reflexión Final

Entre las razones aducidas más frecuentemente para justificar la intervención pública en la industria de capital riesgo está la voluntad de promover la actividad emprendedora como motor de innovación y crecimiento económico. También es habitual invocar la intervención estatal en los casos en que existe un fallo estructural en el mercado, como sucede en la financiación de las PYME y empresas jóvenes, donde se ha detectado la presencia de un *equity gap* persistente. Al igual que existe consenso en la importancia de la función del sector público en la industria de capital riesgo, también lo hay en que la mejor forma de articular esta actuación es a través de iniciativas público-privadas o *Public-Private Partnerships*, siendo en todo caso de gran importancia el diseño de los programas y la implantación de los mismos.

La mejoría de la situación económica junto a la recuperación del interés que España tradicionalmente había despertado en el inversor internacional, han tenido una influencia positiva sobre los recientes resultados del sector del capital riesgo español. En este contexto, el mercado en general está de acuerdo sobre el importante papel que, en los dos últimos años, han desempeñado ciertas iniciativas públicas estatales en el impulso al capital riesgo, como es el caso de Fond-ICO Global. Más allá de la dimensión financiera del programa y de su capacidad para movilizar fondos en el sector, esta experiencia refuerza la idea de que la intervención pública en la industria de capital riesgo es necesaria, aunque es cierto que sólo será efectiva si está correctamente planificada, diseñada y gestionada.

En este sentido, hay que apuntar que la existencia de diferentes iniciativas públicas debe perseguir la complementariedad, huyendo del solapamiento. En España, además

del aludido programa Fond-ICO Global, hay interesantes iniciativas estatales impulsadas desde distintas entidades, como son: CDTI, ENISA, COFIDES y SEPIDES; y entre ellas, encontramos programas destinados específicamente a empresas de base tecnológica e innovadora, otros dirigidos a operaciones en el sector exterior o aquellos que optan por concentrarse en un tipo de instrumento, como los préstamos participativos. Ahora bien, la Administración Pública debería esforzarse por coordinar y buscar una mayor coherencia entre las numerosas ayudas estatales, autonómicas y sectoriales disponibles en España.

Distintas iniciativas públicas para promover la industria de capital riesgo proliferan en Europa en la actualidad, y es interesante volver la mirada hacia las de aquellos mercados donde esta actividad cuenta con una tradición más asentada, como puede ser el británico.

El análisis comparativo de los programas *Enterprise Capital Funds* en Reino Unido y Fond-ICO Global en España señala que existen muchos aspectos comunes entre ambos: los dos son iniciativas públicas orientadas a suplir las carencias de financiación en PYME y empresas jóvenes mediante un programa de colaboración público-privada (PPP) que responde a las últimas tendencias sobre intervenciones públicas en la actividad de capital riesgo. Los dos programas estructuran la inversión del sector público como una coinversión en fondos de gestión privada que movilizan también recursos de inversores privados para posteriormente invertir en las empresas participadas. Los criterios de selección de los fondos candidatos y las condiciones de funcionamiento de los mismos son muy similares en ambas iniciativas, debiéndose en general acomodar a lo que se consideran las mejores prácticas en el mercado.

A pesar de estos paralelismos, también se han identificado algunas diferencias entre los dos programas. La más destacable probablemente sea el tamaño y alcance de la iniciativa en sí, siendo Fond-ICO Global un programa más ambicioso puesto que tras apenas dos años de vida, con fecha diciembre de 2015, los 876 millones de euros comprometidos para invertir en 35 fondos prácticamente duplican las cifras del programa ECF desde su nacimiento en 2006. Otra importante diferencia es el tratamiento que recibe el inversor público, pues mientras que en Fond-ICO Global es tratado en todo momento bajo el principio estricto de *pari-passu* con los demás inversores privados, el programa ECF presenta asimetrías entre los distintos inversores, en algún aspecto a favor del inversor público y, en otros, a favor de los inversores privados.

Otras diferencias se detectan en aspectos formales: los criterios y condiciones necesarias para que un fondo se considere ECF se explican de forma más abierta que en el caso de Fond-ICO Global, que proporciona un mayor detalle de cada requisito necesario, tabulando además la puntuación concreta y ponderación de cada criterio. Esto, sin

embargo, no se traduce en una mayor flexibilidad en la práctica del programa ECF, antes bien, parece que Fond-ICO Global es menos restrictivo en su implementación, tanto en la forma legal del fondo, como en el tamaño de la inversión en empresas participadas o en la localización geográfica de la actividad de las mismas.

La conclusión más evidente del análisis comparativo entre los *Enterprise Capital Funds* y Fond-ICO Global es que ambos son programas bien diseñados, cuya eficacia está más que demostrada y suponen ejemplos exitosos de cómo la coinversión público-privada ayuda a la economía real proporcionando financiación a PYME y emprendedores.

La excesiva dependencia que las empresas tienen de la financiación bancaria, y que se puso de manifiesto dolorosamente durante los años más duros de la crisis crediticia, está produciendo un movimiento de desintermediación bancaria en el que el capital riesgo debería tener un gran protagonismo. Una industria de capital riesgo activa, saneada y eficiente puede constituirse como fuente de financiación empresarial alternativa a los bancos de forma continuada y estable, y no sólo como remedio en momentos puntuales de escasez. Hay que recordar además que el capital riesgo se constituye como un proveedor de fondos cualificado, ya que adicionalmente a los recursos financieros aporta valor añadido a la gestión, que resulta especialmente importante en PYME y empresas de reciente creación. El fomento del mercado de capital riesgo debe por tanto continuar formando parte de los intereses de la Administración Pública, y los programas de coinversión público-privados, como los analizados en este trabajo, deberían establecerse como elementos permanentes en la industria.

VI. Referencias bibliográficas

ACS, Z. J.; AUDRETSCH, D. B.; BRAUNERHJELM, P. y CARLSSON, B. (2012): Growth and entrepreneurship. *Small Business Economics*, Vol.39, N^o, pp. 289-300.

ASCRI (2016): *Informe del Capital Privado en España 2016*, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.

AXIS/ICO (2015): *Bases para la selección de sociedades gestoras de fondos para la inversión por Fond-ICO Global*, sexta convocatoria, diciembre.

BBB (2014): *Enterprise Capital Funds. Guidance for Prospective Managers*. British Business Bank, noviembre.

BBB y ICAEW (2015): *The business finance guide*. British Business Bank e Institute of Chartered Accountants in England and Wales, agosto.

BIS (2012): SME Access to External Finance. Department for Business Innovation and Skills. *BIS Economics Paper* n^o 16, enero.

CARLSSON, B.; ACS, Z. J.; AUDRETSCH, D. B. y BRAUNERHJELM, P. (2009): Knowledge Creation, Entrepreneurship, and Economic Growth: A Historical Review. *Industrial & Corporate Change*, Vol. 18, Nº. 6, pp. 1193-1229.

COMISIÓN EUROPEA (2015a), *Annual Report on European SMEs 2014/2015: SMEs start hiring again*, Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs, noviembre.

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

COMISIÓN EUROPEA (2014): *Amendments to the existing aid scheme "Enterprise Capital Funds"*. C (2014) 135 final, enero.

COMISIÓN EUROPEA (2013): *Green Paper Long-Term Financing of the European Economy*. COM (2013) 150 final, marzo.

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

ECB (2015): *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – SAFE* (April 2015 to September 2015), European Central Bank, diciembre.

EVCA (2014): *Private equity's contribution to building European businesses*, Essential work 2014-2019, noviembre.

EY (2014): *Member State policies to facilitate access to finance for SMEs: United Kingdom*, Ernst and Young, junio.

FRASER-SAMPSON, G. (2010): *Private Equity as an Asset Class*. Ed. John Wiley & Sons (Wiley Finance Series).

GRILICHES, Z. (1992): The Search for R&D Spillovers. *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 94, supplement, pp. 29-47.

HELLMANN, T. y PURI, M. (2000): The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, vol. 13, nº 4, pp. 959-984.

INVEST EUROPE (2016): *2015 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, mayo.

KPMG (2013), *Perspectivas del Capital Riesgo en España*, noviembre.

KPMG (2014), *Perspectivas del Capital Riesgo en España*, segunda edición, diciembre.

KPMG (2016), *Perspectivas del Capital Riesgo en España*, tercera edición, febrero.

KORTUM, S. y LERNER, J. (2000): Assessing the contribution of venture capital to innovation, *RAND Journal of Economics*, vol. 31, nº 4, invierno, pp. 674-692.

LELEUX, B. y SURLEMONT, B. (2003): Public versus private venture capital: seeding or crowding-out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, vol. 18, nº 1, pp. 81-104.

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

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

MASON, C. y PIERRAKIS, Y. (2013): Venture capital, the Regions and Public Policy: the United Kingdom since the Post-2000 Technology Crash. *Regional Studies*, vol. 47, nº 7, pp. 1156-1171.

MICHELACCI, C. (2003): Low Returns in R&D Due to the Lack of Entrepreneurial Skills. *Economic Journal* 113, pp. 207-225, enero.

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

SAMILA, S. y SORENSON, O. (2010): Venture Capital as a Catalyst to Commercialization. *Research Policy*, Vol. 39, Nº 10, pp. 1348-1360, diciembre.

