



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Antes y después de la crisis económica

Autora: Rocío de la Cruz Munguira

Directora: Rocío Sáenz-Díez Rojas

Madrid

Marzo 2015

Índice

1	Introducción	8
1.1	Justificación del interés del tema.....	8
1.2	Objetivos	9
1.3	Metodología.....	9
1.4	Estructura.....	12
2	Marco teórico	13
2.1	Definición de capital riesgo	13
2.2	Breve descripción histórica	16
2.3	Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI).....	17
2.4	Consideraciones regulatorias	18
2.5	Explicación del funcionamiento del capital riesgo	20
2.5.1	Fases del funcionamiento del capital riesgo	20
2.5.3	Aportaciones del capital riesgo a la empresa participada	23
2.5.4	Tipos de intermediarios financieros	23
2.6	Impacto del capital riesgo en las empresas participadas y en la economía en general	24
3	Análisis de la evolución del capital riesgo	28
3.1	Etapa previa a 2004	28
3.1.1	Contextualización política, económica y regulatoria	28
3.1.2	Análisis interno	29
3.1.3	Operación: Parques Reunidos (Advent International)	31
3.2	Etapa de prosperidad: 2004, 2005, 2006	32
3.2.1	Contextualización política, económica y regulatoria	32
3.2.2	Análisis interno	34
3.2.3	Operación: Amadeus (BC Partners y Cinven).....	38
3.3	Etapa de crisis: 2007, 2008	39
3.3.1	Contextualización política, económica y regulatoria	39
3.3.2	Análisis interno	41
3.3.3	Operación: Applus+ (Carlyle)	44
3.4	Fatídico año 2009	45
3.4.1	Contextualización política, económica y regulatoria	45
3.4.2	Análisis interno	46
3.4.3	Operación: PortAventura (Investindustrial)	48

3.5	Etapa de recesión: 2010, 2011, 2012	49
3.5.1	Contextualización política, económica y regulatoria	49
3.5.2	Análisis interno	51
3.5.3	Operación: Geriatros (Magnum Capital)	55
3.6	Punto de inflexión: año 2013	56
3.6.1	Contextualización política, económica y regulatoria	56
3.6.2	Análisis interno	57
3.6.3	Operación: Befesa (Triton Partners).....	61
3.7	Recuperación del sector: 2014 y perspectivas para 2015.....	62
3.7.1	Contextualización política, económica y regulatoria	62
3.7.2	Análisis interno	63
3.7.3	Operación: Telepizza (KKR).....	67
4	Análisis macroeconómico	68
5	FOND-ICO Global.....	80
6	Conclusiones	84
7	Bibliografía	88
7.1	Libros y artículos científicos.....	88
7.2	Informes y otras publicaciones profesionales	89
7.3	Páginas web consultadas	91
8	Anexos.....	92
8.1	Anexo 1: Entrevista en profundidad realizada a Rafael Pérez Benayas, especialista en capital riesgo.....	92
8.2	Anexo 2: Listado de sociedades de capital riesgo.....	94

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Empresas que han recibido capital riesgo en España, 2005.	15
Gráfico 2: Proceso operativo del capital riesgo	20
Gráfico 3: Tipos de operaciones 2002	30
Gráfico 4: Tipos de operaciones 2003	30
Gráfico 5: Tipos de operaciones 2004	36
Gráfico 6: Tipos de operaciones 2005	36
Gráfico 7: Tipos de operaciones 2006	37
Gráfico 8: Tipos de operaciones 2007	43
Gráfico 9: Tipos de operaciones 2008	43
Gráfico 10: Tipo de operaciones 2008.....	47
Gráfico 11: Tipo de operaciones 2009.....	48
Gráfico 12: Tipo de operaciones 2010.....	53
Gráfico 13: Tipo de operaciones 2011	54
Gráfico 14: Tipo de operaciones 2012.....	54
Gráfico 15: Tipo de operaciones 2012.....	60
Gráfico 16: Tipo de operaciones 2013.....	60
Gráfico 17: Tipos de operaciones 2013	65
Gráfico 18: Tipos de operaciones 2014	65
Gráfico 19: Evolución de la captación de fondos 2002-2014 (en millones de euros).....	69
Gráfico 20: Evolución de la inversión 2002-2014 (en millones de euros).....	72
Gráfico 21: Evolución del Euribor 2002-2015	73
Gráfico 22: Evolución de la desinversión a precio de coste 2002-2014 (en millones de euros) .	75
Gráfico 23: Evolución del IBEX-35 2002-2015	76
Gráfico 24: Evolución del PIB 2000-2014 (en millones de euros).....	78
Gráfico 25: Evolución del IPC 2002-2014.....	79

Índice de Tablas

Tabla 1: Variables principales del capital riesgo 2002 - 2003.....	29
Tabla 2: Inversiones 2002 - 2003	30
Tabla 3: Variables principales del capital riesgo 2004 - 2006.....	34
Tabla 4: Inversiones 2004 - 2006.....	35
Tabla 5: Variables principales 2007 - 2008.....	41
Tabla 6: Inversiones 2007 - 2008.....	42
Tabla 7: Variables principales 2009	46
Tabla 8: Inversiones 2009	47
Tabla 9: Variables principales 2010 - 2012.....	51
Tabla 10: Inversiones 2010 - 2012.....	52
Tabla 11: Variables principales 2013	58
Tabla 12: Inversiones principales 2013	59
Tabla 13: Variables principales 2014	63
Tabla 14: Inversiones 2014	64
Tabla 15: Análisis de autocorrelación de captación de fondos, inversión y desinversión	68
Tabla 16: Análisis de regresión lineal múltiple para la variable captación de fondos.....	71
Tabla 17: Análisis de regresión lineal múltiple para la variable inversión	74
Tabla 18: Análisis de regresión lineal múltiple para la variable desinversión	77
Tabla 19: Resumen de la evolución del capital riesgo (2005-2009-2013).....	85
Tabla 20: Resumen autocorrelación	86
Tabla 21: Resumen Análisis de Regresión.....	87

RESUMEN

Este trabajo analiza la evolución del capital riesgo en España considerando el periodo 2002-2014 y clasificando el mismo por etapas con el fin de conocer la situación de esta industria a lo largo del espacio de tiempo considerado. En particular, se estudia la variación experimentada en la captación de fondos, inversión y desinversión y se realiza una comparativa de esta variación con la de la economía en su conjunto para el mismo periodo, de manera que se pruebe la hipótesis sobre la que se basa este estudio “El capital riesgo ha experimentado cambios como consecuencia de la crisis económica”.

Los resultados muestran que, efectivamente, la actividad del capital riesgo está muy relacionada con la situación económica y que la disminución de actividad del capital riesgo es consecuencia de los efectos que la crisis ha producido (restricción al crédito, falta de liquidez, incertidumbre, disminución de la inversión, pérdida de confianza de los inversores internacionales...). Además, se analiza el impacto de la iniciativa público-privada FOND-ICO Global. Este resultado es especialmente importante, pues señala la efectividad de una medida de este calibre a la recuperación del mercado del capital riesgo.

PALABRAS CLAVE

Capital riesgo, inversión, desinversión, captación de fondos, evolución, *venture capital*

ABSTRACT

This project analyses the evolution of Private Equity sector in Spain, considering the period 2002-2014 and dividing it into different stages in order to understand the situation of this industry over the considered period. In particular, the variation experimented by the fundraising, investment and divestment has been studied and a comparison between this variation and the one borne by the Spanish economy in its entirety, for the same period of time, has been made, so that the hypothesis in which this study is based “Private Equity has experienced changes as a consequence of the economic crisis” could be proved.

The results show that, effectively, the activity of Private Equity is strongly related to the economic situation and the reduction of this activity is consequence of the effects that the crisis has produced (credit restriction, illiquidity, uncertainty, investment reduction, loss of international investors’ confidence...). In addition, the impact of the initiative FOND-ICO Global on the Private Equity market has been analysed. This result is especially relevant, as it indicates the effectivity of a measure like this on the recuperation of Private Equity market.

KEYWORDS

Private Equity, investment, divestment, fundraising, evolution, Venture Capital

1 Introducción

En España, el capital riesgo en empresas consolidadas, *private equity*, ha experimentado un desarrollo mucho más sólido que el capital riesgo puro o *venture capital*. A lo largo de su recorrido en nuestro país, esta actividad ha vivido periodos de auge en los años 2004-2007 y periodos de auténtica depresión.

En los momentos de máximo esplendor tuvo lugar la aparición de las llamadas “mega operaciones”, la llegada de los grandes inversores internacionales y la profesionalización de los agentes del sector.

En cambio, en los momentos de recesión, el sector del capital riesgo vio notablemente reducida su actividad, causada, entre otras razones, por la restricción del crédito que la crisis de las *subprime* trajo consigo. En esta línea, 2009 se considera el año más duro debido a las grandes reducciones experimentadas tanto en la captación de fondos y en la inversión como en la desinversión. Durante estos años de recesión, el sector ha tenido que adaptarse a las nuevas condiciones del mercado.

A partir de la segunda mitad de 2013, surgen una serie de indicios entre los que se encuentran las mejores condiciones económicas de España y la iniciativa FOND-ICO Global, primer fondo de fondos español que ha mejorado, claramente, las expectativas y ha sido clave en la recuperación del sector.

1.1 Justificación del interés del tema

Hoy en día la importancia del capital riesgo para la financiación de empresas y para el crecimiento de la economía en su conjunto es vital. Dicha importancia reside en la capacidad de esta actividad para apoyar, con aportaciones dinerarias y no dinerarias, a empresas en fases iniciales con potencial de crecimiento o a empresas consolidadas que requieren algún tipo de reestructuración. La intervención por parte de las entidades de capital riesgo en las empresas permite que éstas puedan crecer de forma exponencial y puedan llevar a cabo procesos continuos de innovación e internacionalización, dos aspectos clave para las empresas que operan en esta era, caracterizada por la globalización y el conocimiento. Además, les proporciona mayor credibilidad, asegurándose su permanencia en el mercado y reduciendo la probabilidad de que fracasen a largo plazo.

Sin embargo, el efecto positivo de la intervención del capital riesgo no se da únicamente en las empresas participadas, sino que se extiende a toda la economía de la zona geográfica en la que opera la empresa participada, de tal modo que provoca avances en el crecimiento económico de dicha región y genera empleo, entre otros.

Por otra parte, el capital riesgo es una industria relativamente joven y actual en nuestro país, lo que supone una oportunidad para su investigación. Asimismo, la iniciativa FOND-ICO Global, de tan reciente creación, dota aún más de actualidad al mercado español de capital riesgo.

Por tanto, la relevancia, la trascendencia de sus efectos positivos y la actualidad que presenta el sector del capital riesgo en nuestros días, como fuente de financiación de pequeñas y medianas empresas, las más numerosas en España, son los factores que han motivado a la alumna en la elección de éste como tema de análisis para el Trabajo de Fin de Grado.

1.2 Objetivos

El objetivo principal del presente estudio es indagar en la evolución del sector del capital riesgo en España, enfatizando el contraste que se ha producido en la actividad de dicho sector antes y después de la crisis económica de 2008. Se pretende aportar evidencia empírica suficiente y relevante para poder afirmar que, efectivamente, el sector del capital riesgo se ha visto afectado por dicha crisis.

Asimismo, se enuncian, a continuación, los objetivos específicos que se persiguen con este estudio:

1. Conocer las características de la situación actual del sector del capital riesgo en España y comparar dicha situación con la anterior a la crisis de 2008, explicando los cambios experimentados
2. Pronosticar la evolución del sector de capital riesgo en los próximos años
3. Determinar, mediante herramientas econométricas y estadísticas, la relación de las principales variables del sector del capital riesgo entre sí y con los principales indicadores económicos
4. Identificar los efectos de FOND-ICO Global como mecanismo de estímulo público en el sector del capital riesgo

1.3 Metodología

Para la consecución de los objetivos enunciados, se establece la siguiente hipótesis a verificar: “El sector del capital riesgo ha sufrido cambios como consecuencia de la crisis económica”.

La investigación realizada se limita geográficamente a España, dado que el tema de estudio de este trabajo es la evolución del capital riesgo en dicho país.

El periodo de análisis considerado se extiende de 2002 a 2014. Se escogió 2002 como año de inicio porque es el primer año con el que se cuenta con información completa de las distintas magnitudes del capital riesgo y se decidió finalizar en 2014 para poder aportar información actual del sector del capital riesgo, incluyendo el impacto positivo que ha tenido FOND-ICO Global.

La inclusión de las consecuencias producidas por FOND-ICO Global en el análisis de la evolución del capital riesgo permite diferenciar esta investigación de otros estudios anteriores.

La investigación gira en torno a dos bloques principales de estudio, a saber: el primero se centra en el análisis interno de la evolución del capital riesgo en España, el segundo hace referencia a la correlación existente entre los indicadores económicos más relevantes y la actividad del capital riesgo.

Por ello, aunque la finalidad de ambos sea la misma, verificar la hipótesis expuesta, se realizan análisis desde diferentes enfoques.

Por un lado, para el análisis interno de la evolución del capital riesgo se ha utilizado un enfoque de investigación descriptivo, en el que se ha llevado a cabo una exhaustiva revisión de fuentes bibliográficas, un estudio causal comparativo y una entrevista en profundidad.

Revisión de fuentes bibliográficas

La revisión de fuentes bibliográficas se ha fundamentado en la información histórica y actual disponible del sector. Dicha información procede, principalmente, de dos fuentes secundarias. En primer lugar, se ha contado con los anuarios de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) y, en segundo lugar, con los informes de Webcapitalriesgo. La información recogida en estas dos plataformas es fiable y representa la realidad del sector. De hecho, la información contenida en los informes anuales de la actividad de capital riesgo fue la fuente de datos que, para España, utilizó The European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) hasta 2006 cuando creó su propia plataforma.

Los informes de las mencionadas fuentes parten de la base de datos del profesor Martí Pellón. Es preciso mencionar que no se ha tenido acceso a ella porque incluye información confidencial. Sin embargo, sí se han tratado algunos de los datos que aparecen en ella como tipo de inversor, fase de desarrollo, sector, socios, ciudad, comunidad autónoma, importe a precio de coste de la desinversión, desinversión total o parcial, mecanismo de desinversión, entre otras.

Estudio causal comparativo

Una vez realizada la recolección de datos, se realizó un estudio causal comparativo, en el que se examinaron las semejanzas y diferencias de las distintas variables del sector del capital riesgo, para cada una de las etapas clasificadas y se presentaron ejemplos reales ilustrativos de la situación del sector.

Las variables estudiadas fueron levantamiento de fondos, inversión, capitales totales gestionados y desinversión.

Dicho estudio sirvió para analizar los factores que contribuyeron a la aparición de cambios en las distintas etapas estudiadas.

Entrevista en profundidad

Se utilizó la entrevista en profundidad, según definición de Ruiz Olabuénaga (2007), como herramienta para la sistematización del contenido del presente trabajo y para la extracción de las tendencias del sector. El entrevistado fue Rafael Pérez Benayas, quien, con su experiencia en el sector del capital riesgo, ilustró a la autora de este trabajo en la comprensión del funcionamiento del mismo.¹

Dicha entrevista se realizó en el inicio del trabajo de campo a través de la aplicación informática Skype. La información recogida en ella sirvió de guión para perfilar la orientación del presente trabajo. Mediante la realización de la entrevista se pretendía explorar diversos temas sobre los que apoyar este estudio.

La entrevista realizada fue individual, monotemática (únicamente dirigida al sector del capital riesgo) y no estructurada, es decir, no se siguió ningún guión o protocolo.

Por otro lado, para el análisis macroeconómico, se ha llevado a cabo un estudio de correlación y diversos análisis de regresión lineal múltiple. Para la realización de ambos, se utilizó como herramienta principal el software econométrico Gretl.

Estudio de correlación

Para delimitar esta investigación, se consideraron las variables propias del capital riesgo (levantamiento de fondos, inversión y desinversión) a las que se sometió a un análisis de correlación en Gretl.

El análisis de correlación se realizó con un nivel de confianza del 95%. Mediante dicho análisis fue posible determinar la medida en que la captación de fondos, la inversión y la desinversión se correlacionan entre sí, es decir, se perseguía buscar el grado en que las variaciones experimentadas en una de ellas se correspondían con las del resto.

Análisis de regresión lineal múltiple

Se han realizado tres análisis de regresión lineal múltiple con el programa informático Gretl mediante los cuales se ha pretendido averiguar el grado en que las distintas variables del capital riesgo, captación de fondos, inversión y desinversión, pueden estar explicadas por los indicadores

¹ La entrevista realizada se presenta en el Anexo 1.

económicos siguientes: PIB, IBEX-35 y Euribor. Se ha utilizado el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) como método estadístico de análisis en los distintos modelos efectuados.

En el primero, se ha considerado la captación de fondos como la variable dependiente y la inversión, la desinversión, el PIB, el IBEX-35 y el Euribor a doce meses como las variables independientes.

En el segundo, se ha considerado la inversión como la variable dependiente y la captación de fondos, la desinversión, el PIB, el IBEX-35 y el Euribor a doce meses como las variables independientes.

Finalmente, en el tercer análisis, se ha considerado la desinversión como la variable dependiente y la captación de fondos, la inversión, el PIB, el IBEX-35 y el Euribor a doce meses como las variables independientes.

1.4 Estructura

Este trabajo se estructura en seis capítulos, que se presentan a continuación.

En el capítulo 1 se abordará la revisión de literatura y estudios previos relacionados con los conceptos básicos del capital riesgo, tales como definición, historia, regulación, funcionamiento, tipos de intermediarios e impacto económico y social ejercido por el capital riesgo tanto en las empresas participadas como en la economía en su conjunto.

En el capítulo 2 se procederá al análisis de la evolución del capital riesgo, clasificado por etapas, en cada una de las cuales se estudian detalladamente las variables más significativas: levantamiento de fondos o *fundraising*, inversión y desinversión. Se profundiza en el estudio de los factores que motivan los cambios en dichas variables y sus consecuencias para el sector. Además, a modo de ilustración se profundiza en una operación determinada llevada a cabo por entidades de capital riesgo.

En el capítulo 3, se presentará un análisis macroeconómico, que se fundamenta en tres estudios. El primero estudia la interrelación entre las principales magnitudes del capital riesgo. El segundo analiza la relación existente entre las principales variables del capital riesgo y el PIB. Finalmente, el tercero profundiza en la medida en que las variables del capital riesgo se relacionan con los principales indicadores macroeconómicos.

En el capítulo 4, se especificará el concepto del fondo de fondos FOND-ICO Global, los objetivos que se persiguen y el resultado de las adjudicaciones realizadas.

El presente estudio finaliza con las conclusiones obtenidas, evaluando el cumplimiento de los objetivos planteados en la introducción.

2 Marco teórico

2.1 Definición de capital riesgo

Para una primera aproximación a la definición de capital riesgo se ha utilizado como instrumento de apoyo el libro “Introduction to Private Equity: Venture Growth, LBO & Turn-Around Capital” de Cyril Demaria (2013).

Cuando una empresa necesita financiación existen dos vías: acudir a la bolsa de valores o solicitar un préstamo bancario.

Acudir a la Bolsa es una solución limitada, ya que sólo permite el acceso a financiación a empresas medianas y grandes que cumplan con una serie de requisitos específicos, tales como cifra de ventas o mínimo de años de existencia de la compañía.

Las condiciones de solicitud de un préstamo bancario también son bastante estrictas. Las empresas deben aportar pruebas suficientes de su solvencia, lo que incluye estabilidad de los flujos de caja y garantías.

Así pues, si la bolsa de valores no es una opción y el préstamo tampoco, entonces ¿qué puede hacer la empresa? ¿De dónde viene el dinero para financiar la transmisión o adquisición de una empresa familiar, por ejemplo, o para reestructurar un negocio que no va bien? Capital riesgo es la respuesta a estas preguntas.

Antes de comenzar con la revisión del marco teórico, es imprescindible aclarar qué es el capital riesgo, ya que esta expresión puede propiciar algunas confusiones.

La principal confusión se deriva de la falta de distinción en español de las expresiones anglosajonas “*private equity*” y “*venture capital*”, traduciéndose ambas por capital riesgo.

Así pues, es necesario dividir el capital riesgo en dos grandes grupos que se corresponden con las expresiones en inglés citadas en el párrafo anterior: *venture capital* y *private equity*.

El término *venture capital* se define como “la actividad financiera, profesionalizada consistente en la participación en acciones, o instrumentos relacionados con acciones, en empresas en proceso de puesta en marcha (*start-up*) o que están atravesando un ciclo de alto crecimiento (expansión)” (ASCRI, 2004). Tradicionalmente, este término se asocia con la creación y desarrollo de empresas tecnológicas que recibieron en sus comienzos este tipo de financiación, como por ejemplo Intel, Google o Apple.

El capital riesgo, entendido como *venture capital*, tuvo su origen en Estados Unidos en los años cuarenta y se extendió a Europa en la década de los setenta. Sin embargo, como el entorno europeo

no favorecía el desarrollo de empresas en etapas tempranas (*start-up*), la gran mayoría de las inversiones de capital riesgo se enfocaron en empresas ya consolidadas, cuyos accionistas precisaban liquidez. Por ello, en Europa se utiliza un término más amplio para hablar de capital riesgo: *private equity*.

El término *private equity* engloba todas aquellas inversiones que se realizan en empresas no cotizadas independientemente de su estado de desarrollo o tamaño (Balboa y Martí, 2004).

En definitiva, *venture capital* hace referencia a aquella división del capital riesgo que centra su actividad en las primeras fases de la empresa con el fin de financiar su puesta en funcionamiento y su crecimiento inmediato, mientras que *private equity* es el término utilizado para la adquisición por parte de una casa de capital riesgo de las acciones de la empresa objetivo, convirtiéndose ésta en accionista mayoritario.

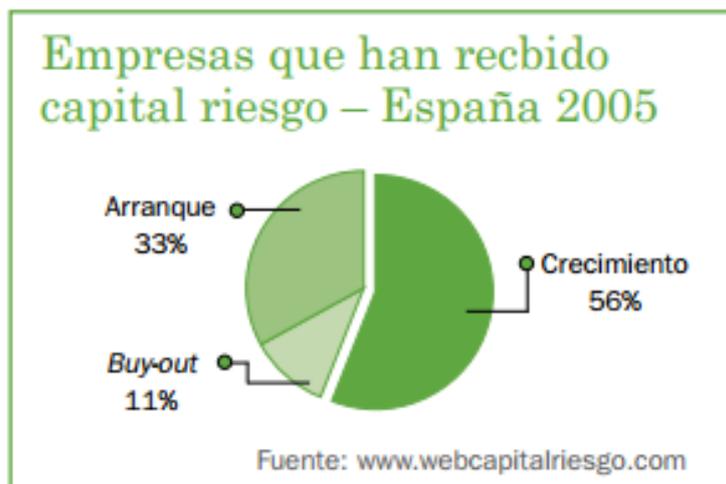
A lo largo de este trabajo, por capital riesgo se entenderá su expresión en sentido más amplio: *private equity*.

Además de la confusión que radica en la traducción de *venture capital* y *private equity* en el mismo término en español, capital riesgo, existe también otro malentendido: asociar capital riesgo con operaciones apalancadas o LBO, *Leveraged-Buy-Out*.

Según Fraser-Sampson (2010), bien es cierto que las LBO son las operaciones de capital riesgo más conocidas, es decir, las que ocupan las portadas de los grandes periódicos de economía. Esto es así porque, al tratarse de empresas que se encuentran en etapas maduras y que disponen de flujos de caja estables, los inversores de capital riesgo complementan parte del precio a pagar con deuda, permitiendo alcanzar importes muy elevados, en muchos casos próximos a los mil millones de euros. Sin embargo, aunque sí son las operaciones que incluyen los mayores precios, no son, ni de lejos, las que representan mayor volumen de facturación.

Tomando como referencia uno de los años más prósperos, en función del número de operaciones, para el capital riesgo en nuestro país – el año 2005 –, la siguiente figura muestra el porcentaje que ocupan las operaciones apalancadas en el total de operaciones de capital riesgo, aportando así evidencia de lo explicado con anterioridad.

Gráfico 1: Empresas que han recibido capital riesgo en España, 2005.



Una vez clarificadas las confusiones que se pueden producir al hablar de capital riesgo, resulta conveniente dar una definición más completa de dicho término.

El capital riesgo es una actividad financiera que consiste en la aportación temporal de recursos propios a empresas con las siguientes características: empresas no financieras cuya naturaleza sea no inmobiliaria y que no coticen en los mercados de valores. Esta actividad es llevada a cabo por entidades especializadas y dedicadas exclusivamente a ello con el objetivo de contribuir al desarrollo y expansión de la empresa (empresa objetivo o *target*²), capitalizándola, profesionalizándola y asesorándola para que su valor aumente y, posteriormente, desinvertir y obtener, así, un rendimiento.

Atendiendo a la legislación española, la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, define las entidades de capital riesgo como aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado “cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos”.

² Según la Revista Española de Capital Riesgo, *Target* (sociedad objetivo) es la denominación dada a la sociedad objeto de una adquisición

2.2 Breve descripción histórica

La actividad del capital riesgo apareció, por primera vez, en Boston, Massachusetts, al comienzo de los años 40 de la mano de grandes familias americanas como Rockefeller Brothers o Whitney and Co. (Haro, 1993).

Sin embargo, según Cendrowski et al., (2012), la actividad del capital riesgo en Estados Unidos no se formalizó hasta 1946 con la creación de la sociedad *American Research and Development Corporation (ARDC)*, fundada por Georges Doriot, con el fin de fomentar la inversión del sector privado en empresas dirigidas por los soldados que regresaban de la Segunda Guerra Mundial.

Doce años más tarde, en 1958, la *Small Business Investment Act* permitió la implantación de sociedades de inversión en pequeñas y medianas empresas (Haro, 1993) y fue a partir de entonces cuando el sector del capital riesgo experimentó un desarrollo espectacular, creándose una gran cantidad de sociedades de capital riesgo privadas.

La implantación del capital riesgo en España no comenzó hasta los años 70, cuando se empezaron a crear sociedades de carácter regional dedicadas a estos fines. SODIGA, Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia, fue la sociedad pionera de capital riesgo en nuestro país. (Álvarez et al., 2006). Más tarde, aparecieron las Sociedades de Capital Riesgo de las Comunidades Autónomas (SCRICA), cuya propiedad estaba en manos del sector público y son muy pocas, como SEFINNOVA y TALDE, las que se crean gracias a iniciativa privada (Haro, 1993).

Sin embargo, el verdadero arranque del capital riesgo en nuestro país se produjo a partir de 1986, fecha en la que España pasó a formar parte de la entonces Comunidad Económica Europea, hoy Unión Europea (UE). Además, de este año data también la constitución de la Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo (ASCRI)³. Este hecho unido al aumento de inversión extranjera causado por la adhesión de España en la UE, aumentó tanto la tipología de las operaciones como su tamaño y se produjo la consolidación de un número importante de entidades privadas.

Actualmente, existen en España, según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), 123 sociedades de capital riesgo⁴, 146 fondos de capital riesgo y 75 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado⁵.

³ Para más información, consultar www.ascrri.org

⁴ El listado completo de sociedades de capital riesgo se presenta en el Anexo 2

⁵ Los listados completos de fondos de capital riesgo y sociedades gestoras se pueden encontrar en www.cnmv.es

Es preciso señalar que en nuestro país no se ha alcanzado un nivel de desarrollo en términos de capital riesgo como el que sí se dio en Estados Unidos o, sin ir más lejos, en Francia, donde esta actividad contó con la promoción del Estado a través de una serie de incentivos fiscales.

Las escasas medidas de promoción del capital riesgo en España se propusieron, por primera vez, en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1988 y en el Real Decreto Ley 28/1992, de 21 de julio. En ellas, se dotaba de cierta flexibilidad a las normas de inversión y procedencia de fondos y los incentivos fiscales para las empresas de capital riesgo se veían incrementados.

A pesar de todo, a día de hoy, es correcto afirmar que el sector del capital riesgo en España no sólo se encuentra en continuo desarrollo activo sino que además cuenta con unos equipos de gestión totalmente profesionalizados y preparados.

2.3 Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI)

Como se ha mencionado anteriormente, nace en 1986 como sociedad sin ánimo de lucro ASCRI, cuyo objeto social es la representación, gestión y defensa de los intereses profesionales de sus socios, a la vez que estimula la promoción e impulso de entidades de capital riesgo.

Sus principales objetivos son los que siguen⁶:

- Colaborar con la Administración para establecer y desarrollar el marco jurídico, fiscal y financiero adecuado para los inversores de capital de riesgo, así como para los destinatarios de la inversión
- Facilitar la posibilidad de inversiones conjuntas de los socios de la Asociación para las operaciones de capital riesgo
- Desarrollar y mantener un alto nivel ético y profesional en la gestión de todos los socios de conformidad con el Código de Conducta aprobado
- Organizar conferencias, seminarios, coloquios o cualquier tipo de reuniones relacionadas, directa o indirectamente, con la actividad de capital riesgo
- Realizar y publicar informes, boletines, libros o estudios elaborados o financiados por la propia Asociación, o por aquellas entidades con las que la Asociación preste de algún modo su colaboración

A continuación se expone una breve explicación del funcionamiento del tipo de financiación que configura el capital riesgo.

⁶ Para más información, ver www.ascricri.org

2.4 Consideraciones regulatorias

Durante 2004 y años anteriores, las entidades españolas de capital riesgo se regían por la Ley 1/1999, de 5 de enero hasta que el Consejo de Ministros, en marzo de 2005, aprobó un nuevo “Proyecto de Ley reguladora de las Entidades de capital riesgo y sus Sociedades Gestoras”. La nueva Ley 25/2005, de 24 de noviembre, derogaba la antigua y flexibilizaba el marco jurídico de las entidades de capital riesgo, haciéndolo más favorable para el desarrollo de esta industria. En este sentido, se puede citar el estudio realizado por Balboa y Martí (2011) que verifica que la existencia de la legislación influye de forma significativa en la actividad del capital riesgo.

Esta nueva Ley constituía importantes cambios en el entorno jurídico y fiscal, introduciendo las siguientes novedades (ASCRI, 2005):

- Reducción de la carga administrativa para las entidades de capital riesgo (ECR), atribuyéndose únicamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la competencia de constitución y autorización de las ECR y agilizando el proceso mediante la reducción del plazo otorgado para la notificación de autorización de las ECR por parte de la CNMV, entre otras reformas.
- Flexibilización de las reglas de inversión, permitiéndose las operaciones *public to private*⁷ y la inversión en otras entidades de capital riesgo nacionales y extranjeras, siempre y cuando no se supere el 10% de sus activos invertidos.
- Introducción de la figura del Fondo de Fondos⁸, para atraer al inversor minorista.

De todas las reformas, la admisión de las operaciones *public to private* es quizá la más importante, pues supuso que las ECR pudieran adquirir empresas cotizadas siempre y cuando se procediera a su exclusión bursátil en el plazo de un año. Esta reforma significó el acceso a un nuevo tipo de inversión, del que ya disponían sus competidoras extranjeras.

En febrero de 2007, vio la luz el Real Decreto 239/2007, de 16 de febrero, mediante el cual se aprobaban los nuevos Reglamentos para Compañías de Seguros y Fondos de Pensiones.

Estos reglamentos supusieron una noticia excelente para el sector del Capital Riesgo español, ya que afirmaban que las acciones y participaciones de las entidades de capital riesgo se consideraban activos aptos para la inversión por parte de aseguradoras y fondos de pensiones, lo

⁷ Según la Revista Española de Capital Riesgo, una operación *public to private* (P2P) es una operación en virtud de la cual un fondo de capital riesgo u otro inversor realiza una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) sobre una sociedad cotizada con el objetivo de excluirla de bolsa.

⁸ Según la Revista Española de Capital Riesgo, un fondo de fondos es un fondo que toma participaciones en otros fondos.

que fomentaría la participación de estas dos instituciones, cuyo peso en la inversión fuera de España era predominante.

En 2014, se aprueba una nueva ley, la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, las entidades de inversión colectiva de tipo de cerrado y sus sociedades gestoras y mediante la cual quedaba derogada la antigua ley 25/2005.

Esta nueva ley recoge la Directiva Europea sobre Activos Alternativos (*AIFM Directive*) a la legislación española y, según ASCRI (2013), modernizará el marco legal conocido hasta el momento, buscando “mayores incentivos para los instrumentos de desintermediación bancaria”.

La Directiva Europea surge por la necesidad de tener un marco regulatorio común en la Unión Europea en términos de autorización, información, funcionamiento y requisitos de organización, entre otros, para todas las entidades de capital riesgo que operen dentro de la UE.

Además, se han realizado otro tipo de modificaciones, ya que la legislación española no contemplaba la regulación de las llamadas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)⁹. Por tanto, ésta ha sido incluida en la nueva ley.

Dejando al margen la modificación anterior, a continuación se destacan las novedades más relevantes con respecto a la ley 25/2005, según Gómez-Acebo & Pombo (2014).

- Desaparece la división entre entidades de régimen común y de régimen simplificado y la ley reconoce los siguientes tipos de ECR: ECR “ordinarias”, ECR pyme, fondos de capital riesgo europeos y fondos de emprendimiento social europeos.
- Sólo las sociedades gestoras requerirán autorización por parte de la CNMV, pero no los fondos o sociedades que éstas constituyan.
- Se flexibiliza el régimen del coeficiente obligatorio de inversión, al permitir el uso sin límite de los préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro del ámbito de la actividad principal de las ECR, siempre y cuando su rentabilidad esté completamente ligada al resultado de la empresa.
- Las ECR ordinarias podrán invertir hasta el 100% del activo computable (antes de esta ley, sólo se podía invertir hasta el 20%) dentro del coeficiente obligatorio de inversión en otras ECR autorizadas en España y en entidades extranjeras que cumplan una serie de requisitos.

⁹ Según Gómez-Acebo & Pombo (2014), las EICC son entidades que, “careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capitales de una serie de inversores mediante una actividad de comercialización para invertirlo en todo tipo de activos, financieros o no financieros, con arreglo a una política de inversión definida”.

Además de estas novedades, ASCRI (2013) resalta también la “posibilidad de obtención del pasaporte comunitario, de modo que otros estados miembros podrán comercializarse a inversores españoles pero también las gestoras españolas tendrán la posibilidad de desarrollar su actividad de gestión y comercialización en otros países de la Unión Europea”.

2.5 Explicación del funcionamiento del capital riesgo

2.5.1 Fases del funcionamiento del capital riesgo

Gráfico 2: Proceso operativo del capital riesgo



Fuente: ASCRI

La actuación de las casas de capital riesgo se divide en las siguientes etapas:

- Etapas previas: incluyen el conocimiento mutuo entre la empresa *target* y la casa de capital riesgo, el acercamiento entre ellas, la elaboración de un plan de negocio, el estudio en profundidad de la *target* y la negociación hasta la firma del contrato o acuerdo.
- Etapas propias de la actuación del capital riesgo: colaboración (inversión y transformación) y capitalización-salida (desinversión). A continuación se presenta un análisis detallado de estas fases.

La actuación propiamente dicha de las Entidades de Capital Riesgo (ECR) puede desglosarse en tres fases principales:

- 1) Inversión. Las ECR entran en los fondos propios de la empresa objetivo, generalmente mediante una ampliación de capital, de manera que éstas pasan a ser

socios temporales de la empresa en el caso de *venture capital*. En el caso de *private equity*, las ECR se convierten en los socios mayoritarios de la empresa objetivo.

Según Sáez (2003), los tipos de inversión, según fase de desarrollo, son:

- En empresas de nueva creación (*semilla/seed*): inversión requerida para poner en marcha una idea. La financiación obtenida por las compañías se suele utilizar con fines muy diversos, que incluyen apoyo al desarrollo de un nuevo producto o el establecimiento de su viabilidad antes de su salida al mercado.
- En empresas de lanzamiento (*arranque/start-up*): inversión en empresas que ya han sido creadas. La financiación obtenida se destina a la fabricación real de su producto y a la introducción del mismo en el mercado, cubriendo los gastos iniciales de comercialización que se ocasionen.
- En empresas en desarrollo (*expansión*): inversión en empresas ya consolidadas. La financiación se destina al crecimiento de la propia empresa, a la ampliación de la capacidad productiva, a su consolidación en el mercado o a la entrada en nuevos mercados, al desarrollo de nuevos productos y servicios o al logro de su equilibrio financiero, entre otras.
- En empresas de sucesión *buy-out* (reorientación): inversión dirigida a empresas con cierta trayectoria en el mercado que, normalmente, presentan dificultades financieras. La tipología de operaciones, en este caso, es muy amplia. Se destacan las siguientes:
 - Sustitución: operación en la que una entidad de capital riesgo lleva a cabo la adquisición de las acciones existentes de una empresa que se encuentran en manos de otra entidad de capital riesgo u otros accionistas.
 - Adquisiciones con apalancamiento o *buy-outs*: operaciones cuyo objetivo es el cambio de manos en la propiedad de la empresa y que consisten en la adquisición de la misma. En este tipo de operaciones, es frecuente que una parte importante del precio se financie con recursos puramente ajenos o con fórmulas de financiación híbridas entre los recursos propios y ajenos, *mezzanine financing*¹⁰. Entre este tipo de operaciones, destacan:

¹⁰ La Revista Española de Capital Riesgo define *Mezzanine Financing* como “modalidad de financiación que comparte elementos de *equity* y elementos de deuda. Es un tipo de financiación típica en LBO, que suele llevar aparejado un tipo de interés más alto que la deuda tradicional y un rango inferior a aquella”.

- *Leveraged-Buy-Out* (LBO) o adquisición apalancada: compra de empresas mediante endeudamiento.
- *Management-Buy-Out* (MBO): caso particular de las operaciones de LBO mediante la cual los gestores de la empresa objetivo, con la ayuda de la entidad de capital riesgo, compran la empresa a sus propietarios, convirtiéndose ellos junto con la ECR en los nuevos dueños de la empresa objetivo.
- *Management-Buy-In* (MBI): operación similar a la MBO pero efectuada por un equipo directivo de otra empresa similar, ajeno a la empresa *target*.
- *Buy-In Management Buy-Out* (BIMBO): combinación de las operaciones de MBO y MBI, en la que la dirección que participa en la adquisición de la *target* incluye a directivos actuales de la sociedad y a nuevos directivos.

- 2) Transformación. Intervienen en la gestión de la empresa objetivo, transformándola en una empresa más rentable y mejor gestionada.
- 3) Desinversión. Las ECR venden la empresa por un precio superior al que la compraron, plusvalía que se justifica por haber producido mejoras en la gestión y en el capital de la empresa objetivo y que se compensa por el riesgo asumido durante el periodo de inversión.

Del mismo modo que los bancos o entidades bancarias, el capital riesgo busca la mayor rentabilidad de sus inversiones. Esta rentabilidad puede conseguirse a través de dos vías: ya sea vía dividendos, mientras que las ECR son socias de la empresa *target*, ya sea vía plusvalías, en el momento en el que las ECR desinvierten en la empresa.

En relación a la desinversión, es de destacar que el éxito de la operación en términos de rentabilidad va a estar ligado a este momento de vender su participación en la empresa, que puede realizarse principalmente de dos formas: vendiendo la participación en la empresa a terceros, quienes pueden ser el resto de socios o terceros no relacionados con la empresa, o a través de una Oferta Pública de Venta (OPV).

La actuación de las ECR puede tener una duración de entre tres y diez años, aunque la casuística es muy variada y la duración expuesta es sólo un punto de referencia.

Mientras que el capital riesgo entendido como *venture capital* suele invertir en empresas en fases de semilla (*seed*) o arranque (*start-up*) o en empresas con alto potencial de crecimiento que son susceptibles de mejora y que pertenecen, normalmente, a sectores innovadores, el capital riesgo entendido en su sentido más amplio, *private equity*, suele hacerlo en empresas familiares con problemas de sucesión o en grandes conglomerados de empresas a los que ya no les interesa una determinada área, departamento o división.

2.5.3 Aportaciones del capital riesgo a la empresa participada

Según Barthel (2009), la aportación de las ECR en las empresas participadas es de dos tipos:

- Aportación financiera. Si bien es cierto que la actuación principal de las ECR es la financiación de la compañía, es decir, la aportación de recursos financieros en forma de capital y en ocasiones deuda a largo plazo, la actuación de este tipo de entidades no se reduce únicamente a la aportación dineraria. También, las ECR dotan a la empresa de credibilidad y fiabilidad financiera, permitiéndole mejorar su reputación ante las entidades bancarias, lo que contribuye a su estabilidad económico-financiera.
- Aportación no financiera. Además, las ECR, a través de su actuación, aportan otros recursos no financieros, como la profesionalización en la definición de procedimientos y estrategias, experiencia en la gestión y en las relaciones, búsqueda de financiación alternativa, entre otros. Todo esto aporta prestigio y valor a la empresa.

Es, precisamente, este valor añadido en la empresa lo que justifica la venta de la participación de las ECR por un precio superior al que la compraron, generándose así una rentabilidad para las ECR.

2.5.4 Tipos de intermediarios financieros

Según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, las entidades de capital riesgo pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital riesgo (SCR) o de fondos de capital riesgo (FCR) y es, precisamente, a través de estas dos figuras jurídicas como se ha desarrollado la industria del capital riesgo en nuestro país (Martí, 2001).

Sociedades de capital riesgo

Las sociedades de capital riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de Bolsas de Valores. Pueden facilitar préstamos

participativos y otras formas de financiación así como realizar actividades de asesoramiento. El capital social suscrito mínimo es de 1.200.000€, debiendo desembolsar al menos el 50% en el momento de su constitución y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años. El capital social está dividido por acciones con igual valor nominal y con los mismos derechos, representadas mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta.

Fondos de capital riesgo

Los fondos de capital riesgo (FCR) son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tienen el mismo objeto que las SCR, correspondiendo a la sociedad gestora la realización de las actividades de asesoramiento previstas. El patrimonio inicial es de 1.652.783,30€ y está dividido en participaciones nominativas de iguales características, tiene la consideración de valores negociables y pueden estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta.

Sociedades gestoras de entidades de capital riesgo

Las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGCR) son sociedades anónimas cuyo objeto social es la administración y gestión de Fondos de Capital-Riesgo y de activos de Sociedades de Capital-Riesgo. Como actividad complementaria, pueden realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación. El capital social mínimo inicial es de 300.506,05€, íntegramente desembolsado, y está dividido en acciones que pueden representarse mediante títulos o anotaciones en cuenta.

2.6 Impacto del capital riesgo en las empresas participadas y en la economía en general

Numerosos estudios elaborados por ASCRI han demostrado el impacto positivo que provoca la financiación de capital riesgo en las compañías participadas. Sin embargo, éste no se ciñe a las empresas financiadas con capital riesgo sino que se extiende a toda la economía española.

La contribución positiva del capital riesgo en las empresas participadas se explica tanto por la aportación de capital que potencia el crecimiento de las empresas como por la aportación de experiencia y *know-how* que ayuda a la gestión de las empresas.

Estos estudios se basan en la comparación del crecimiento de compañías financiadas con capital riesgo con otras compañías que no han recibido este tipo de financiación.

Los resultados derivados de estos estudios han demostrado que las compañías intervenidas por entidades de capital riesgo, con respecto a las empresas no respaldadas por este tipo de financiación, estimulan intensamente la economía española, de manera que:

- Crecen a una velocidad mayor
- Crean más puestos de trabajo
- Invierten con más fuerza

En cuanto a la creación de empleo, según ASCRI (2010b), las compañías participadas por entidades de capital riesgo crean alrededor de un 15% de empleo frente al 5%, aproximadamente, que crean las empresas no financiadas por capital riesgo.

En relación al crecimiento de las propias empresas, éste es estudiado a través del volumen de ventas y del resultado bruto de explotación. Así pues, el crecimiento es mayor en las entidades respaldadas por capital riesgo, incrementando éstas el volumen de ventas y el resultado bruto de explotación entre, aproximadamente, un 15%-20% frente al incremento del 5-7% del resto de compañías (ASCRI, 2010b).

Además, la intervención de capital riesgo supone el aumento en el valor de los activos de las empresas, tanto los totales como los inmateriales. La diferencia entre el crecimiento de los activos totales e inmateriales de las entidades financiadas con capital riesgo frente al resto es aproximadamente del 11% y del 10%, respectivamente (ASCRI, 2010b).

Sin embargo, tal y como se había anticipado anteriormente, los efectos positivos de la actividad del capital riesgo no se limitan únicamente a las empresas participadas, sino que se extienden a toda la economía. Así pues, se puede afirmar que el capital riesgo:

- Estimula la economía. Como ya se ha adelantado, las empresas participadas por entidades de capital riesgo crecen de forma más dinámica, crean más empleo e invierten en mayor medida. Además, ha demostrado ASCRI (2009b) que, incluso en épocas recesivas, estas empresas se desenvuelven mejor en términos de crecimiento, es decir, cuentan con mayor capacidad para operar en situaciones complicadas.
- Reduce los desequilibrios regionales. El respaldo financiero, el asesoramiento y la credibilidad que aportan las entidades de capital riesgo a las empresas participadas supone un gran atractivo para las áreas geográficas menos desarrolladas de un país y estimula el crecimiento de las mismas.
- Crea empleo, tanto en las empresas participadas como en la economía de una región, (Center for Entrepreneurial and Financial Studies, CEFS y EVCA, 2005).
- Impulsa y acelera la internacionalización de empresas participadas. La sólida experiencia en internacionalización y los contactos de las entidades de capital riesgo, acompañados de una menor aversión al riesgo por parte de los inversores, posibilitan que la internacionalización de las empresas participadas se pueda realizar de manera más sencilla.

- Reduce la probabilidad de fracaso empresarial, al constituir empresas más sólidas y estables en el tiempo.
- Mejora la productividad, tanto en el corto como en el largo plazo. Las aportaciones de las entidades de capital riesgo suponen un aumento en la eficiencia y productividad de las empresas participadas, lo que fomenta, a su vez, el crecimiento económico (EVCA, 2013).
- “Piensa en futuro, invirtiendo en innovación”, (ASCRI, 2012b). La actuación del capital riesgo conlleva un aumento notable en el número de patentes registradas y los productos de las empresas participadas consiguen llegar al mercado más fácilmente y en menor tiempo. Además, según EVCA (2013), las entidades de capital riesgo promueven la innovación de manera directa, asignando fondos a las actividades de I+D+i para nuevos productos y procesos en las empresas participadas, y de manera indirecta, apoyando a las empresas jóvenes en fases de *start-up* que tienden a ser más innovadoras que el resto de empresas. También conviene señalar el estudio realizado por Popov (2008), quien llegó a la conclusión de que el impacto de un euro en la financiación de capital riesgo tenía, generalmente, una relación positiva y significativa en las actividades de investigación y desarrollo. Sin embargo, dedujo también que el impacto era mayor o menor según el mercado que se analizara. Así pues, sus estimaciones concluyeron que los mercados europeos eran menos eficientes que los estadounidenses en cuanto a la estimulación de la innovación, pero señaló también que esto se debía, principalmente, a las estrictas restricciones regulatorias de los mercados europeos y al menor grado de desarrollo de los mercados de salida (*exit markets*) y no a la menor eficiencia del mercado de capital riesgo europeo. Finalmente, apuntó que las reformas jurídicas relacionadas con los fondos de pensiones y las compañías de seguros supondrían un gran progreso para extraer el potencial innovador europeo.
- Mejora la recaudación fiscal. La actividad del capital riesgo es “una clara generadora de impuestos a medio y largo plazo por distintas vías” (ASCRI, 2011b), ya sea vía impuesto sobre el valor añadido, dado el incremento que se produce en la facturación de las empresas participadas, vía impuesto sobre la renta de las personas físicas, debido al crecimiento del empleo, o vía impuesto de transmisiones y actos jurídicos documentados, por el aumento de capital y la generación de deudas en la adquisición de empresas.
- El capital riesgo, en su faceta de *venture capital*, fomenta la creación de empresas, sobre todo la de aquellas con orientación innovadora, e impulsa su desarrollo para que sea posible su subsistencia en el futuro. De hecho, ASCRI (2009b), la esperanza de vida de nuevas empresas es mucho mayor si éstas han sido financiadas por capital riesgo.

- Sin embargo, el capital riesgo no sólo apoya a las nuevas empresas, sino que también apuesta por empresas ya consolidadas con oportunidades de crecimiento, aportando valor en su expansión. Además, la financiación de este tipo de empresas tiene un “efecto multiplicador en la economía” (ASCRI, 2010b), dado su impacto positivo tanto en el empleo y en los datos de ventas y resultado bruto como en el impuesto de sociedades.
- También, en las operaciones de *buy-out*, el capital riesgo genera crecimiento y empleo, aportando liquidez a los accionistas de la empresa participada y sentando las bases de un nuevo futuro de dicha empresa.

Además, tal y como se refleja en el artículo realizado por Alemany et al. (2008), el desarrollo global y la competitividad de empresas familiares se ve especialmente favorecido por la actuación de entidades de capital riesgo. A lo largo de su artículo, la autora señala seis puntos clave que intervienen en la competitividad de este tipo de empresas (crecimiento, estructura de capital, dirección, medidas de gestión, sucesión y preservación de la riqueza) y explica cómo el capital riesgo contribuye a la mejora de competitividad de las empresas. Sin ánimos de ahondar más en este artículo en concreto, se subrayan las principales ventajas que las empresas familiares pueden obtener si son financiadas con capital riesgo: distinto enfoque estratégico, mejoras en las medidas de gestión y dirección y un punto de vista más emprendedor e innovador.

Por todos estos motivos, es importante que el gobierno de un país sea consciente de los beneficios que conlleva la actividad del capital riesgo para la economía en general y lleve a cabo políticas que incentiven dicha actividad. Así, como se señala en otro estudio realizado por Alemany (2004), “las políticas encaminadas a fomentar la creación de empresas y su desarrollo posterior no deberán olvidar el efecto positivo del capital riesgo. En este sentido, las políticas que apoyen el desarrollo y fortalecimiento de este sector en España se traducirán en una sociedad económicamente más fuerte y, probablemente, más innovadora”.

Por su parte, el presidente de EVCA, Vincenzo Morelli, declaró en un informe para ASCRI (2013b) lo siguiente: “El capital riesgo tiene un indispensable papel que representar en la provisión de inversiones responsables y estables a las empresas europeas de todas dimensiones, con independencia del ciclo económico. El capital riesgo impulsa la innovación, la transformación y la mejora del rendimiento que pueden ayudar a las empresas europeas a sobrevivir, medrar y competir en la economía mundial

3 Análisis de la evolución del capital riesgo

Mediante este análisis se pretende verificar la hipótesis establecida en el inicio de este trabajo: “El sector del capital riesgo ha sufrido cambios tras el estallido de la crisis económica y financiera”. Para su correcto estudio, conviene diferenciar las siguientes etapas:

- Etapa previa a 2004
- Etapa de prosperidad: 2004, 2005 y 2006
- Etapa de crisis: 2007, 2008
- Fatídico año 2009
- Etapa de recesión: 2010, 2011, 2012
- Punto de inflexión: año 2013
- Recuperación del sector: 2014 y perspectivas para 2015

3.1 Etapa previa a 2004

3.1.1 Contextualización política, económica y regulatoria

Esta etapa estuvo marcada por la recuperación económica tras la llamada Burbuja de las Punto-Com. Entre 1997 y 2001, se produjo un crecimiento espectacular en los valores de empresas relacionadas con el entonces nuevo sector de Internet. El rápido avance de estas empresas desencadenó un extraordinario aumento de los precios de sus acciones, lo que abrió camino a la especulación, la cual se vio incentivada por la gran disponibilidad de capital riesgo. Sin embargo, con el paso del tiempo, muchas de las denominadas “empresas punto-com” quebraron, dando paso a la crisis.

Dicha crisis trajo consigo una caída del sector del capital riesgo en todo el mundo, pero sobre todo en Estados Unidos, donde los efectos de la Burbuja de las Punto-Com eran más palpables.

Como consecuencia, los años 2002 y 2003 se caracterizaron por el restablecimiento de la economía global y por una tímida recuperación de la confianza en el mercado por parte de los inversores.

En España, en cambio, no se siguió la tendencia global de desconfianza y pesimismo en la industria del capital riesgo y 2003 fue un año positivo en este aspecto con respecto a 2002.

Además, las medidas económicas (contención del gasto público, disminución de impuestos a las empresas y alargamiento del pago del IVA) llevadas a cabo por el entonces presidente del gobierno, José María Aznar, contribuyeron a los buenos resultados obtenidos en esta etapa.

La política económica de Aznar se centró en la reducción del déficit público y la reactivación de la actividad económica privada. Tras cumplir los criterios de convergencia en cuanto a inflación, deuda y déficit, establecidos en el Tratado de Maastricht (1991), España se unió al Euro, nueva divisa que entró en circulación en nuestro país en el año 2002, cuya principal consecuencia fue la reducción de los tipos de interés.

3.1.2 Análisis interno

A continuación, se presentan los datos más importantes de la situación del capital riesgo en España en esta etapa:

Tabla 1: Variables principales del capital riesgo 2002 - 2003

TABLA RESUMEN 2002 - 2003 (en millones de €)			
	2002	2003	Variación
FUNDRAISING	860,00 €	1.042,40 €	21%
FONDOS GESTIONADOS	6.819,60 €	7.491,50 €	10%
INVERSIÓN	969,20 €	1.337,00 €	38%
DESINVERSIÓN	387,90 €	337,00 €	-13%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

Tal y como muestra la tabla resumen, la captación de nuevos fondos o *fundraising* experimentó un aumento del 21% en 2003 con respecto al año anterior. Los principales aportantes fueron las instituciones financieras (cajas de ahorro, en su mayoría), las empresas no financieras y los inversores públicos y la mayoría de los fondos captados provinieron de inversores domésticos, produciéndose un notable descenso en los recursos de procedencia europea o estadounidense. Además, las sociedades gestoras contribuyeron a la atracción de 784 millones de euros, cumpliendo así su objetivo de captación de fondos (ASCRI, 2004).

Los capitales totales gestionados aumentaron en un 10% de 2002 a 2003. Conviene señalar que la principal fuente de fondos gestionados se debe a recursos extranjeros tanto europeos como americanos.

Sin embargo, lo más destacable es el espectacular incremento de la inversión, alcanzando la cifra de 1.337 millones de euros en 2003, cifra que se debe, en parte, a las adquisiciones de Caprabo y Parques Reunidos por parte de Caixa Capital Risc y Advent International, respectivamente, dos operaciones de importante cuantía.

La tabla siguiente muestra el total de operaciones de este periodo, desglosada por años:

Tabla 2: Inversiones 2002 - 2003

	Número de Inversiones Realizadas		
	2002	2003	Variación
Nuevas Inversiones	228	239	4,82%
Ampliaciones de inversiones ant.	152	171	12,50%
TOTAL	380	410	

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

En relación a la tipología de las operaciones, se muestran los siguientes gráficos a modo de comparativa:

Gráfico 3: Tipos de operaciones 2002



Gráfico 4: Tipos de operaciones 2003



En 2003, al igual que en 2002, la mayor parte de las inversiones se destinaron a empresas en fase de expansión, mientras que las operaciones encaminadas a la financiación de empresas en fases iniciales (semilla y arranque) se redujeron en un 0,47%. (ASCRI, 2004). Esta reducción probablemente sea consecuencia del pánico generado durante la entonces reciente crisis de las Punto-Com, ya que durante la Burbuja fueron muchas las inversiones destinadas a empresas que se encontraban en estas fases. De igual forma, se redujeron también las inversiones en sectores tecnológicos. En relación a las operaciones apalancadas y, tal y como se puede observar en los gráficos, se produce un aumento en la inversión de las mismas de 2002 a 2003, aunque aún no fuera aún un aumento muy significativo.

Con respecto a las desinversiones, el volumen de las mismas fue menor en 2003 que en 2002, aunque bien es cierto que el número de desinversiones fue mayor, lo que supone un indicio de positivismo en cuanto a la evolución de la industria del capital riesgo.

A continuación, se presenta el análisis de una de las operaciones principales de esta etapa.

3.1.3 Operación: Parques Reunidos (Advent International)

Según el Instituto Español de Analistas Financieros en colaboración con la Fundación de Estudios Financieros (2009), en el año 2003, existía una gran fragmentación en el mercado de los parques de ocio en España, de manera que se evidenciaba un exceso de oferta que ponía a los parques en situación de pérdidas. La mayoría de las empresas eran de tipo familiar y gestionaban solo un parque y Parques Reunidos ostentaba una posición de liderazgo en el sector.

Ante tales circunstancias, la sociedad americana de capital riesgo Advent International lanzó, en diciembre de 2003, una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre Parques Reunidos. Sin embargo, en ese momento, la compañía cotizaba en bolsa, por lo que se tuvo que llevar a cabo su exclusión bursátil. Así se indicaba en el folleto explicativo de la oferta, “Es firme intención de la Sociedad Oferente promover la exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad Afectada en el plazo más breve posible”. Esta operación supuso la primera operación *public to private* en España.

La OPA se lanzó sobre el 100% de la compañía, según se indica en el folleto explicativo de la oferta, y estaba condicionada por la aceptación del 75% del capital social. La contraprestación, en un principio, se fijó a razón de 6,10 euros por acción.

Sin embargo, tal y como apunta ASCRI (2003), al poco tiempo, Advent International elevó la OPA a 6,25 euros por acción, lo que representaba el 2500% de su valor nominal. Así, la

adquisición se materializó por un precio de 228 millones de euros, de los cuales 173 millones se destinaron a la adquisición en sí y 55 millones a la refinanciación de deuda, a cuyo efecto tenía suscrito un contrato de crédito con The Royal Bank of Scotland, PLC. La consideración se pagó en efectivo.

La finalidad de dicha adquisición, según el folleto explicativo de la oferta, era “adquirir la totalidad de las acciones y tomar el control de la Sociedad Afectada con el objetivo estratégico de convertir a la Sociedad Afectada en uno de los líderes europeos en su sector [...] mediante la adquisición de parques de ocio en todo el continente europeo”.

Este objetivo se alcanzó mediante una agresiva estrategia de adquisiciones de parques de propiedad familiar con posibilidades de crecimiento. Así pues, se realizaron, según el Instituto Español de Analistas Financieros y la Fundación de Estudios Financieros (2009), un total de 6 adquisiciones de parques entre Europa y Sudamérica, lo que posicionó a la compañía como el tercer mayor operador de parques de atracciones en Europa, constituyendo así la intervención de esta casa de capital riesgo, una perfecta estrategia de *Buy & Build*.

En marzo de 2007, Advent International vendió su participación en el Grupo Parques Reunidos a Candover por 936 millones de euros.

3.2 Etapa de prosperidad: 2004, 2005, 2006

3.2.1 Contextualización política, económica y regulatoria

En 2004, se celebraron las elecciones generales, en las que ganó el PSOE y la presidencia del gobierno pasó a estar en manos de José Luis Rodríguez Zapatero.

Esta primera legislatura de Zapatero estuvo marcada por ciertos avances en materia económica y elevado dinamismo del empleo.

España se encontraba en una situación de estabilidad económica y política, con las cuentas saneadas y un gran crecimiento del PIB, debido fundamentalmente al consumo doméstico y al sector de la construcción.

Por su parte, en Europa se dio también el crecimiento de los indicadores económicos en las principales economías.

En 2006, la economía mundial vivió uno de sus mejores ciclos de los últimos años, liderada por la economía europea que funcionó como motor de crecimiento. España se unió a este periodo de prosperidad económica y el IBEX-35 alcanzó los 14.000 puntos.

Este contexto económico, unido a la estabilidad política, supuso un clima muy favorable para el desarrollo del sector del capital riesgo. Prueba de ello son las mega-transacciones de Ono-Auna y Amadeus llevadas a cabo en 2005.

En el sector del capital riesgo, los años 2004, 2005 y 2006 se configuran como los años dorados del capital riesgo en España. Los extraordinarios volúmenes alcanzados en inversión, desinversión y levantamiento y gestión de fondos, supusieron la consolidación del mercado español de capital riesgo, ocupando éste en 2004 la quinta posición en el ranking europeo por volumen de inversión (ASCRI, 2005).

Además, la nueva Ley 25/2005 de capital riesgo contribuyó favorablemente al buen desarrollo del sector y a su rápida evolución. El considerable aumento en el número de altas en el Registro Especial de Entidades de Capital Riesgo de la CNMV evidenciaba el éxito y la buena acogida en el sector que estaba experimentando la citada ley. Asimismo, tal y como señala ASCRI (2007), la Asociación Europea de Capital Riesgo – EVCA – publicó, a finales de 2006, un informe en el que apuntaba que el marco jurídico en el que operaba el capital riesgo español se situaba entre los marcos más favorables para el desarrollo de esta industria.

En cuanto al *venture capital*, el año 2005 comenzó con el inicio de la red española de *business angels* (ESBAN), cuyo objetivo prioritario era favorecer y fomentar la constitución de nuevas redes de *business angels*¹¹ en el Estado Español y servir de enlace entre este tipo de inversores y emprendedores, contribuyendo así a la expansión del *venture capital* en nuestro país. (ASCRI, 2006). Asimismo, para el fomento de inversión en empresas tecnológicas, el Ministerio de Industria, a través del Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial – CDTI – lanzó en 2006 un fondo de fondos, Neotec-Capital Riesgo, por el que se distribuyeron 176 millones de euros entre fondos de capital riesgo especializados.

Si 2004 fue un gran año para el capital riesgo español, 2005 rebasó todas las expectativas. Si bien es preciso señalar que las excelentes cifras conseguidas en cuanto a captación de fondos, inversión y desinversión durante este año estuvieron marcadas, en gran medida, por el cierre de importantes *megadeals* como Ono-Auna o Amadeus. Esto hacía pensar que el sector del capital riesgo en España estaba experimentando un cambio hacia operaciones de mayor volumen.

¹¹ Según la Revista Española de Capital Riesgo, un *business angel* es un inversor privado que invierte su propio capital en empresas en fases iniciales de desarrollo y que tradicionalmente aporta su experiencia y conocimiento en la gestión de la empresa objeto de su inversión.

Tras un excelente 2005, el 2006 resultó ser un año de fuerte actividad y dinamismo que, sin alcanzar los máximos obtenidos en el ejercicio anterior, se constituyó como un año claramente positivo para el capital riesgo.

3.2.2 Análisis interno

La tabla siguiente muestra los resultados obtenidos en este periodo 2004-2006:

Tabla 3: Variables principales del capital riesgo 2004 - 2006

TABLA RESUMEN 2004 - 2006 (en millones de €)					
	2004	2005	2006	Variación 04-05	Variación 05-06
FUNDRAISING	2.110,80 €	4.239,90 €	3.908,20 €	101%	-8%
FONDOS GESTIONADOS	9.437,90 €	13.241,60 €	16.497,60 €	40%	25%
INVERSIÓN	1.995,90 €	4.186,00 €	3.108,10 €	110%	-26%
DESINVERSIÓN	514,90 €	1.526,00 €	1.357,60 €	196%	-11%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

La captación de nuevos fondos experimentó un incremento del 101% del año 2004 a 2005, consecuencia del gran aumento de la inversión extranjera, tanto europea como americana. La primera creció un 127,33% y la segunda, un 448,96% con respecto al año anterior (ASCRI, 2006). En 2006, en cambio, los recursos captados se vieron reducidos en un 8% con respecto a 2005, hecho que no se considera para nada alarmante, dado el esplendor de ese año.

Es destacable el cambio sufrido en el tipo de aportantes. Mientras que en 2004 fueron las instituciones financieras las principales aportantes de fondos, el año siguiente fueron los fondos de pensiones. Además, los fondos de fondos incrementaron su aportación notablemente y en julio de 2005 se produjo el cierre del primer fondo de fondos promovido desde España de la mano de Altamar Capital Partners por 200 millones de euros (ASCRI, 2006b).¹² En 2006, se produjo una vuelta a las instituciones financieras como primer aportante de fondos pero seguido muy cerca de los fondos de fondos y de los fondos de pensiones fundamentalmente internacionales. Además, de 2005 a 2006 tuvo lugar un importante cambio en cuanto a la nacionalidad de los principales aportantes de fondos que tradicionalmente habían sido inversores americanos y europeos y en 2006 quedaron relevados por los inversores nacionales, contribuyendo con un 44,3% del total de recursos aportados (ASCRI, 2007).

¹² Para más información, consultar www.ascrri.org/noticia_impression.php?ID_NOTICIA=3118

Los capitales totales gestionados totales aumentaron en un 40% de 2004 a 2005 y en un 25% de 2005 a 2006.

La inversión alcanzó su máximo en el año 2005, llegando a los 4.186 millones de euros. En 2006, el importe de la inversión es visiblemente menor, ya que el fenómeno de los *megadeals* no puede repetirse todos los años. La tabla siguiente muestra el total de operaciones de este periodo, desglosada por años:

Tabla 4: Inversiones 2004 - 2006

	Número de Inversiones Realizadas				
	2004	2005	2006	Variación 04-05	Variación 05-06
Nuevas Inversiones	249	161	521	-35,34%	223,60%
Ampliaciones de inversiones ant.	245	80	244	-67,35%	205,00%
TOTAL	494	241	765		

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

Como se observa en la tabla, el número de inversiones no presentó el mismo espectacular aumento, produciéndose en 2005 161 nuevas inversiones y 80 ampliaciones de inversiones anteriores, lo que suma un total de 241 operaciones, frente al total de 494 operaciones en 2004. Esto hace pensar que el máximo histórico de la inversión se ha debido a los citados *megadeals* cerrados en 2005. Algunos ejemplos son Ono-Auna, Panrico, Applus+ Amadeus, Recoletos o Cortefiel. En estas tres últimas compañías que, en 2005 cotizaban en las bolsas españolas, las entidades de capital riesgo por las que fueron intervenidas llevaron a cabo su exclusión de Bolsa. Amadeus y Cortefiel representaron las operaciones de mayor importe con 3.833,60€ y 1.249,40€ respectivamente (Baena, 2006). Por el contrario, en 2006 sí que se produjo un gran crecimiento en el número de operaciones (223,6%).

En relación a la tipología de las operaciones, a continuación se presentan los gráficos correspondientes a los tres años examinados en este epígrafe:

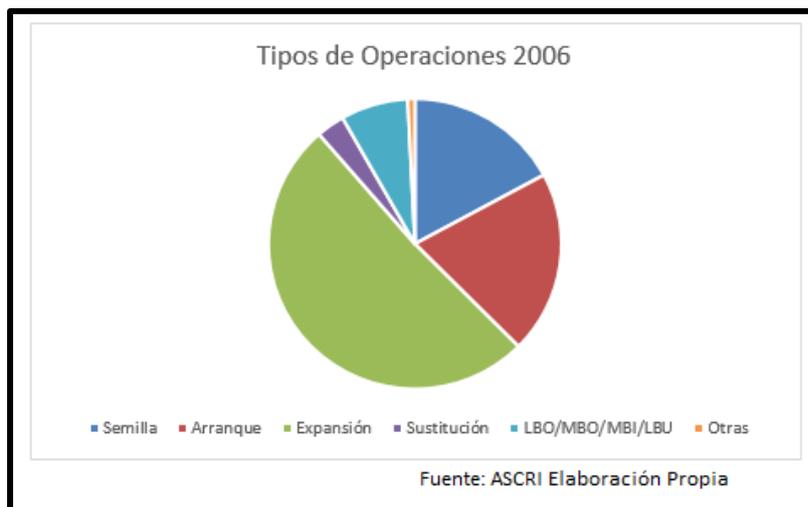
Gráfico 5: Tipos de operaciones 2004



Gráfico 6: Tipos de operaciones 2005



Gráfico 7: Tipos de operaciones 2006



Es un hecho que el grueso de las operaciones se sitúa en las de expansión durante los tres años. No obstante, es fácilmente observable en la comparativa de gráficos que el porcentaje del total de este tipo de operaciones va reduciendo con el paso del tiempo, dejando así más protagonismo a las operaciones apalancadas, que representaron en 2005 un 10,93% del volumen total. Además, en este mismo año, la inversión en dichas operaciones superó a la inversión en empresas en fase de expansión por primera vez en la historia del capital riesgo español, aunque este incremento del volumen invertido no fuera acompañado del mismo incremento en número de operaciones que, si bien es mayor, no supera al número de empresas en fases de expansión. Esta tendencia de las operaciones apalancadas iniciada en 2005 continuó durante el año siguiente, cuando se registraron las *secondary buy-outs*¹³ de Iberostar, Grupo Levantina, TALGO o Telepizza.

Durante el periodo 2004-2006, es también destacable el incremento de las operaciones en las empresas en fases semilla y arranque, hecho que confirma la cura de la fiebre sufrida con este tipo de inversiones durante y después de la crisis de las Punto-Com.

En relación a la inversión por sectores, durante 2005 el sector de las comunicaciones fue el claro líder en la recepción de fondos invertidos (ASCRI, 2006), resultado de la mencionada mega-operación de Ono-Auna. Sin embargo, en 2006 el receptor de fondos por excelencia

¹³ La Revista Española de Capital Riesgo define las *Secondary Buy-out* (SBO) o adquisiciones apalancadas secundarias como las operaciones en las que “un fondo de capital riesgo compra a otro fondo de capital riesgo su participación en una empresa previamente adquirida por éste”.

fue el sector de la hostelería y ocio (ASCRI, 2007), tras las operaciones de Iberostar y Telepizza.

Con respecto a las desinversiones a precio de coste, el volumen de las mismas fue mucho mayor en 2005 que en 2004, con un incremento del 196%, pasando de 515 a 1.526 millones de euros. En 2006, el importe alcanzado fue de 1.357,60 millones de euros, cifra que se acerca bastante al máximo de 2005. Las entidades de capital riesgo vieron en la venta a terceros la principal vía para dar salida a su inversión durante los tres años analizados.

También es preciso señalar el volumen de inversión de *venture capital* de 2006, que registró 348,20 millones de euros, superando la cifra alcanzada en el periodo de auge de internet. Además, el conjunto de operaciones de *venture capital* acumuló un gran crecimiento, consecuencia del lanzamiento del fondo de fondos Neotec-Capital Riesgo (ASCRI, 2007).

A continuación, se analiza más en detalle una de las grandes operaciones de esta etapa.

3.2.3 Operación: Amadeus (BC Partners y Cinven)

Tras casi medio año de negociaciones entre la empresa Amadeus Global Travel Distribution y cuatro grupos interesados en su adquisición, finalmente las compañías áreas Air France, Iberia y Lufthansa, socios de referencia de Amadeus, optaron por la oferta formulada por parte de las reconocidas firmas de capital riesgo BC Partners y Cinven, que operaban conjuntamente por cuenta de WAM Acquisition.

Según el informe del consejo de administración de Amadeus sobre la oferta pública de adquisición lanzada por WAM Acquisition, la oferta presentada incluía la exclusión de bolsa de la empresa en la mayor brevedad posible y situaba el precio en 7,35 euros por acción, lo que equivalía a un 73.500% del valor nominal de cada acción. Así pues, dicho precio representó una prima del 49,4% respecto al precio de cierre de la acción en la última sesión, que ascendió a 4,92 euros.

Según ASCRI (2005b), Amadeus rechazó la oferta propuesta por Citigroup Venture Capital que situaba el precio por acción en 8 euros, un 10% superior al de BC Partners y Cinven. El motivo principal de la desestimación de la oferta pudo ser la participación de Citigroup Venture Capital en el accionariado de Worldspan, principal competidor de Amadeus en Estados Unidos, ya que dicha operación podría no haber sido autorizada por parte de los organismos reguladores de competencia.

Continuando con las condiciones de la oferta, el precio se satisfaría en metálico y la oferta se dirigía a la totalidad de las acciones. Así pues, el total de la operación ascendía a 4.337 millones de euros.

Por su parte, WAM Acquisition fue constituida con el objetivo de actuar como vehículo para la presentación de la oferta y, jurídicamente, era una sociedad anónima participada por las compañías áreas (Air France, Iberia y Lufthansa) y por Amadelux Investments S.A., cuyos únicos accionistas a partes iguales eran BC Partners y Cinven.

Según afirma ASCRI (2005c), en un notificado de prensa en enero de 2005, el dinero en efectivo entregado en la adquisición no superaría los 1.000 millones de euros, por lo que los más de 3.330 millones restantes serían deuda, cifra que equivalía a 6,10 veces el EBITDA de Amadeus. La financiación se obtendría de un préstamo sindicado otorgado por Credit Suisse.

De 2005 a 2010, se tomaron medidas encaminadas a mejorar la gestión, a las que contribuyeron muy favorablemente las tres aerolíneas accionistas de Amadeus. Como resultado, la compañía experimentó un crecimiento cercano al 10% anual en términos de EBITDA, durante los cinco años en los que las firmas de capital riesgo intervinieron en la gestión.

Como mecanismo de desinversión de los dos fondos de capital riesgo, tanto accionistas como directivos acordaron la salida a bolsa. Así pues, en 2010 se presentó la Oferta Pública de Venta (OPV)¹⁴, que captó 1.300 millones de euros, lo que posicionó esta operación como la mayor salida a bolsa en España en dos años. Los fondos de capital riesgo llevaron a cabo la venta total de su participación en Amadeus, obteniendo más del doble del importe invertido, y las compañías aéreas Air France y Lufthansa vendieron parte de sus acciones. Por el contrario, Iberia no participó en la OPV.

3.3 Etapa de crisis: 2007, 2008

3.3.1 Contextualización política, económica y regulatoria

El bienio 2007-2008 estuvo caracterizado por el inicio de la crisis económica internacional.

Aunque en muchas ocasiones se sitúa el verano de 2007 como el inicio de la crisis económica, fue en 2008 cuando realmente empezaron a notarse los efectos de la misma en España.

¹⁴ También conocida como Oferta Pública de Suscripción (OPS) o por su término anglosajón, *Initial Public Offering* (IPO).

A mediados de 2007, mientras en Estados Unidos y Europa, se producían las quiebras de los principales bancos y entidades financieras, como consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprime*, en España se daba el estallido de la burbuja inmobiliaria.

De hecho, a principios de 2008, se anunciaba una situación económica bastante deteriorada con un ingente aumento de la inflación, caídas en el consumo y aumento del paro.

En las elecciones generales de marzo de 2008 volvió a ganar el PSOE y Zapatero repitió como presidente del gobierno.

Como consecuencia de los continuos datos negativos en los meses siguientes a las elecciones, especialmente del desempleo en el sector de la construcción, Zapatero anunció en junio de 2008 un plan de austeridad.

En verano de 2008, se produjo el concurso de acreedores de Martinsa-Fadesa y en octubre, tuvo lugar la mayor caída de la Bolsa de Madrid.

Este cambio de coyuntura originó aumento del paro, causado en gran parte por la paralización del sector inmobiliario, problemas de liquidez en el mercado financiero, caída del PIB y desconfianza tanto de consumidores como de inversores.

Con respecto al sector del capital riesgo, el año 2007 comenzó con la tendencia de crecimiento de los años anteriores. De hecho, el presidente de ASCRI, Jaime Hernández-Soto afirmaba en el informe anual de 2008 lo siguiente: “El 2007 no sólo ha sido un muy buen año para el sector del Capital Riesgo & Private Equity en España. Todas las variables implicadas han alcanzado niveles máximos”. No obstante, a partir del verano de este mismo año se produjo un claro cambio en la tendencia del sector, consecuencia del estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos y de su casi inmediata extensión a Europa y a España. Afirmaba Hernández-Soto: “No supone ninguna crisis para el Capital Riesgo & Private Equity, pero indudablemente afecta a nuestro sector, que depende para el cierre de muchas de sus operaciones de mayor o menor volumen de financiación bancaria”.

La crisis inició un periodo de desaceleración económica que vino acompañado de la dificultad al acceso de financiación bancaria por la falta de liquidez en los mercados crediticios y supuso una fuerte caída de las transacciones valorada en más de 100 millones de euros.

Por su parte, 2008 fue un año difícil para el capital riesgo que vio reducida la inversión considerablemente, como resultado de la limitación al acceso a la deuda y de la carencia de grandes operaciones. La caída de la actividad del capital riesgo fue generalizada a nivel mundial y el negativo resultado obtenido en 2008 no es sino muestra del complicado

escenario mundial que se estaba viviendo prácticamente en todos los sectores. Así pues, el capital riesgo se situaba ante la disyuntiva de sacrificar rentabilidades esperadas para competir más favorablemente con compradores industriales o buscar nuevos tipos de operaciones que le permitieran beneficiarse a medio plazo de la rentabilidad operativa de las industrias y de las empresas. Dentro de estos nuevos tipos de operaciones, ASCRI (2008) destaca:

- Procesos de *buy & build*¹⁵
- Financiación de operaciones de expansión corporativa
- Financiación de operaciones de concentración o reestructuración corporativa: fusiones, escisiones, *spin-offs*¹⁶, *carve-outs*¹⁷, entre otras
- Financiación de *turn-arounds*¹⁸
- Financiación de expansiones a mercados exteriores
- Capital desarrollo en sectores intensivos en capital, crecimientos orgánicos agresivos por penetración geográfica o nuevos modelos de negocio, etc.

3.3.2 Análisis interno

La tabla siguiente muestra los resultados obtenidos en los ejercicios 2007 y 2008:

Tabla 5: Variables principales 2007 - 2008

TABLA RESUMEN 2007-2008 (en millones de €)			
	2007	2008	Variación 07-08
FUNDRAISING	5.257,20 €	2.664,90 €	-49%
FONDOS GESTIONADOS	20.667,20 €	23.259,60 €	13%
INVERSIÓN	4.424,90 €	3.069,50 €	-31%
DESINVERSIÓN	1.601,80 €	769,10 €	-52%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

¹⁵ *Buy & Build*: Procedimiento para crecer a través de adquisiciones llevadas a cabo por un inversor de capital riesgo a través de una sociedad ya participada con el fin de construir (*build-up*) a partir de ella una compañía más grande de manera acelerada (Revista Española de Capital Riesgo).

¹⁶ *Spin-off*: Venta de una división o negocio de una empresa a un tercero (Revista Española de Capital Riesgo).

¹⁷ *Carve-out*: desinversión parcial de una unidad de negocio. Un *carve-out* permite a las compañías capitalizar una unidad de negocio que puede no ser parte de su actividad principal (Investopedia).

¹⁸ *Turn-Around*: recuperación financiera de una empresa cuya actuación se caracterizó por ser muy pobre durante un cierto tiempo (Investopedia)

El *fundraising* o levantamiento de nuevos fondos alcanzó un nuevo máximo en 2007 con la cifra de 5.257,20 millones de euros, superando la del año 2005 (4239,90 millones de euros). Esta variable experimentó una enorme caída de 2007 a 2008 del 49%, evidenciando así la dificultad de captar fondos en el sector.

En cuanto al tipo de aportantes, si bien 2007 siguió la tendencia de reducción del peso en la captación de fondos de las instituciones financieras, en 2008 éstas aumentaron su aportación y se posicionaron como la principal fuente de recursos. Los fondos de pensiones, que en 2007 habían sido los principales aportantes, redujeron su aportación notablemente. (ASCRI, 2009).

En 2007 y 2008, se continuó con la orientación de la nacionalidad de los aportantes originada en 2005. Así pues, los inversores nacionales repitieron durante los dos años como los principales aportantes de fondos, seguidos de los fondos europeos y americanos.

En cuanto a la preferencia de destino de los nuevos recursos se produjo un cambio de gran importancia en 2008 con respecto a los años anteriores en los que las adquisiciones con apalancamiento constituían el destino mayoritariamente deseado y se recuperó el interés por las empresas en etapas de expansión (ASCRI, 2009).

Los capitales totales gestionados totales aumentaron en un 13% de 2007 a 2008.

En 2007, la inversión total alcanzó un nuevo máximo, llegando a los 4.424,90 millones de euros. En cambio, en 2008, este importe únicamente llegó a los 3.069,50 millones de euros, lo que supuso una caída del 31%, como consecuencia de la difícil situación económica de estos años.

La tabla siguiente muestra el total de operaciones de este periodo, desglosada por años:

Tabla 6: Inversiones 2007 - 2008

	Número de Inversiones Realizadas		
	2007	2008	Variación 07-08
Nuevas Inversiones	533	530	-0,56%
Ampliaciones de inversiones ant.	344	444	29,07%
TOTAL	877	974	

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

Aunque el volumen invertido se redujo, como se explica con anterioridad, en un 31%, el número de inversiones aumentó ligeramente. Este aumento, sin embargo, es debido a ampliaciones de inversiones anteriores, pues las inversiones propiamente dichas realizadas

en 2007 se redujeron levemente, experimentando un descenso de un 0,56%. De estos datos, se puede deducir que los efectos de la crisis de las hipotecas *subprime* también azotaron los niveles de inversión de las entidades de capital riesgo en nuestro país.

A continuación se muestran unos gráficos en relación a la tipología de las operaciones.

Gráfico 8: Tipos de operaciones 2007



Gráfico 9: Tipos de operaciones 2008



Las operaciones de expansión siguen constituyendo la gran mayoría y aumentan en 2007 con respecto a 2006, año en el que parecía que se estaba iniciando una tendencia de disminución de operaciones de expansión dejando paso a las apalancadas. El 2007 rompió con esta orientación, aumentando el número de operaciones en empresas en etapas de expansión, a la

par que se reducía el volumen invertido en las operaciones con apalancamiento, resultado de la escasa financiación bancaria disponible.

En relación a la inversión por sectores, durante 2007 el sector de otros servicios fue el gran receptor de recursos, como consecuencia de las operaciones de Applus+ y Viking Consortium. (ASCRI, 2008). En cambio, en 2008, fue el sector energía/recursos naturales el que acaparó el mayor número de fondos invertidos, debido fundamentalmente a las operaciones de Gamesa Solar, Enersis y Renovables Samca (ASCRI, 2009).

Las desinversiones en 2007 alcanzaron también un nuevo máximo con la cifra de 1.601,80 millones de euros. En 2008, la variable desinversión cayó un 52% en volumen y un 11% en número de operaciones, hecho que evidencia la complejidad de encontrar un comprador en la situación económica del momento, y, una vez encontrado, llegar a un acuerdo sobre el precio a pagar por la participación. En efecto, en 2008, la principal vía de desinversión fue la recompra por los accionistas originales, rompiendo con la tendencia de años anteriores en la cual a la mayoría de operaciones se les daba salida mediante la venta a terceros.

Ante el desolador panorama del capital riesgo en esta etapa, la única esperanza de crecimiento venía de la mano del *venture capital*, que creció un 14,7% en volumen y un 5% en número de operaciones, en 2008 con respecto a 2007 (ASCRI, 2009).

3.3.3 Operación: Applus+ (Carlyle)

En mayo de 2007, se aprobó la venta de Applus+, empresa líder en el mercado español de la inspección técnica de vehículos (ITV) controlada entonces por el grupo Aguas de Barcelona (Agbar) al que pertenecía el 53,1% del capital, Unión Fenosa y Caja Madrid. Estos últimos socios fueron los que presionaron a Agbar en la venta de Applus+, que ya había estado al borde de ser comprada por Candover el año anterior por un importe de 1.015 millones de euros. Finalmente, dicha operación no salió.

Desde su puesta en venta en 2007, fueron muchos los que se interesaron por comprar esta empresa, entre los que se encontraban grandes firmas de capital riesgo como Blackstone, CVC, Carlyle y Bridgepoint. El precio mínimo del que partió la subasta fue, precisamente, los 1.015 millones que ofreció Candover el año anterior.

Dos meses después, en julio de 2007, el fondo de capital riesgo estadounidense Carlyle se hizo con Applus+ por un precio de 1.480 millones de euros. La puja de Carlyle se realizó a través de un consorcio en el que estaban presentes Caixa Catalunya, Real Automóvil Club de Cataluña (RACC) y las cajas de ahorro de Tarragona, Sabadell, Manresa y Terrassa, con un paquete cercano al 25%.

Para poder financiar la operación, Carlyle contó con un préstamo bancario por valor de 1.000 millones de euros y aportó, junto con los socios de la empresa, un total de 500 millones.

A pesar de que en ese momento se empezaron a palpar los efectos de la crisis en España, la intervención de este fondo de capital riesgo en la gestión de Applus+, según informó *The Wall Street Journal* en abril de 2014, supuso la triplicación de sus ingresos y su transformación en una empresa multinacional, que, por número de inspecciones, ocupaba el segundo puesto del mundo en empresas de inspección técnica de vehículos, realizando más de 17 millones de operaciones al año.

Aunque se recibieron una ingente cantidad de ofertas por parte de grandes fondos de inversión internacionales, el fondo de inversión accionista mayoritario de Applus+ prefirió lanzar una oferta pública de venta (OPV) como mecanismo de desinversión en la empresa. Así pues, el 9 de mayo de 2014 se produjo la salida a bolsa de la compañía, con una oferta para inversores institucionales.

3.4 Fatídico año 2009

3.4.1 Contextualización política, económica y regulatoria

En Europa, la crisis remitió en el último trimestre de 2009. Sin embargo, algunos países como España o Grecia quedaron al margen de la recuperación económica.

En enero de 2009, Zapatero presentó el Plan E, Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo. Los principales objetivos de dicho plan eran apoyar tanto a las familias más necesitadas como al sistema financiero e impulsar el empleo.

En el sector financiero, se realizó la intervención estatal de Caja Castilla-la Mancha por falta de liquidez, entre otros motivos, favorecida por sus inversiones en la construcción.

No obstante, no fue el Plan E la única medida que se tomó para la reactivación de la economía. Se impulsaron, en 2009, otras medidas como la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), a partir de la cual se sucedieron en el sector financiero una serie de fusiones de cajas de ahorro.

En este nuevo contexto de desaceleración económica, escasez de financiación, estancamiento de industrias, guerras de precios y disminución del consumo, el Gobierno presentó, a finales de 2009, el Proyecto de Ley de Economía Sostenible, que pretendía formalizar un nuevo modelo de crecimiento del país, dejando a un lado el sector inmobiliario y apostando por las tecnologías y energía medioambiental. Para ello, simplificó la burocracia de la creación de

empresas e incrementó la deducción fiscal por inversión en Investigación, Desarrollo e Innovación (I+D+i).

Dada la singularidad por los fatídicos resultados obtenidos durante el año 2009 en todas las variables que conforman el capital riesgo, se ha decidido tratar este año por separado.

La crisis económica, cuyo origen se suele situar en el momento culmen de la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, se extendió a España a mediados de este mismo año. Esto quiere decir que el primer año que sufrió las consecuencias de esta crisis fue 2009. Así pues, éste fue el año más complicado para el capital riesgo a lo largo de toda su andadura en el territorio español, alcanzando mínimos históricos en, prácticamente, todas las variables: captación de fondos, capitales totales gestionados, inversión y desinversión.

La escasez de financiación, la subida de los *spreads*, la disminución del consumo, el deterioro de cuentas públicas y el descenso de los flujos inversores extranjeros fueron los principales causantes de los resultados negativos alcanzados. Según ASCRI (2010), el peso del sector en la economía española se vio reducido, gran parte de la materialización de los fondos levantados en años previos no se pudo llevar a cabo, algunas empresas necesitaron refinanciacines complejas y poco productivas y los procesos de fusiones y adquisiciones se alargaron.

3.4.2 Análisis interno

La tabla siguiente muestra los resultados obtenidos en 2009, en comparación con 2008, el cual tampoco fue el mejor año para el capital riesgo:

Tabla 7: Variables principales 2009

TABLA RESUMEN 2008-2009 (en millones de €)			
	2008	2009	Variación 08-09
FUNDRAISING	2.664,90 €	1.173,90 €	-56%
FONDOS GESTIONADOS	23.259,60 €	22.788,80 €	-2%
INVERSIÓN	3.069,50 €	1.591,80 €	-48%
DESINVERSIÓN	769,10 €	865,30 €	13%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

El *fundraising* fue una de las variables más castigadas por la crisis. Los nuevos recursos captados ascendieron a 1.173,90 millones de euros, lo que conlleva un descenso del 56% con

respecto al nivel alcanzado en 2008, que, recuérdese, experimentó también una enorme caída con respecto a 2007.

Los inversores públicos desplazaron a las instituciones financieras como principal fuente de recursos y, en cuanto a la nacionalidad de los aportantes, continuaron siendo en 2009 los inversores nacionales los que levantaron más fondos (ASCRI, 2010).

Los capitales totales gestionados totales disminuyeron en un 2% de 2008 con respecto al año anterior. Destacar que fue en 2009 la primera vez en España en que se produjo un descenso de los fondos gestionados.

Por segundo año consecutivo, en 2009 se volvió a producir un descenso de la inversión, pasando de 3.069,50 millones de euros en 2008 a 1.591,80 millones de euros en 2009, lo que implica una caída del 48%. Entre otras causas, esta caída de la actividad inversora se debe a la escasez o, prácticamente, ausencia de *megadeals*. A pesar del espectacular descenso del volumen invertido en 2009, el número de operaciones no se vio demasiado reducido (menos de un 8% con respecto a 2008), lo que aportaba cierta esperanza al sector, tal y como muestra la tabla siguiente:

Tabla 8: Inversiones 2009

	Número de Inversiones Realizadas		
	2008	2009	Variación 08-09
Nuevas Inversiones	530	526	-0,75%
Ampliaciones de inversiones ant.	444	413	-6,98%
TOTAL	974	939	

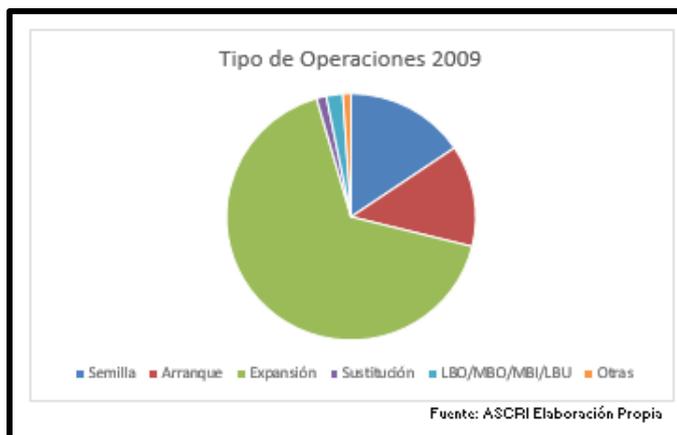
Fuente: ASCRI Elaboración Propia

En relación a la tipología de operaciones, se presentan los siguientes gráficos:

Gráfico 10: Tipo de operaciones 2008



Gráfico 11: Tipo de operaciones 2009



A la vista de los gráficos anteriores, se puede deducir que en 2009 no se dieron grandes cambios con respecto al año 2008. El cambio más significativo se produjo en las operaciones en empresas en fase de arranque que se vieron reducidas en 2009, dando paso a un aumento en las operaciones en fase de expansión.

La única variable que experimentó en 2009 un aumento es la desinversión, que creció un 13% en volumen con respecto a 2008. Sin embargo, en número de operaciones, sí que se produjo una caída de algo más del 27%. La principal vía de desinversión fue el reconocimiento de minusvalías, ya que se dieron dos casos en los que las entidades no fueron capaces de renegociar su deuda.

Por si fuera poco, el volumen de inversión de *venture capital* se redujo en un 50%, rechazando así la idea esperanzadora de crecimiento por esta vía originada en 2008 (ASCRI, 2010).

3.4.3 Operación: PortAventura (Investindustrial)

Tras varios meses buscando un socio industrial y en un contexto de crisis apabullante, Critería, holding controlado por La Caixa, mantuvo negociaciones con varios fondos de capital riesgo, entre ellos Blackstone.

Finalmente, en septiembre de 2009, La Caixa cedió el 50% del capital al fondo de capital riesgo Investindustrial, dirigido por el empresario italiano Carlo Umberto Bonomi.

Así, Critería se quedaba con el 50% del parque y el fondo Investindustrial con el restante. Aunque la aportación de este fondo era principalmente financiera, el empresario Bonomi también contaba con cierta experiencia en el sector, ya que en 2005 entró en el parque Gardaland cerca de Verona.

Sin embargo, esta operación contó con una peculiaridad frente a las operaciones de capital riesgo habituales. El fondo Investindustrial no compró acciones de PortAventura, sino que tomó el 50% a través de una ampliación de capital por valor de 94,8 millones de euros.

La dirección de PortAventura no sufrió ninguna modificación, aunque Investindustrial intervino en la gestión con la elaboración de un plan estratégico y con la realización de inversiones. Los principales objetivos se encaminaron a la incorporación de nuevas atracciones y un plan para motivar la atracción de visitantes no sólo nacionales.

No se pactó ningún tiempo de permanencia en la empresa por parte del fondo italiano, pero se sabía, por su larga trayectoria en el sector del capital riesgo, que solía permanecer en las empresas unos siete años de media.

En noviembre de 2012, La Caixa vendió su participación íntegra en PortAventura al grupo controlado por la familia Bonomi por 105 millones de euros, de manera que Investindustrial pasaba a controlar el 100% de PortAventura.

Un año después, KKR compró el 49,9% de la empresa por un total que rondaba los 200 millones de euros, generando así una gran plusvalía para los Bonomi. Además, con esta operación, el italiano se garantizaba el respaldo de un socio solvente que le apoyara en sus planes de crecimiento del parque. En contrapartida, Investindustrial aseguró que permanecería en la empresa un mínimo de seis años más.

3.5 Etapa de recesión: 2010, 2011, 2012

3.5.1 Contextualización política, económica y regulatoria

A principios de mayo de 2010, se produjo el rescate de Grecia. El riesgo de contagio a otros países de la zona euro se hacía cada vez mayor. Así pues, la crisis de la deuda soberana se extendía a economías como la española o la portuguesa.

Al mismo tiempo, en España, las expectativas del Gobierno con respecto a la mejora de la economía no se cumplían y la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) consideraban insuficientes las medidas adoptadas por España para la reducción de la deuda pública.

De este modo, Zapatero se propuso ahorrar 15.000 millones de euros entre 2010 y 2011. Para ello, se comprometió a adoptar nuevas medidas, produciéndose así el mayor ajuste económico hasta entonces de la democracia española, protagonizado por recortes en gasto

social y en inversión pública, por reducción salarial de trabajadores públicos y congelación de las pensiones y por aumento del IVA al 18%, entre otras medidas.

A lo largo de finales de 2010 y principios de 2011, se llevaron a cabo otras reformas, como la reforma de pensiones, la reforma de la Constitución y la aprobación de una reforma laboral. Además, continuó la intervención de cajas de ahorro, produciéndose en 2010 la de Caja Sur y en 2011 la de la CAM.

El 20 de noviembre de 2011 se produjo un cambio en el gobierno tras la celebración de las elecciones generales, en las que el Partido Popular ganó con mayoría absoluta y Mariano Rajoy pasó a ser presidente del gobierno.

El año 2012 fue el año de los grandes ajustes en aras de reducir la deuda pública, restablecer la confianza y facilitar el crédito a emprendedores y a pequeñas y medianas empresas.

Ante las descomunales cifras alcanzadas por el desempleo, Rajoy impulsó la Ley de Emprendedores y la Reforma Laboral. Con esta última se pretendía facilitar la contratación, potenciar los contratos indefinidos y modernizar al mercado laboral español, dotándolo de mayor flexibilidad.

Otras medidas tomadas por Rajoy fueron los recortes en el sector público, de los cuales los recortes en educación y sanidad fueron los que más incitaron a huelgas y protestas.

En mayo de 2012, se produjo el rescate de Bankia por 23.500 millones de euros y su posterior nacionalización, lo que originó una fuerte caída de la bolsa y provocó que la prima de riesgo española superara los 630 puntos.

Ante las dificultades de la banca española, el Eurogrupo aportó 62.000 millones de euros al FROB para que el gobierno llevara a cabo una inyección de liquidez a los bancos españoles que lo necesitaran. En contrapartida, se exigieron medidas más duras: subida del IVA al 21% y supresión de la paga extra de navidad a los funcionarios, entre otras.

En definitiva, en 2012, la economía española estaba muy deteriorada y su fragilidad se evidenciaba con los datos de consumo nacional y desempleo. Los ajustes implantados por Rajoy consiguieron frenar el déficit pero no desembocaron en crecimiento económico.

En este contexto económico tan desalentador, el sector del capital riesgo debía adquirir relevancia como fuente de financiación. Por su parte, el gobierno apoyó su desarrollo y consolidación creando la red nacional de incubadoras y potenciando la figura de los *business angels*, con el lanzamiento del fondo *European Angels Fund "Isabel la Católica"*.

En relación a la actividad del capital riesgo, tras el año 2009 en el que se alcanzaron mínimos históricos, los años siguientes se caracterizaron por la inestabilidad y por la recesión tanto en la economía en general como en el sector del capital riesgo.

El año 2010 empezó con una gran cantidad de operaciones y con una recuperación gradual de la inversión y de la desinversión. En cambio, la captación de nuevos fondos seguía estando estancada.

A finales de 2010 y principios de 2011, las estadísticas apuntaban a una mayor recuperación de la industria del capital riesgo. Sin embargo, a mediados de 2011, debido a la crisis de la deuda soberana, se produjo un nuevo cambio en la tendencia optimista, que trajo consigo una nueva caída, que evidenciaba que España no había salido aun de la recesión económica y que la situación era todavía demasiado complicada. En este panorama, la captación de fondos fue mínima y las inversiones estuvieron fundamentalmente impulsadas por inversores internacionales.

El año 2012 fue también un año difícil para este sector con caídas en el volumen de inversión y desinversión y escasez en la captación de fondos.

3.5.2 Análisis interno

La tabla siguiente muestra los resultados obtenidos en este periodo 2010-2012:

Tabla 9: Variables principales 2010 - 2012

TABLA RESUMEN 2010 - 2012 (en millones de €)					
	2010	2011	2012	Variación 10-11	Variación 11-12
FUNDRAISING	3.201,10 €	2.437,10 €	2.047,00 €	-24%	-16%
FONDOS GESTIONADOS	24.758,90 €	25.322,70 €	24.996,80 €	2%	-1%
INVERSIÓN	3.522,30 €	3.233,30 €	2.548,70 €	-8%	-21%
DESINVERSIÓN	1.597,60 €	1.989,00 €	1.306,00 €	24%	-34%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

El principal problema causado por la crisis económica iniciada en 2008 en relación al sector del capital riesgo es, sin duda, la captación de fondos. La captación de fondos ascendió a 3.201,10 millones de euros, lo que supuso un gran aumento con respecto a 2009. Sin embargo, como apunta ASCRI (2011), a esta cifra hay que restarle el efecto de las operaciones realizadas por entidades internacionales y la aportación de los fondos públicos, cuyo importe fue de 300 millones de euros. Por tanto, la cifra real de *fundraising* asciende aproximadamente a 587 millones de euros, dato que preocupaba a los profesionales del sector

y que hacía que éstos no pudieran ser optimistas con respecto al futuro. Todo esto hacía más complicado que los inversores internacionales se interesaran por nuestro país. Además, la dificultad en el levantamiento de fondos se agravó en España con la desaparición como inversores de las cajas de ahorro. Del año 2010 a 2011, la captación de nuevos fondos se vio reducida en un 24%, como se muestra en la tabla resumen, y en un 16% en el año 2012 con respecto al año anterior.

En relación al tipo de aportantes, en 2010 y 2011 los mayores aportantes fueron los fondos de pensiones y los fondos de fondos. En 2012, fue el sector público, a través del programa Invierte (gestionado por el CDTI) el principal aportante de recursos a las entidades privadas españolas (ASCRI, 2013).

En los tres años analizados en este epígrafe se dieron las mismas características en cuanto al origen geográfico de la aportación de fondos. Los principales aportantes fueron los inversores internacionales, destacando entre ellos a Estados Unidos, y la aportación de fondos nacionales cayó drásticamente (ASCRI, 2013).

Los capitales totales gestionados totales no sufrieron grandes cambios en este periodo: aumentaron un 2% de 2010 a 2011 y se redujeron un 1% de 2011 a 2012.

Tras un 2008 y un 2009 caracterizados por las enormes caídas de la actividad inversora, el año 2010 supuso un crecimiento de esta actividad en un 117% con respecto al año anterior, hecho motivado, mayoritariamente, por el cierre de siete operaciones grandes que concentraron el 56,5% del volumen total invertido. Además, más de la mitad de estas grandes operaciones han sido operaciones de MBO o MBI, evidenciando así la vuelta a las adquisiciones con apalancamiento. Si bien, esta tendencia no se prolongaría en los años siguientes, ya que la inversión volvió a caer en 2011 en un 8% y en 2012 en un 21% con respecto al año anterior.

La tabla siguiente muestra el total de operaciones de este periodo, desglosada por años:

Tabla 10: Inversiones 2010 - 2012

	Número de Inversiones Realizadas				
	2010	2011	2012	Variación 10-11	Variación 11-12
Nuevas Inversiones	526	339	320	-35,55%	-5,60%
Ampliaciones de inversiones ant.	382	257	262	-32,72%	1,95%
CDTI/Enisa		865	657		-24,05%
TOTAL	908	1461	1239	60,90%	-15,20%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

La tabla presenta una pequeña diferencia con respecto a las tablas de epígrafes anteriores que se fundamenta en la incorporación de una fila más que contiene las operaciones llevadas a cabo por las entidades públicas CDTI y Enisa. Esta diferenciación se realiza por el elevado número de operaciones realizadas por estas entidades a partir de 2010, sobre todo en *venture capital* a través de la concesión de créditos blandos y préstamos participativos.

En cuanto al número de inversiones se observa una disminución considerable de 2010 a 2011, si se descuenta el efecto de las citadas entidades públicas y este descenso en el número de inversiones continúa, produciéndose una caída del 5,60% de 2011 a 2012.

En relación a la tipología de las operaciones, a continuación se presentan los gráficos correspondientes a los tres años examinados en este epígrafe:

Gráfico 12: Tipo de operaciones 2010

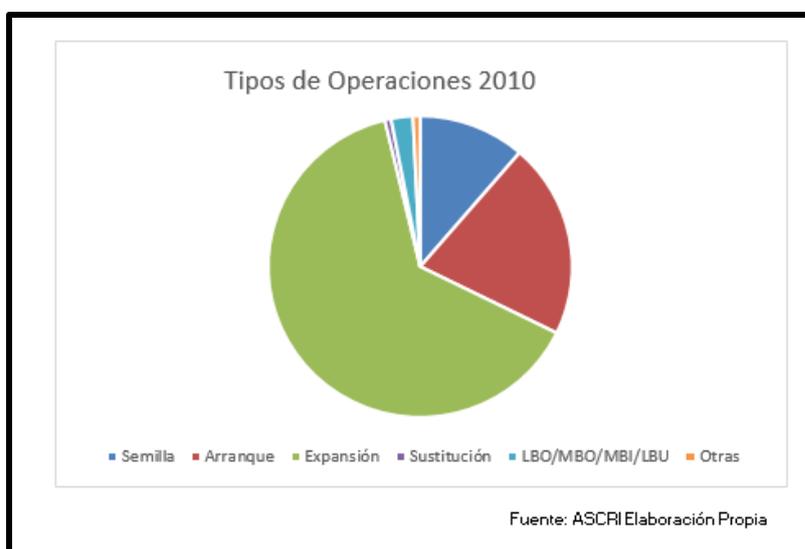


Gráfico 13: Tipo de operaciones 2011



Gráfico 14: Tipo de operaciones 2012



En 2010, las operaciones apalancadas concentraron más de la mitad del volumen de inversión, a pesar de la dificultad para el acceso a la financiación bancaria. Además, se registró en este año el máximo de *Management Buy-Outs*. Sin embargo, en número de operaciones, éstas siguen estando por detrás de las operaciones en empresas en fases de expansión. En 2011 y 2012, las adquisiciones con apalancamiento volvieron a registrar más del 50% del volumen invertido, produciéndose un número considerable de LBO's.

Desde el punto de vista sectorial, el gran receptor de fondos fue el sector de Otros Servicios durante los tres años analizados (ASCRI, 2012).

Tras unos años de estancamiento de las operaciones de *middle-market*¹⁹, debido a la escasez de financiación por parte de los bancos y otras entidades bancarias, en 2011 se produjo cierta recuperación. Esta recuperación fue poco duradera, ya que volvió a caer durante el año 2012 de manera considerable tanto en volumen como en número de operaciones. En 2012 tuvieron lugar veintisiete operaciones: quince de expansión, ocho LBO's, tres de sustitución y una de *turn-around* (ASCRI, 2013).

En relación a la desinversión, en 2010 se alcanzó la cifra de 1.597 millones de euros, lo que supuso un gran crecimiento con respecto al año anterior. No obstante, es preciso señalar que una parte importante de las salidas se produjeron por reestructuraciones financieras. De 2010 a 2011 también se produjo un crecimiento, esta vez menor, del 24% en las desinversiones. Sin embargo, de 2011 a 2012 se reducen en un 14%. El principal mecanismo de desinversión fue la venta a terceros durante todo el periodo. Es necesario recalcar que la recesión económica complicaba la desinversión en cuanto a la rentabilidad obtenida (precios bajos), a la disminución del número de compradores, a la falta de financiación y al alargamiento de los procesos de salida.

En cuanto a las salidas a bolsa (*private to public*), durante 2010 se produjo la salida a bolsa de Amadeus y durante 2011 y 2012 no se dio ninguna en España, dada la inestabilidad del mercado continuo.

3.5.3 Operación: Geriatros (Magnum Capital)

En julio de 2012, se anunció la venta del 100% del capital de Geriatros, empresa de servicios de asistencia sociosanitaria participada en su totalidad por Novagalicia Banco, entidad que surgió de la fusión de las cajas de ahorro, Caixa Galicia y Caixanova.

El comprador de la empresa fue Magnum Capital, entidad de capital riesgo hispano-lusa que también adquirió el centro médico Teknon en 2010.

El precio pagado por Magnum Capital fue de 45 millones de euros, lo que supuso una plusvalía para Novagalicia Banco de 9 millones de euros.

La incorporación de la entidad de capital riesgo supuso la apertura de una nueva etapa para Geriatros. De hecho, desde Magnum Capital, se puso de manifiesto la intención de impulsar

¹⁹ Se consideran operaciones de *middle-market* aquéllas que suponen una inversión en *equity* de entre 10 y 100 millones de euros (ASCRI, 2013).

el desarrollo de nuevos proyectos y de reforzar la empresa con el objetivo último de consolidarla como un referente en la provisión de este tipo de servicios a nivel nacional.

Además, la operación no generó ningún cambio en la dirección de la empresa, que, incluso, pasó a formar parte del accionariado, mostrando así su apoyo personal con la entrada del fondo.

En cuanto a la desinversión, ésta no ha tenido lugar a día de hoy.

3.6 Punto de inflexión: año 2013

3.6.1 Contextualización política, económica y regulatoria

La economía española en 2013 estuvo marcada por dos etapas claramente diferenciadas. Por este motivo, se ha decidido analizar este año por separado.

La primera mitad del año 2013 se caracterizó por continuar la misma tendencia de recesión de años anteriores. En cambio, en la segunda mitad se dieron los primeros síntomas de recuperación.

El año comenzó con la puesta en marcha del llamado “Banco Malo”, que supuso el fin del proceso de reestructuración bancaria en España. También, se llevó a cabo el saneamiento de Bankia.

Los efectos de las duras medidas implantadas por el gobierno empezaban a dar sus frutos. Se redujo la prima de riesgo por debajo de los 300 puntos básicos, por primera vez desde 2012.

La política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) fue clave en la salida de la crisis española. Sucesivas bajadas en los tipos de interés, que llegaron incluso hasta el 0,25%, estimularon la recuperación de la zona euro.

Por su parte, la Bolsa empezó a remontar a mediados de 2013, situándose por encima de los 10.000 puntos en octubre.

El PIB creció un 0,1% en el tercer trimestre de 2013, hecho que supuso, para muchos economistas, el fin de la recesión. Gran parte de este crecimiento se debió a las exportaciones de las empresas españolas, que aumentaron de forma espectacular, situándose su crecimiento en un 6,8%, según el Ministerio de Economía y Competitividad (2014).

En cuanto a la situación del mercado laboral, las estadísticas señalaron que España había dejado de destruir empleo.

En relación al sector del capital riesgo, en febrero de 2013, el gobierno anunció una serie de medidas que pretendían fomentar la intermediación financiera no bancaria. Así pues, dado que una de las variables más problemáticas de esta industria era el levantamiento de fondos, se creó FOND-ICO Global, el cual, en palabras de ASCRI (2013), “servirá de catalizador para la captación de unos 40 nuevos fondos de capital riesgo que invertirán a su vez en proyectos empresariales en todas sus fases de desarrollo, desde el nacimiento a la expansión”.

En definitiva, el año 2013 supuso un punto de inflexión en la economía en general y en el sector del capital riesgo.

En relación a la industria del capital riesgo, el año 2013 fue un año muy heterogéneo. Por ello, es preciso distinguir dos partes dentro del mismo: de principios a verano y de verano a finales de año.

2013 comenzó siguiendo la tendencia bajista de los últimos años y obteniendo unos resultados pésimos en las variables más significativas de la actividad, peores, incluso, que los de 2009, año calificado como “el año negro del sector” por los profesionales de capital riesgo españoles.

Sin embargo, en el segundo semestre del año, la actividad empezó a remontar, configurando así un punto de inflexión en el sector. Así pues, se inició un claro cambio en la tendencia que, si bien no se reflejó en los resultados de 2013, sí se reflejaría en 2014, constituyendo claras señas de recuperación de la industria.

Estos indicios de recuperación vienen como consecuencia de la mejora en los datos macroeconómicos del país, que atrajo el interés de inversores internacionales. Prueba de ello es que de las quince entidades que realizaron su primera operación de capital riesgo en España, catorce fueron fondos internacionales (ASCRI, 2014). Además es necesario resaltar el gran impacto de FOND-ICO Global, cuya primera convocatoria se cerró a finales de diciembre. Por tanto, sería en 2014 cuando se empezarían a notar los efectos de este fondo de fondos.

Dada la relevancia y trascendencia de FOND-ICO Global, se le dedica un epígrafe completo en el apartado 6 de este trabajo.

3.6.2 Análisis interno

La tabla siguiente muestra los resultados obtenidos en 2013, con respecto al año anterior:

Tabla 11: Variables principales 2013

TABLA RESUMEN 2012-2013 (en millones de €)			
	2012	2013	Variación 12-13
FUNDRAISING	2.147,59 €	2.371,61 €	10%
FONDOS GESTIONADOS	25.485,72 €	25.333,36 €	-1%
INVERSIÓN	2.649,30 €	2.454,90 €	-7%
DESINVERSIÓN	1.317,20 €	1.574,40 €	20%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

El levantamiento de fondos alcanzó la cifra de 2.371,61 millones de euros, lo que supuso un crecimiento del 10% con respecto al año anterior. Sin embargo, si se desglosa el importe, se observa que sólo 633 millones de euros fueron captados por entidades españolas y de éstos, 155 millones tuvieron su origen en entidades públicas, por lo que sólo corresponde a entidades privadas españolas la captación de 478 millones de euros. Esta cifra ya desglosada fue mayor a la de años anteriores, pero mostró que el levantamiento de nuevos fondos en España seguía siendo un problema. Precisamente, es ahí donde entra la iniciativa de FONDIRICO Global, aportando dinamismo al *fundraising*.

En cuanto a la procedencia de los aportantes, los principales fueron las instituciones financieras, como viene a ser tradición. Lo que sí sorprendió fue la aportación de los fondos de pensiones españoles, cuyo importe no superaba normalmente el 2% de los fondos captados y en 2013 aportaron un 8% del total (ASCRI, 2014).

Los capitales totales gestionados disminuyeron en un 1% de 2012 a 2013.

Con respecto a la inversión, tal y como se señala con anterioridad, es necesario diferenciar en este punto dos periodos: primer semestre y segundo semestre de 2013.

Esta distinción se realiza porque el segundo semestre fue mucho más activo en la actividad inversora, concentrando el 80% del volumen y confirmando el cambio de tendencia.

Sin embargo, a pesar del buen nivel de la inversión en el segundo periodo de 2013, el resultado neto fue una disminución del 7% con respecto a 2012. La tabla siguiente muestra el total de operaciones de este periodo:

Tabla 12: Inversiones principales 2013

	Número de Inversiones Realizadas		
	2012	2013	Variación 12-13
Nuevas Inversiones	320	307	-4,06%
Ampliaciones de inversiones ant.	262	236	-9,92%
CDTI/Enisa	657	720	9,59%
TOTAL	1239	1263	1,94%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

Aunque el volumen invertido se redujo, como se explica con anteriormente, el número de inversiones aumentó ligeramente, en un 1,94%. Este aumento, sin embargo, es debido a las 720 inversiones realizadas por el CDTI y Enisa, cuyos préstamos y créditos blandos se destinan a las operaciones de *venture capital*, financiando así proyectos de empresas que se encuentran en fases iniciales (ASCRI, 2014).

Además, destacaron por su tamaño cinco grandes operaciones en las empresas de Befesa, Teknon, Dorna Sports y Santander Asset Management.

En cuanto a la inversión de *middle market*, se cerraron 19 operaciones, de las que 17 fueron realizadas por inversores nacionales. De entre ellas, destacaron Magnum y N+1 Mercapital (ASCRI, 2014). Las 19 operaciones cerradas en este segmento supusieron un caída del 32% aproximadamente con respecto a 2012, lo que evidenciaba que todavía no se habían paliado las dificultades para encontrar financiación bancaria.

A continuación se muestran unos gráficos en relación a la tipología de las operaciones.

Gráfico 15: Tipo de operaciones 2012

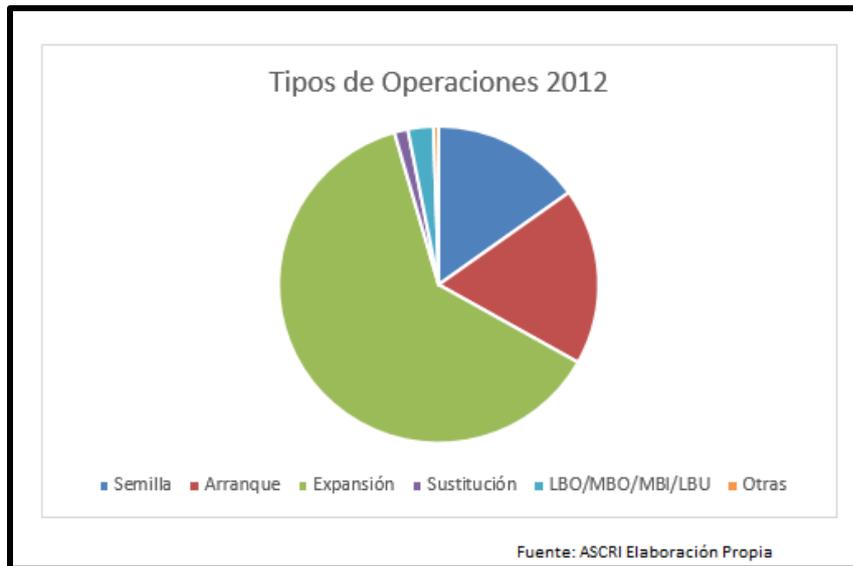
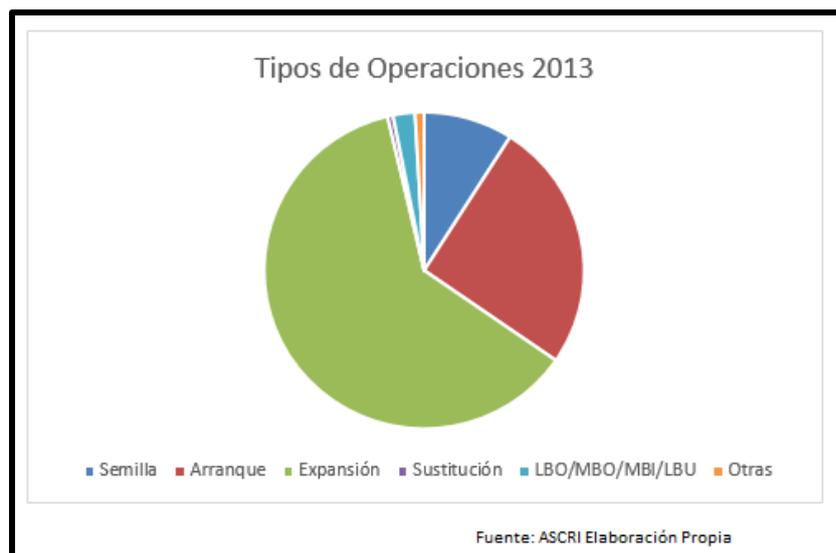


Gráfico 16: Tipo de operaciones 2013



Las operaciones de expansión seguían constituyendo la gran mayoría en número de operaciones. Abordando el análisis de volumen de inversión, se observa que éste se distribuyó de la siguiente forma: en primer lugar, las operaciones apalancadas con un 33,7% del total; en segundo lugar, el capital expansión con un 33,4% y, por último, el capital sustitución con un 28%.

En relación a la inversión por sectores, durante 2013 el sector de productos y servicios industriales fue el gran receptor de recursos, como consecuencia de la operación de Befesa, entre otras.

Por su parte, la desinversión es la variable que presentó mejores noticias en el año 2013, con un crecimiento del 20% en volumen con respecto a 2012, volviendo así a los niveles del bienio 2005-2007 e inyectando un cierto grado del positivismo que tanto necesitaba la industria del capital riesgo. El principal mecanismo de desinversión fue la venta a terceros. El *venture capital* continuó creciendo a lo largo de 2013, gracias, en parte, a las ya mencionadas actuaciones de Enisa y CDTI (ASCRI, 2014).

3.6.3 Operación: Befesa (Triton Partners)

Ante las presiones ejercidas por parte de inversores así como agencias de *rating* para la reducción de deuda, Abengoa que, alcanzó una deuda por valor de 8.200 millones de euros a finales de 2012, se dispuso a encontrar comprador para Befesa, su filial de medioambiente, y barajó principalmente dos alternativas. La primera, la venta de Befesa a una entidad de capital riesgo y la segunda, la salida a bolsa de dicha filial en Alemania.

Finalmente, se decantó por la primera opción y en abril de 2013, Abengoa acordó la venta del 100% de Befesa, a varios fondos de inversión gestionados por Triton Partners²⁰, por un total de 1.075 millones de euros, los cuales tras los ajustes de deuda neta se quedaron en 625 millones. Este importe se estructuró de la siguiente forma, según informaron los propios directivos de Abengoa en la página web de Befesa: 352 millones en efectivo en el momento del cierre de la operación, 48 millones en una nota de crédito con vencimiento a cuatro años y 225 millones en un pago diferido mediante préstamo convertible en acciones de Befesa a la salida del fondo de la misma.

Este pago diferido se realizaría en efectivo cuando se produjera la salida del fondo de capital riesgo o posibilitaría que Abengoa pudiera volver al accionariado de Befesa.

Tras la consolidación de la operación, no se realizó ningún cambio en el equipo directivo de Befesa, encabezado por Javier Molina, quien, en un comunicado de prensa publicado en su sitio web, señaló: “Estoy muy satisfecho con esta nueva oportunidad y creo que, en este momento, Triton va a ser un socio fantástico para Befesa y nos va a dar la oportunidad de continuar con los planes de crecimiento y de expansión que estamos desarrollando en la compañía”. Por su parte, desde Triton confesaron: “Triton ha seguido de cerca la actividad de Befesa en Alemania que, en los últimos años ha pasado a ser clave en el negocio. La

²⁰ Triton Partners es una firma de capital riesgo especializada en la inversión en el sector industrial, de servicios y consumo y de salud.

actividad y el potencial de crecimiento de la compañía encajan perfectamente con la estrategia de inversión de Triton”.

3.7 Recuperación del sector: 2014 y perspectivas para 2015

3.7.1 Contextualización política, económica y regulatoria

Por primera vez en seis años, España cerró 2014 con crecimiento económico durante los cuatro trimestres del año.

Este dato alentador se vio favorecido por una mejora del consumo doméstico y de la competitividad, una reducción significativa de la prima de riesgo, un gran crecimiento de las exportaciones y la recuperación de confianza por parte del inversor internacional.

El crecimiento económico se estaba consolidando y la economía española llevaba a cabo una recuperación lenta pero continua.

El gran reto para España seguía siendo el paro. Si bien la tasa de desempleo continuaba siendo muy alta, se crearon, según la EPA, 433.000 empleos durante 2014.

Por su parte, la prima de riesgo cerró en 2014 con 107 puntos básicos, desde los más de 600 en los que se encontraba en sus momentos más críticos.

Con respecto a la industria del capital riesgo, las mejoras macroeconómicas que se dieron en este año y el dinamismo que supuso en este sector la iniciativa FOND-ICO Global provocaron una reactivación del capital riesgo en nuestro país.

Además, en cuanto a temas regulatorios, se publicó en 2014 la nueva ley de capital riesgo, Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la cual se derogaba la antigua ley 25/2005.

En 2014, el sector del capital riesgo consiguió unos resultados brillantes, confirmándose así el cambio de tendencia iniciado en la segunda mitad de 2013.

En cuanto al levantamiento de fondos, se experimentó un crecimiento del 88,5% con respecto al año anterior, un incremento espectacular que fue posible gracias, en parte, a las tres adjudicaciones de FOND-ICO Global que tuvieron lugar en 2014.

El volumen de inversión experimentó un crecimiento del 28% y se volvieron a alcanzar volúmenes en la actividad similares a los obtenidos antes de la crisis.

Por su parte, las desinversiones se incrementaron en un 198% en relación a 2013. Además, es preciso señalar que el volumen de las mismas a precio de coste alcanzó los 4.666 millones de euros, constituyendo esta cifra un nuevo máximo en esta variable.

En definitiva, se puede afirmar que la crisis en este sector era cosa ya del pasado.

A partir del año 2015 y siguientes, en la industria del capital riesgo ASCRI (2014) ha señalado que deberían darse los siguientes elementos:

1. Un cambio significativo en la captación de nuevos recursos, como consecuencia de la iniciativa FOND-ICO Global, del nuevo apetito inversor internacional y del mayor ritmo de desinversiones con altas rentabilidades.
2. La vuelta a mayores volúmenes de inversión y número de transacciones, consecuencia del ajuste realizado en los precios durante los últimos años y de la escasa financiación de las entidades bancarias.
3. Una mejora de las empresas en cartera que serán más competitivas
4. Continuará el buen ritmo iniciado en 2013 de las desinversiones

3.7.2 Análisis interno

Es necesario mencionar que, a fecha de hoy, aun no se han publicado los datos reales de la actividad del capital riesgo en los que se basa este análisis. Sin embargo, sí existen datos, referentes no a todo el año pero sí a los tres primeros meses, que demuestran la recuperación del sector y que permiten llevar a cabo estimaciones sobre las cifras que se obtendrían al cierre de 2014.

De hecho, en octubre de 2014, ASCRI (2014b) publicó un informe en el que se subrayaba que el dinamismo experimentado por la industria del capital riesgo durante la segunda mitad de 2013 se mantendría durante 2014.

La tabla siguiente muestra los resultados previstos para 2014, en relación a los resultados obtenidos en el ejercicio anterior.

Tabla 13: Variables principales 2014

TABLA RESUMEN 2013-2014 (en millones de €)			
	2013	2014	Variación 13-14
FUNDRAISING	2.371,61 €	4.287,00 €	81%
INVERSIÓN	2.454,90 €	3.023,00 €	23%
DESINVERSIÓN	1.574,40 €	4.666,00 €	196%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

El levantamiento de fondos que fue una de las variables más castigadas durante los años de crisis aumentaría en 2014, según estimaciones realizadas por ASCRI (2015), en un 81% con respecto a 2013, registrando un volumen de 4.287 millones de euros. Este crecimiento del *fundrasing* se fundamenta en dos factores. El primero, la mayor implicación de los inversores internacionales que contribuyeron favorablemente a la captación de fondos en 2014 y el segundo, las adjudicaciones del fondo de fondos FOND-ICO Global realizadas en el periodo.

Así pues, ASCRI (2015) distribuye el total de fondos captados (4.287 millones) en función de la procedencia de los aportantes: 2.343 millones aportados por fondos internacionales a sus inversiones, 1.691 millones captados por operadores nacionales privados y los restantes 253 millones captados por operadores nacionales públicos.

Con respecto a la inversión, como se puede observar en la tabla anterior, ésta aumentaría en un 23% en volumen con respecto a 2013, llegando a niveles semejantes a los alcanzados en épocas anteriores a la crisis.

Además, es preciso destacar que los fondos internacionales serían los responsables del 78% del volumen invertido con 55 operaciones.

En cuanto al número de operaciones realizadas, se presenta la siguiente tabla:

Tabla 14: Inversiones 2014

Número de Inversiones Realizadas		
2013	2014	Variación 13-14
543	460	-15,29%

Fuente: ASCRI Elaboración Propia

El número de operaciones realizadas ascendería, según las estimaciones realizadas por ASCRI (2015), a 460 operaciones, lo que supondría una caída del 15,29%. Al contrario que el año anterior, el volumen de inversión aumentaría mientras que el número de inversiones realizadas se vería reducido. Se deduce, entonces, que, aunque el número de operaciones sería menor, éstas serían de mayor tamaño.

Esta deducción se verifica con las nueve operaciones superiores a 100 millones de euros, realizadas todas por inversores internacionales, que, conjuntamente, representarían el 62% del volumen de inversión. Destacan IDC-Quirón y Deoleo, por CVC, Desigual, por Eurazeo, Gas Natural Fenosa por Cinven o PortAventura y Telepizza por KKR.

En cuanto a la inversión de *middle market*, se realizarían 31 operaciones, entre las que destacan las llevadas a cabo por Cofides en Acciona, OHL Concesiones, South East UP

Power y Tradebe Environmental o la operación en Nace por Magnum Capital o la de OP Capita en La Sirena.

A continuación se muestran los gráficos en relación a la tipología de las operaciones en 2013 y 2014²¹:

Gráfico 17: Tipos de operaciones 2013

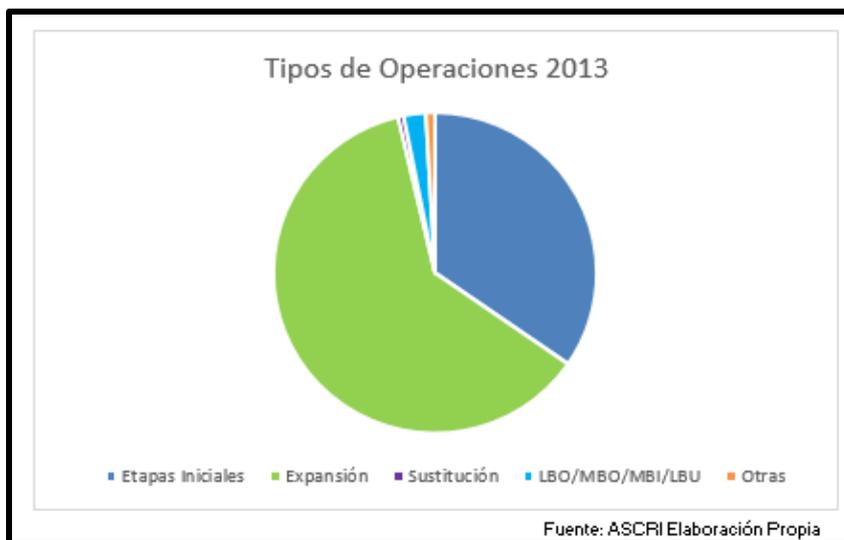
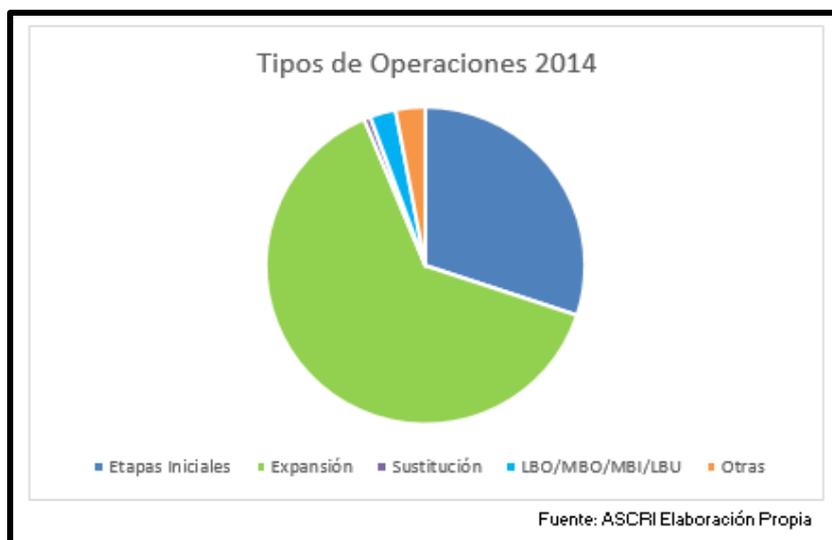


Gráfico 18: Tipos de operaciones 2014



²¹ Para la elaboración de estos gráficos, a diferencia de los presentados en las etapas anteriores, las operaciones en empresas en fase semilla y arranque se han analizado conjuntamente como etapas iniciales, al no disponer de estimaciones desglosadas para dichas fases.

Las operaciones de capital expansión seguirían siendo la gran mayoría en número de operaciones. Sin embargo, en cuanto al volumen de inversión sólo supondrían 1.000 millones de euros. En cambio, las operaciones en empresas en fases iniciales, como se observa en el gráfico anterior, representaría en 2014 un total del 30% del número de operaciones y el volumen invertido en este tipo de empresas ascendería a 65 millones de euros.

En relación a la inversión por sectores, el sector de productos de consumo fue el sector que más volumen de inversión concentraría durante 2014, consecuencia de las operaciones en Desigual, Deoleo o La Sirena, entre otras, seguido del sector hostelería y ocio, por las operaciones de Telepizza o PortAventura.

En cuanto a la desinversión, ésta sería la variable que aportaría los datos más positivos y optimistas del año, pues supondría un volumen, a precio de coste, de 4.666 millones de euros, representando esta cifra un nuevo máximo en la historia del capital riesgo en España. Además, este importe supondría un crecimiento del volumen de desinversión del 196% con respecto al obtenido en 2013, el cual, a su vez, representó un incremento del 20% con respecto a 2012. El mecanismo de desinversión más utilizado sería, igual que en 2013, la venta a terceros.

Perspectivas para 2015

Según informa ASCRI (2015), las perspectivas para el año 2015 en el sector del capital riesgo son esperanzadoras.

En cuanto al levantamiento de fondos, se espera que se prolongue la tendencia iniciada en 2014, con la iniciativa FOND-ICO Global como principal motor de la captación de recursos. Como prueba de ello, ASCRI en el mismo informe, asegura que “varios gestores de fondos están en proceso de *fundraising*”, como Magnum Capital, Proa Capital, MCH Private Equity o Nauta Capital.

En relación a la inversión, ASCRI se muestra optimista y señala que esta variable será todavía más intensa que en 2014, en volumen invertido y en número de operaciones. Además, como fundamento de su afirmación, señala que algunas operaciones ya están en proceso, entre las que destaca Clínicas Ruber por CVC o Pepe Jeans.

3.7.3 Operación: Telepizza (KKR)

En septiembre de 2014 se confirmó que el fondo americano de capital riesgo KKR entraría en Telepizza y pasaría a formar parte de su accionariado con una participación del 36%, tras el canje de 300 millones de deuda por capital.

Con esta operación, KKR se convertía en segundo accionista mayoritario por detrás de Permira, que reduciría su participación al 51%. Además, KKR entraría a formar parte del consejo de administración.

Además, los acreedores de la empresa otorgaron un préstamo a Telepizza por valor de 100 millones de euros, mediante el cual pasaron a formar parte del capital de la compañía con una participación del 13%.

La deuda del grupo Telepizza ascendía a 575 millones de euros y con esta operación pasaría a estar cifrada en un total de 275 millones de euros. Por tanto, la entrada de KKR en Telepizza supondría una imponente disminución del pasivo que reduciría a la mitad su ratio de apalancamiento.

El consejero delegado de la empresa líder en la pizza a domicilio, Pablo Juantegui, señaló que dicha operación capacitaría a Telepizza para avanzar en el plan de negocio, el cual enfatizaba en el mantenimiento de la posición de liderazgo en España y en la profundización de la expansión internacional. En este contexto, en 2013 entró en los mercados de Bolivia y Panamá y en 2014 anunció su entrada en Rusia y Angola.

También es destacable la actuación de KKR, ya que la entrada en el capital de Telepizza no fue la única operación que realizó en nuestro país en 2014. También, llevó a cabo la compra del 49,9% de PortAventura al Grupo Investindustrial por un importe aproximado de 200 millones de euros.

4 Análisis macroeconómico

En este epígrafe se desarrollará la conexión existente entre las magnitudes del capital riesgo entre sí y con los principales indicadores macroeconómicos.

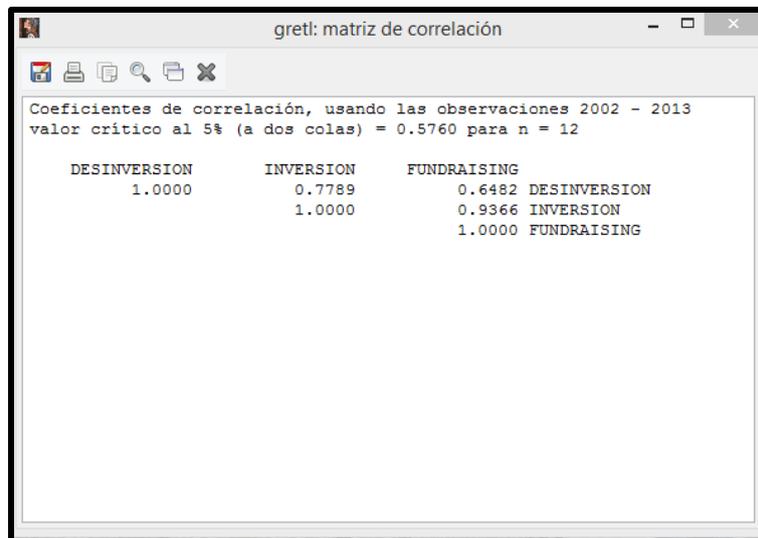
Antes de abordar dicho análisis, es necesario mencionar las condiciones que contribuyen al buen funcionamiento de la actividad del capital riesgo.

Martí (1998) plantea los siguientes requisitos para la existencia de un mercado de capital riesgo eficiente: mercado amplio para el desarrollo de la actividad, mercado de valores con cabida para PYMES, regulación flexible y entorno favorable a la creación de empresas.

Por su parte, Seco (2008), destaca el emprendimiento, el marco legal, la cultura de aversión al riesgo, el apoyo del sector público, la estabilidad macroeconómica y político-social, el crecimiento del PIB y la coordinación entre la demanda y la oferta de fondos como las principales variables que favorecen la actividad del capital riesgo.

Aunque se va a proceder al análisis de la captación de fondos, inversión y desinversión por separado, sería absurdo pensar que dichas variables no están interrelacionadas. De hecho, como prueba de ello, se ha llevado a cabo un análisis de correlación de las mismas. El resultado del análisis se presenta a continuación.

Tabla 15: Análisis de autocorrelación de captación de fondos, inversión y desinversión



DESINVERSION	INVERSION	FUNDRAISING
1.0000	0.7789	0.6482
0.7789	1.0000	0.9366
0.6482	0.9366	1.0000

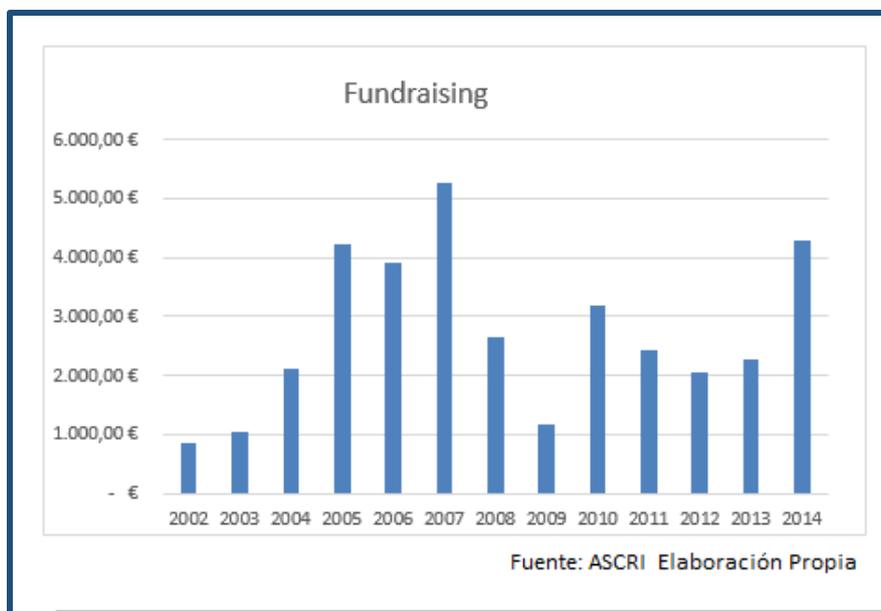
Elaboración Propia

Los coeficientes de correlación son altos para todas las variables, lo que aporta evidencia suficiente para afirmar que las magnitudes principales del capital riesgo están relacionadas entre sí.

Captación de fondos

A continuación, se presenta un gráfico que resume la evolución del *fundraising*, tratada en profundidad en el análisis interno de las distintas etapas, de 2002 a 2014.

Gráfico 19: Evolución de la captación de fondos 2002-2014 (en millones de euros)



Como se puede observar, el levantamiento de fondos sigue una tendencia ascendente hasta el año 2007, cuando tiene lugar el máximo en captación de fondos en la historia del capital riesgo español. Tras dicho año, esta variable sufre una drástica caída hasta 2010, cuando entra en una inestable etapa con subidas y bajadas hasta el año 2014, cuando aumenta considerablemente, sobrepasando los 4.000 millones de euros.

Para la comprensión de la evolución de la captación de fondos, es preciso indagar en los factores que intervienen en esta variable. En la literatura se citan, entre otros, los siguientes:

1. Rendimientos de la actividad del capital riesgo

Según Martí (2002), el principal motivo por el que un inversor cede fondos es la tasa de remuneración esperada, de manera que estará dispuesto a ofrecer recursos si espera obtener de ello una rentabilidad. Además, dicho autor también hace alusión a la rentabilidad obtenida en las inversiones en bolsa.

2. Existencia de un mercado que propicie las operaciones públicas de venta (OPV)

Tal y como explican Balboa y Martí (2001), las OPV se relacionan, normalmente, con buenas rentabilidades en las inversiones individuales, de manera que un aumento en el número de OPV realizadas aporta evidencia de que el dinero está volviendo a los

inversores y aumenta la rentabilidad esperada. Esto, como se ha visto en el apartado anterior, fomenta la captación de fondos.

3. Facilidad de acceso de los inversores a la actividad del capital riesgo

Si existen menos trabas al acceso de distintos tipos de inversores al capital riesgo, como es lógico, la captación de fondos será mayor, pues más inversores podrán ofrecer los recursos de los que disponen. En este contexto, en España en febrero de 2007, la aprobación del Real Decreto 239/2007 supuso la eliminación de las barreras que existían para aseguradoras y fondos de pensiones en la inversión en entidades de capital riesgo y, como fundamento a esta afirmación, se puede citar el máximo histórico del *fundraising* obtenido, precisamente, en el año 2007 que rebasó los 5.000 millones de euros.

4. Capitalización bursátil y rendimiento del mercado

Considerando que uno de los principales mecanismos de desinversión es la salida a bolsa, si la rentabilidad de ésta es mayor, mayor será la plusvalía que obtengan los inversores en su salida. Según los profesores de la Universidad de Harvard Gompers y Lerner (1998) esto incide de forma significativa en la captación de fondos.

5. Reputación de las entidades de capital riesgo

Es más probable que un inversor ceda sus fondos a una entidad que cuenta con determinado prestigio y experiencia en la industria del capital riesgo que a una entidad poco conocida o relativamente nueva en el sector.

En este sentido, Balboa y Martí (2007) apuntan que, en países con mercados desarrollados, la reputación de una entidad se mide a través de los resultados obtenidos con anterioridad, mientras que, en países con mercados poco desarrollados, al no existir antecedentes, resulta más difícil medir la reputación.

Si se da la situación anterior, las desinversiones a precio de coste representan una buena aproximación en la anticipación de buenos resultados del capital riesgo (Balboa y Martí, 2001).

6. Entorno legal

La captación de fondos será mayor en tanto en cuanto exista una legislación que vele por los derechos de los inversores.

Para analizar los factores de la economía que inciden de forma más significativa en la evolución del levantamiento de fondos se ha realizado un análisis de regresión lineal múltiple. Las variables independientes consideradas fueron la inversión, la desinversión, el PIB, el IBEX-35 y el Euribor a doce meses.

Se ha obtenido el siguiente resultado:

Tabla 16: Análisis de regresión lineal múltiple para la variable captación de fondos

gretl: modelo 1

Archivo Editar Contrastes Guardar Gráficos Análisis LaTeX

Modelo 1: MCO, usando las observaciones 2002-2013 (T = 12)
Variable dependiente: FUNDRAISING

	Coefficiente	Desv. Típica	Estadístico t	Valor p
const	439.346	720.991	0.6094	0.5646
IBEX	0.178140	0.0385848	4.617	0.0036 ***
DESINVERSION	0.0765046	0.332677	0.2300	0.8258
INVERSION	1.03460	0.157463	6.570	0.0006 ***
PIB	-0.00276641	0.000916122	-3.020	0.0234 **
EURIBOR	67.2710	80.8867	0.8317	0.4374

Media de la vble. dep.	2609.509	D.T. de la vble. dep.	1346.278
Suma de cuad. residuos	379030.2	D.T. de la regresión	251.3398
R-cuadrado	0.980989	R-cuadrado corregido	0.965146
F(5, 6)	61.92043	Valor p (de F)	0.000044
Log-verosimilitud	-79.19005	Criterio de Akaike	170.3801
Criterio de Schwarz	173.2895	Crit. de Hannan-Quinn	169.3029
rho	-0.439455	Durbin-Watson	2.372008

Sin considerar la constante, el valor p más alto fue el de la variable 2 (DESINVERSION)

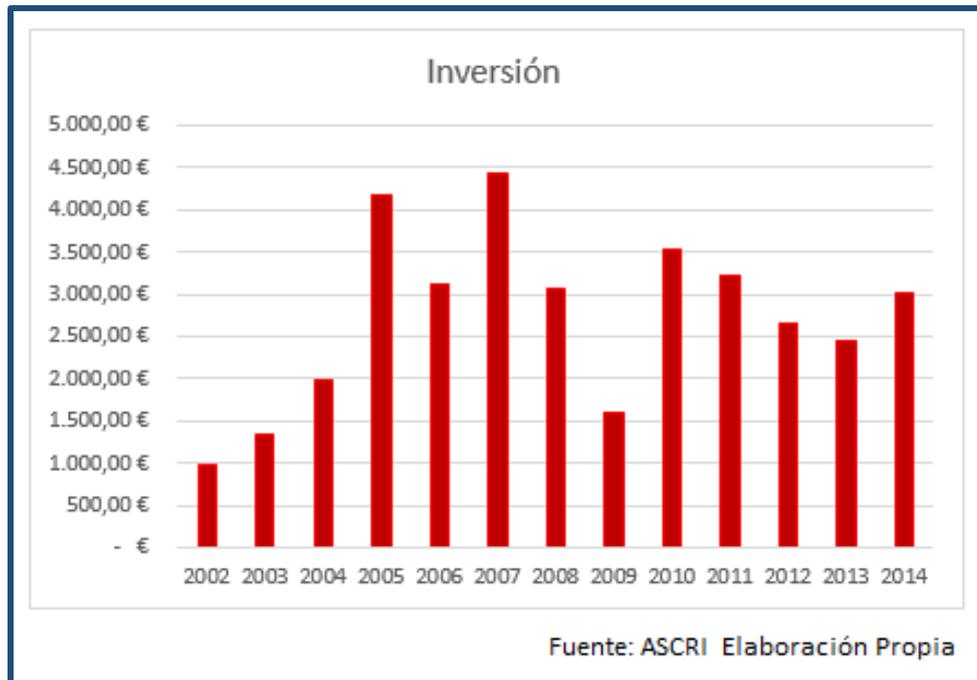
Elaboración Propia

A la vista de los resultados, se puede concluir que la variable dependiente (*fundraising*) se explica en un 98,09% por las variables independientes expuestas (inversión, desinversión, IBEX-35, PIB y Euribor a doce meses). De entre ellas, el IBEX-35 y la inversión son individualmente significativas al 10%, al 5% y al 1% y el PIB es significativa al 10% y al 5%.

Inversión

A continuación, se presenta un gráfico que resume la evolución de la actividad inversora, tratada en profundidad en el análisis interno de las distintas etapas, de 2002 a 2014.

Gráfico 20: Evolución de la inversión 2002-2014 (en millones de euros)



Como muestra el gráfico, la inversión es bastante heterogénea en el periodo analizado. Va creciendo paulatinamente desde 2002 a 2004 hasta que en el año 2005 sobrepasa la barrera de los 4.000 millones de euros en volumen, debido, en parte, a la cantidad de *megadeals* cerrados en ese año. En 2006 disminuye considerablemente, pero vuelve a aumentar en 2007, superando incluso los niveles alcanzados en 2005 e introduciendo un nuevo máximo en la historia del capital riesgo español. En 2008 comienza una tendencia descendente y en 2009 sobrepasa, a duras penas, los 1.500 millones de euros. En 2010, esta variable experimenta un notable crecimiento, situándose en niveles que rozan los 3.500 millones de euros y en los años siguientes se reduce ligeramente hasta el año 2014, cuando empieza a recuperarse.

Para entender fácilmente la evolución de la inversión, es preciso profundizar en los factores que intervienen en esta variable. En la literatura se citan, entre otros, los siguientes:

1. La burocracia requerida para la constitución de empresas

Según Baygan y Freudenberg (2000), cuanto mayores sean los requisitos legales y administrativos asociados a la creación de PYMES y al desarrollo de las mismas, menor será el número de empresas creadas, hecho que perjudica en gran medida a la inversión de capital riesgo.

2. La flexibilidad en la legislación de los mercados laborales

La inversión y la flexibilidad del mercado laboral están directamente relacionadas. Así, como argumentan Jeng y Wells (2000), cuanto más rígido sea el mercado laboral, más difícil le será encontrar un nuevo empleo a un individuo que fracasó en una operación determinada y, en consecuencia, disminuirá la inversión en capital riesgo.

3. La transparencia en la información y confianza en el mercado

Tal y como recalcan Balboa y Martí (2001), si el mercado confía en la información de las empresas de reciente creación (*start-ups*), porque éstas siguen un estricto proceso contable, entonces los inversores no tendrán que emplear tanto tiempo en recolectar dicha información.

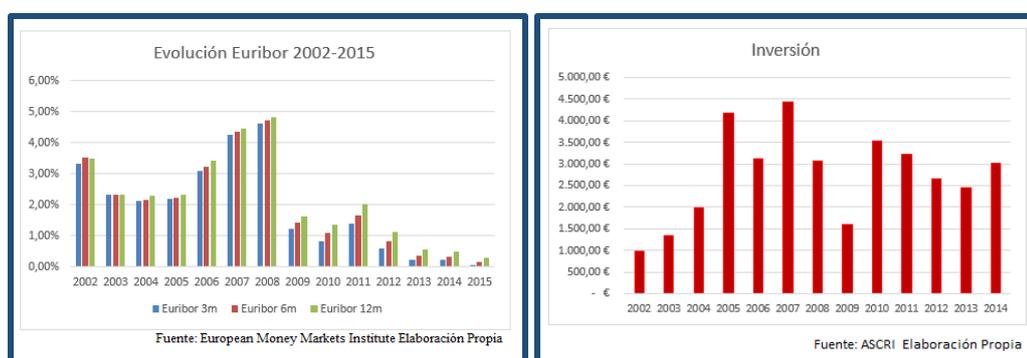
Esto, como señalaron Jeng y Wells (2000), reducirá la carga financiera a través de la disminución en el coste de la información asimétrica y favorecerá la inversión.

4. Tipos de interés

Los tipos de interés tienen un claro efecto en la actividad inversora del capital riesgo, de manera que en un contexto de tipos de interés bajos, la inversión en capital riesgo será mayor, ya que ésta aportará mayores rentabilidades que las que pueda aportar, por ejemplo, un banco, y viceversa, como indican Balboa y Martí (2001): aumentos en los tipos de interés pueden llevar a disminuciones en la inversión en capital riesgo, ya que la inversión en entidades bancarias se configura como una alternativa al capital riesgo.

Para verificar esto, se presentan dos gráficos, de manera que la comparación sea más fácil: el gráfico anterior correspondiente a la evolución de la inversión y un gráfico que describe la evolución del tipo de interés interbancario a 3 meses, a 6 meses y a 12 meses; desde 2002 hasta 2015.

Gráfico 21: Evolución del Euribor 2002-2015



Como se puede observar, mayoritariamente cada vez que aumenta el tipo de interés, se reduce la inversión en capital riesgo y a la inversa.

5. Innovación

El efecto de la innovación, tecnológica y no tecnológica, tiene un efecto positivo sobre la inversión en capital riesgo (Gompers y Lerner, 1998). Además de los citados autores, Romain y Van Pottelsberghe (2003) también relacionan positivamente la innovación y la inversión en capital riesgo. Un ejemplo de ello, aunque se escapa del periodo de análisis de este trabajo, es el gran aumento que tuvo la inversión en capital riesgo cuando empezaron a crearse las empresas de internet, también llamadas “empresas punto com”.

6. Protección de los derechos de propiedad intelectual

En relación con el factor anterior, el amparo de los derechos de propiedad intelectual influye significativamente en la inversión. Un inversor que apuesta por la innovación, difícilmente invertirá en un mercado donde no estén debidamente protegidos los derechos de propiedad intelectual.

Mediante el análisis de regresión lineal múltiple llevado a cabo para la variable inversión se ha obtenido el siguiente resultado:

Tabla 17: Análisis de regresión lineal múltiple para la variable inversión

	Coefficiente	Desv. Típica	Estadístico t	Valor p	
const	-437.462	648.744	-0.6743	0.5252	
IBEX	-0.144480	0.0456096	-3.168	0.0194	**
DESINVERSION	0.136636	0.297433	0.4594	0.6621	
PIB	0.00235540	0.000899974	2.617	0.0397	**
EURIBOR	-19.0324	76.9723	-0.2473	0.8129	
FUNDRAISING	0.848611	0.129156	6.570	0.0006	***

Media de la vble. dep.	2711.842	D.T. de la vble. dep.	1090.691
Suma de cuad. residuos	310891.1	D.T. de la regresión	227.6295
R-cuadrado	0.976242	R-cuadrado corregido	0.956443
F(5, 6)	49.30903	Valor p (de F)	0.000086
Log-verosimilitud	-78.00101	Criterio de Akaike	168.0020
Criterio de Schwarz	170.9115	Crit. de Hannan-Quinn	166.9248
rho	-0.367407	Durbin-Watson	2.136839

Sin considerar la constante, el valor p más alto fue el de la variable 6 (EURIBOR)

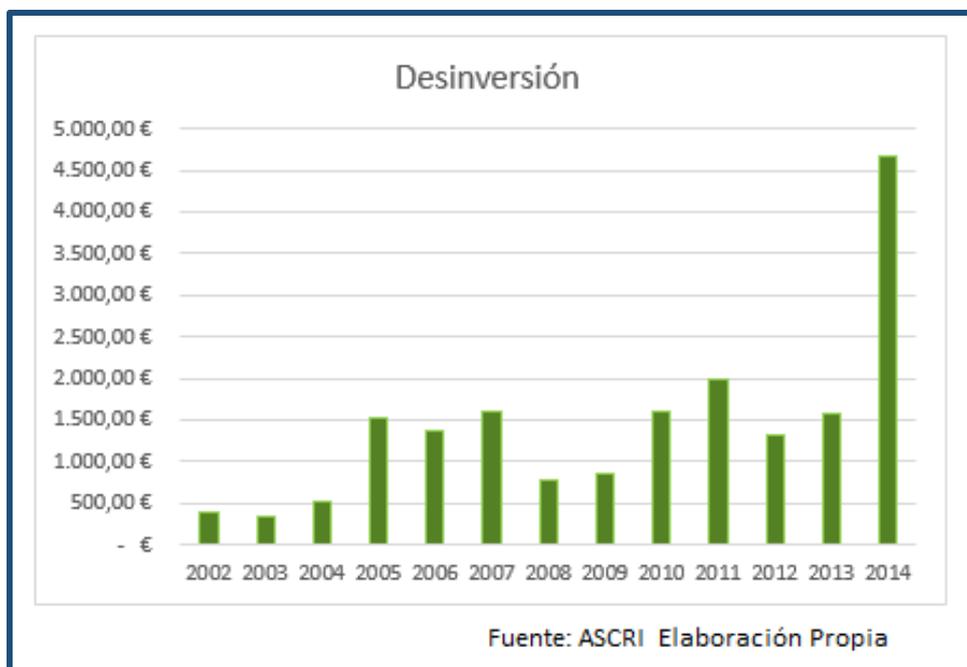
Elaboración Propia

A la vista de los resultados obtenidos, se puede concluir que la variable inversión queda explicada en un 97,62% por las variables independientes seleccionadas (captación de fondos, desinversión, IBEX-35, PIB y Euribor a doce meses). De entre ellas, la captación de fondos es individualmente significativa al 10%, al 5% y al 1% y el IBEX-35 y el PIB son significativas al 10% y al 5%.

Desinversión

A continuación, se presenta un gráfico que resume la evolución de la desinversión, tratada en profundidad en el análisis interno de las distintas etapas, de 2002 a 2014.

Gráfico 22: Evolución de la desinversión a precio de coste 2002-2014 (en millones de euros)



De acuerdo con el gráfico, la desinversión sigue una tendencia mayoritariamente ascendente desde 2002 a 2004, alcanzándose en 2005 un volumen de desinversión, a precio de coste, de 1.500 millones aproximadamente. En 2006, se produce un ligero descenso y en 2007 vuelve a crecer, superando el volumen alcanzado en 2005. Sin embargo, a partir de 2007, se inicia una tendencia decreciente hasta 2010, considerado punto de inflexión en cuanto a esta variable, ya que, a partir de dicho ejercicio, vuelven a aumentar las desinversiones, con la excepción del año 2012, hasta situarse en 2014 en el máximo histórico de esta variable en la andadura del capital riesgo en España, sobrepasando los 4.500 millones de euros.

De forma análoga al análisis realizado para las otras variables, se estudiarán, a continuación, los factores que intervienen en la desinversión. En la literatura se citan, entre otros, los siguientes:

1. Evolución de los mercados de capitales

Como se ha explicado a lo largo de este trabajo, las salidas a bolsa constituyen uno de los principales mecanismos de desinversión. Por lo tanto, la evolución de los mercados de valores determinará, en gran medida, la plusvalía a percibir por parte del inversor de capital riesgo. Así pues, se presenta el siguiente gráfico sobre la evolución del IBEX-35 a lo largo del periodo 2002-2014.

Gráfico 23: Evolución del IBEX-35 2002-2015



Si se comparan este gráfico y el gráfico de la evolución de las desinversiones, se puede observar que, en muchas ocasiones, el volumen de las desinversiones a precio de coste aumenta cuando lo hace el IBEX-35 (por ejemplo, en el año 2007) y disminuye cuando se produce una caída en el IBEX-35 (por ejemplo, en el año 2012).

Si bien es cierto que existe una relación positiva entre la evolución de la bolsa y el volumen de las desinversiones, es necesario recalcar que, dado que la colocación en el mercado de valores no representa la única salida de las empresas por parte de los inversores, esta relación no es perfecta.

2. Capitalización bursátil y rendimiento del mercado

El rendimiento de los mercados de capitales en el momento de dar salida a la inversión influirá en el mecanismo utilizado para desinvertir, de manera que si las rentabilidades que ofrece, por ejemplo, el IBEX-35 no satisfacen las expectativas del inversor, éste puede emplear otros mecanismos, como la venta de su participación a otras entidades de capital riesgo o a los antiguos accionistas.

3. Normativa fiscal

En los mercados que presenten una normativa fiscal con tratamiento especial de las plusvalías será mucho mayor el volumen de las desinversiones.

Mediante el análisis de regresión lineal múltiple llevado a cabo para la variable inversión se ha obtenido el siguiente resultado:

Tabla 18: Análisis de regresión lineal múltiple para la variable desinversión

	Coeficiente	Desv. Típica	Estadístico t	Valor p
const	-399.492	892.976	-0.4474	0.6703
IBEX	-0.0198469	0.100260	-0.1980	0.8496
PIB	0.00121769	0.00170580	0.7139	0.5021
EURIBOR	-170.292	77.8417	-2.188	0.0713 *
FUNDRAISING	0.114203	0.496609	0.2300	0.8258
INVERSION	0.248669	0.541311	0.4594	0.6621

Media de la vble. dep.	1153.358	D.T. de la vble. dep.	553.3368
Suma de cuad. residuos	565803.3	D.T. de la regresión	307.0840
R-cuadrado	0.832006	R-cuadrado corregido	0.692011
F(5, 6)	5.943112	Valor p (de F)	0.025436
Log-verosimilitud	-81.59383	Criterio de Akaike	175.1877
Criterio de Schwarz	178.0971	Crit. de Hannan-Quinn	174.1105
rho	-0.189354	Durbin-Watson	2.213897

Sin considerar la constante, el valor p más alto fue el de la variable 1 (IBEX)

Elaboración Propia

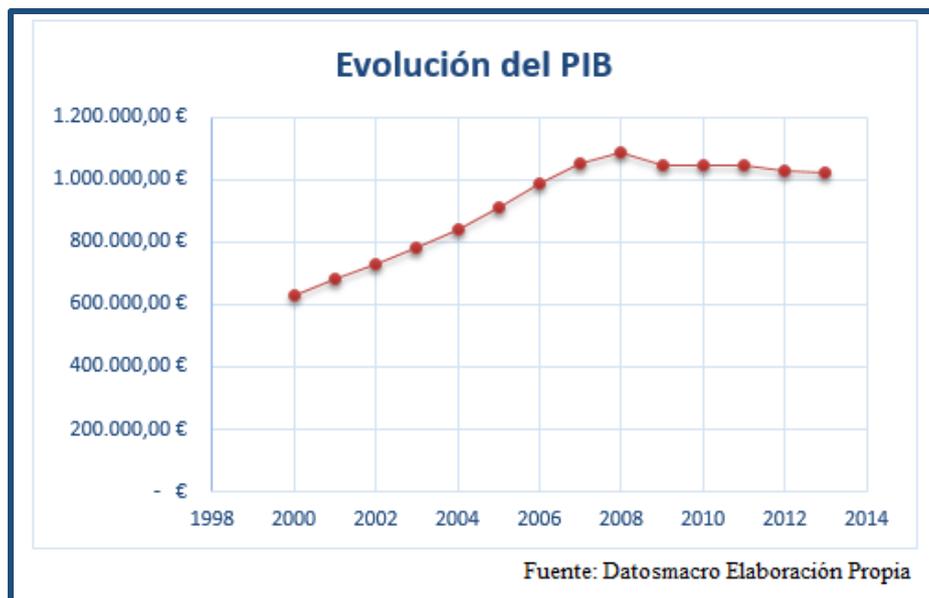
A la vista de los resultados obtenidos, se puede concluir que la variable desinversión queda explicada en un 83,2% por las variables independientes seleccionadas (captación de fondos, inversión, IBEX-35, PIB y Euribor a doce meses). De entre ellas, el Euribor es la única variable individualmente significativa al 10%.

Una vez detallados los factores determinantes de cada una de las variables, el crecimiento económico merece una mención especial, ya que afecta tanto a la captación de fondos como a la inversión y desinversión.

Gompers y Lerner (1998) señalan que el crecimiento económico también afecta directamente a la actividad del capital riesgo, sobre todo a la captación de fondos y a la inversión, de manera que si se produce crecimiento económico, por lo general, se crearán más empresas en las que aportar fondos o invertir.

Se presenta a continuación un gráfico que recoge la evolución del PIB en el periodo 2000-2014.

Gráfico 24: Evolución del PIB 2000-2014 (en millones de euros)



A la vista de la representación anterior y relacionándola con la evolución del capital riesgo en el mismo periodo, se muestra una tendencia ascendente de principios de los años 2000 hasta 2008 tanto del PIB como de la actividad del capital riesgo. A partir de 2008, consecuencia del inicio de la crisis económica, empieza a reducirse el PIB y, con ello, comienza a empeorar la situación del capital riesgo en nuestro país, llegando al mínimo, tanto en términos de PIB como de actividad del capital riesgo, en 2009. Se comprueba, así, que la actividad del capital riesgo es, salvo excepciones, un indicador pro-cíclico de la economía. Esto es, crece cuando la economía crece y viceversa.

Además, como señala Seco (2008), un entorno económico sin excesiva inflación y sin grandes oscilaciones en los tipos de cambio influye positivamente en el desarrollo del capital riesgo.

A continuación, para apoyar este argumento, se presenta el siguiente gráfico que describe la evolución de la inflación en el periodo 2002-2014.

Gráfico 25: Evolución del IPC 2002-2014



Con este gráfico se puede comprobar que cuando la inflación no experimenta grandes oscilaciones, la actividad del capital riesgo se desarrolla favorablemente, mientras que si se producen grandes cambios, como por ejemplo, en los años que van desde 2007 hasta 2010, el capital riesgo presenta problemas.

Con respecto a las perspectivas sobre 2015 y años siguientes, se espera una mejora general de los principales indicadores de la economía española, con una previsión de crecimiento del PIB en torno al 3% para 2015 y en torno al 2,8% para 2016, según la Fundación de las Cajas de Ahorro (2015)²².

Además, el consumo se verá favorecido por la caída del precio del petróleo y de los tipos de interés. En este sentido, se espera un crecimiento del consumo privado para 2015 del 3,5%.

Por su parte, las exportaciones seguirán también en aumento en 2015 y 2016.

Con respecto al empleo, la variable más preocupante para los españoles, se estima un crecimiento del mismo del 2,6% en 2015 y del 2,3% en 2016.

Este entorno favorable propiciará la continuación en la tendencia de crecimiento del sector del capital riesgo en nuestro país.

²² Más conocida como "Funcas".

5 FOND-ICO Global

Según el Instituto de Crédito Oficial (ICO)²³, FOND-ICO Global es “el primer fondo de fondos público de capital riesgo que se crea en España, dotado con 1.200 millones de euros, con el objetivo de promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada, que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus fases de desarrollo”.

En un contexto en que la actividad de capital riesgo en nuestro país estaba, en general, muy contraída y en el que la captación de nuevos fondos se configuraba como la variable más problemática, tras varios años de continuas reducciones en volumen, el 22 de febrero de 2013 se aprobaba el Real Decreto Ley 4/2013 de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo al crecimiento y de la creación de empleo.

En él se desarrollaban una serie de medidas cuyo objetivo se centraba en “aplicar una estrategia de política económica que persiga la transición hacia un equilibrio sostenible y sentar las bases de un crecimiento que permita generar empleo”²⁴. Entre estas medidas se encontraba la creación de FOND-ICO Global, fondo de fondos gestionado por AXIS Participaciones Empresariales SGEER, sociedad gestora de capital riesgo participada al 100% por ICO. Concretamente, la creación de dicho fondo respondía a la necesidad de desarrollo de fuentes de financiación no bancarias.

En mayo de 2013 se terminó el proceso de inscripción de este fondo en la CNMV. Muchos profesionales afirman que el cambio de tendencia producido en el segundo semestre de 2013 no era casualidad y que se debía a la constitución de dicho fondo.

Los objetivos de FOND-ICO Global, básicamente, son:

- Impulsar la financiación no bancaria
- Atraer inversores nacionales e internacionales

Cumpliendo estos objetivos, pretende participar en más de cuarenta nuevos fondos privados, atrayendo a inversores que movilicen un total aproximado de 5.000 millones de euros durante los próximos cuatro años para apoyar la financiación de empresas prioritariamente españolas y en cualquier fase de desarrollo.

²³ Para más información, ver www.ico.es

²⁴ Real Decreto Ley 4/2013 de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo al crecimiento y de la creación de empleo. Boletín Oficial del Estado núm. 47 Sec. I. Pág. 15219

En esta línea, tal y como apuntan De Los Ríos, Rodríguez y Saénz-Díez (próxima publicación), para fomentar la financiación de empresas españolas, existe requisito de volumen mínimo a invertir en España, por parte de los fondos seleccionados en las adjudicaciones.

Los fondos objeto de inversión son de índole muy diversa: fondos de *venture capital*, fondos de capital expansión, fondos de incubación y fondos de deuda.

Una de las condiciones que se establecen para los fondos que se inscriban a la convocatoria es que deben tener mayoría de capital privado.

La selección de fondos se realiza conforme a los principios de publicidad, concurrencia, igualdad y transparencia. Para garantizar esto, AXIS optó por realizar convocatorias públicas para seleccionar las gestoras de fondos, utilizando unos criterios de baremación objetivos y públicos.

Hasta la fecha, han tenido lugar cuatro convocatorias:²⁵

- Primera Convocatoria: Se cerró a finales de diciembre de 2013. Se seleccionaron las seis Gestoras de Capital Riesgo siguientes:

- Fondos de *venture capital*

- Adara Ventures Partners
- Ambar Capital y Expansión SGEGR SA
- Suma Capital SCR SA

- Fondos de capital expansión

- Corpin Capital Asesores SGEGR SA
- Diana Capital SGEGR SA
- Portobello Capital Gestión SGEGR

El compromiso de inversión de los fondos ascendió a 685 millones de euros, cifra que supera de lejos el importe levantado (478 millones de euros) por las entidades de capital riesgo en España en el conjunto del ejercicio 2013. La aportación de FOND-ICO Global en estos fondos fue de 189 millones de euros.

- Segunda Convocatoria: Se cerró a finales de mayo de 2014. Se seleccionaron los ocho fondos siguientes:

- Fondos de *venture capital*

- Axon Capital e Inversiones SGEGR SA
- Caixa Capital Risc SGEGR SA
- Forbio III Management, B.V.

²⁵ Para más información acerca de las convocatorias, consultar www.ico.es

- Seaya Capital Gestión SGEGR SA
- Fondos de capital expansión
 - Espiga Equity Partners SGEGR
 - Oquendo Management S.a.r.l.
 - PAI Partners
 - Trilantic Capital Partners

El compromiso de inversión de los fondos ascendió a 665 millones de euros y la aportación de FOND-ICO Global, de 248 millones de euros.

- Tercera Convocatoria: Se cerró a finales de noviembre de 2014. Se seleccionaron los fondos siguientes:

- Fondos de *venture capital*
 - Cabiedes & Partners IV SCR SA
 - Inveready Asset Management SGEGR SA
- Fondos de capital expansión
 - Bridgepoint Advisers Ltd.
 - MCH Private Equity Investments SGEGR SAU
 - TALDE Gestión SGSCR SA
- Fondos de deuda
 - Alteralia Management S.a.r.l (N+1)
 - BTC Investments 2012 S.a.r.l. (AMTREA)
- Fondos de incubación
 - Clave Mayor SGEGR SA
 - Suanfarma Biotech SGSCR SA

El compromiso de inversión de los fondos ascendió a 669 millones de euros y la aportación de FOND-ICO Global, de 194 millones de euros.

- Cuarta Convocatoria: se abrió el 28 de noviembre de 2014 y se ha cerrado en marzo de 2015. Los fondos seleccionados han sido los siguientes:

- Fondos de *venture capital*
 - Bullnet Gestión SGEGR SA
 - Nereo Greencapital Lux Partners S.à.r.l.
- Fondos de capital expansión
 - GED Iberian Equity SAU SGEIC
 - Magnum Capital Management S.à.r.l.

- Fondos de incubación
 - Caixa Capital Risc SGEGR SA
 - Financiere Sextant, S.A.R.L.

El compromiso de inversión de los fondos ascendió a 573,44 millones de euros y la aportación de FOND-ICO Global, de 123,75 millones de euros.

Web Capital Riesgo (2014) ha calificado de exitosas las convocatorias hasta ahora realizadas, tanto por el interés y expectativas que despertaron como por el gran número de ofertas de fondos recibidas y el prestigio y profesionalidad de las sociedades gestoras nacionales e internacionales presentadas. Asimismo, ASCRI (2014) expresa lo siguiente: “FOND-ICO Global es, sin duda, un caso de éxito de un esquema de cooperación público-privada en el sector del capital riesgo que permite a España estar en línea con otros países, que lo están desarrollando desde hace años con notable éxito como Israel, Reino Unido y Estados Unidos”.

6 Conclusiones

Mediante el trabajo expuesto se ha pretendido indagar en la evolución del sector del capital riesgo y demostrar que la crisis ha influido negativamente en el desarrollo de dicho sector.

A la vista de los resultados obtenidos se ha podido comprobar la veracidad de la hipótesis establecida en el comienzo de este documento. Efectivamente, la crisis económica ha dado lugar a cambios en el flujo de la actividad del capital riesgo en España.

En este apartado, se pretende evaluar el grado de cumplimiento de los distintos análisis realizados en relación a los objetivos enunciados en la introducción.

Asimismo, las conclusiones de la investigación realizada se detallan a continuación:

1. Mediante el análisis interno de la evolución del capital riesgo en España, se ha llegado a la comprensión de las características de la situación actual del sector y se ha podido llevar a cabo la comparación de las situaciones pre-crisis y post-crisis, identificando los cambios experimentados.

La diferencia entre la situación del capital riesgo en los años 2004-2007 y la situación del mismo durante las etapas de recesión es abismal. Tras la crisis, se produjeron una serie de cambios en la actividad del capital riesgo que afectaron de manera importante a todas las variables del capital riesgo. Así se pone de manifiesto en el análisis realizado, a partir del cual es posible afirmar que, en los últimos años en España, tanto la captación de fondos como la inversión y la desinversión estaban muy estancadas.

Así pues, se puede concluir que el principal factor que ha motivado los cambios experimentados en la industria del capital riesgo ha sido, precisamente, la crisis económica iniciada en 2008, pues a partir de ese momento se produce la disminución en la actividad del capital riesgo.

Dicha crisis dio lugar a un nuevo escenario caracterizado por la incertidumbre, la escasez de liquidez y la rebaja en la calificación de *rating* de España, lo que desencadenó desconfianza por parte de los inversores internacionales, quienes dejaron de optar por España como destino de sus inversiones. Durante los años de esplendor del sector, los inversores internacionales, sobre todo los americanos y europeos, habían sido los responsables de la mayor parte del volumen de inversión. Por tanto, esta reducción de su aportación provocó una caída significativa de la inversión del capital riesgo.

En cuanto a la desinversión, se produjo una notable reducción tanto del número de desinversiones realizadas como de las plusvalías obtenidas y un aumento en el periodo de estancia de las entidades de capital riesgo en las empresas participadas. Este hecho

provocó que los aportantes de fondos redujeran su aportación, por lo que la captación de fondos se vio especialmente afectada.

La captación de fondos se vio muy obstaculizada y los volúmenes de recursos captados se redujeron en gran medida, debido al deterioro de los mercados de valores españoles, a la pérdida de confianza de los inversores y a la bajada en la reputación de las entidades de capital riesgo que no conseguían las plusvalías a las que los aportantes de recursos se habían acostumbrado durante los años dorados del capital riesgo.

Sin embargo, a partir de la segunda mitad de 2013, tuvo lugar un cambio en la tendencia del mercado del capital riesgo, favorecido por las mejoras macroeconómicas (crecimiento económico, reducción de la prima de riesgo, mayor estabilidad en los mercados de capitales...) y por la creación de FOND-ICO Global.

Como fundamento de lo expuesto anteriormente, se presenta a continuación una tabla que resume las variaciones experimentadas en el periodo analizado, tomando como referencia 2005, uno de los años de esplendor del capital riesgo en España; 2009, el llamado “año negro” y 2013, año que representa el cambio de tendencia.

Tabla 19: Resumen de la evolución del capital riesgo (2005-2009-2013)

TABLA RESUMEN: 2005 2009 2013 (en millones de euros)					
	2005	2009	2013	Variación 05-09	Variación 09-13
FUNDRAISING	4.239,90 €	1.173,90 €	2.371,61 €	-72,31%	102,03%
INVERSIÓN	4.186,00 €	1.591,80 €	2.454,90 €	-61,97%	54,22%
DESINVERSIÓN	1.526,00 €	865,30 €	1.574,40 €	-43,30%	81,95%

Elaboración Propia

Así pues, en 2014 tendría lugar la recuperación del capital riesgo en España, registrándose volúmenes positivos en todas las variables. El levantamiento de fondos crecería en un 81% en 2014, el volumen invertido alcanzaría los niveles de la época pre-crisis, las rentabilidades obtenidas tras la desinversión crecerían y ésta, a precio de coste, supondría un nuevo máximo en la historia del capital riesgo de nuestro país.

2. En relación a los pronósticos de la evolución del capital riesgo en los próximos años, a lo largo de este documento, se ha podido comprobar que existen perspectivas alentadoras en cuanto al sector para los próximos años.

Dado que se espera que la economía de España siga mejorando, que la actuación de FOND-ICO Global perdure durante tres años más y que se ha consolidado cierto optimismo en el sector, se puede predecir que el capital riesgo continúe progresando y

desarrollándose adecuadamente durante los próximos años, tanto en el levantamiento de fondos como en la inversión y desinversión.

3. La determinación de la relación de las principales variables del sector entre sí ha sido posible gracias a la realización del análisis de correlación.

En este sentido, conviene señalar lo que Gompers y Lerner (2004) apuntaron. Existe una relación positiva entre las variables que influyen en el capital riesgo, de manera que una evolución favorable de la inversión incidirá de forma positiva en la evolución de la desinversión y ésta en la captación de fondos.

Así pues, dichas variables están interrelacionadas, tal y como se muestra en el análisis de autocorrelación realizado, que otorga unos coeficientes de correlación altos para todas las variables, como se muestra a continuación:

Tabla 20: Resumen autocorrelación

	FUNDRAISING	INVERSIÓN	DESINVERSIÓN
FUNDRAISING	1		
INVERSIÓN	0,9366	1	
DESINVERSIÓN	0,6482	0,7789	1

Elaboración Propia

Para determinar la relación de los principales indicadores económicos (PIB, evolución del IBEX-35 y Euribor a doce meses) con la actividad del capital riesgo, se llevaron a cabo tres análisis de regresión lineal múltiple.

El primero se realizó para la variable *fundraising* o captación de fondos. Los resultados mostraron que, mediante el análisis realizado, la captación de fondos quedaba explicada en un 98,09% por las variables independientes, que incluían, además de los mencionados indicadores económicos, la inversión y la desinversión. De entre todas las variables, las que son más significativas para la captación de fondos resultaron ser el IBEX-35, la inversión y el PIB.

El segundo se realizó para la variable inversión. Los resultados mostraron que dicha variable quedaba explicada por las variables independientes en un 97,62%. De entre las variables seleccionadas, las más significativas fueron la captación de fondos, el IBEX-35 y el PIB.

Finalmente, el tercer análisis de regresión se realizó para la variable desinversión y determinó que ésta quedaba explicada en un 83,2% por las variables independientes seleccionadas, de entre las cuales la más significativa fue el Euribor.

A modo de resumen, se presenta a continuación una tabla con los resultados obtenidos:

Tabla 21: Resumen Análisis de Regresión

TABLA RESUMEN ANALISIS DE REGRESIÓN						
	FUNDRAISING	INVERSIÓN	DESINVERSIÓN	PIB	IBEX-35	EURIBOR
FUNDRAISING		***		**	***	
INVERSIÓN	***			**	**	
DESINVERSIÓN						*

Elaboración Propia

4. En cuanto a la identificación de los efectos de FOND-ICO Global, a lo largo de esta investigación, se ha podido comprobar que las consecuencias del primer fondo de fondos público de capital riesgo creado en España han sido, claramente, positivas. De hecho, FOND-ICO Global es, junto con otros factores, el responsable del cambio de tendencia en la industria del capital riesgo iniciado en la segunda mitad de 2013.

Los efectos de FOND-ICO Global se hacen más visibles en las variables de captación de fondos e inversión, ya que dicho fondo tiene consecuencias directas en estas dos magnitudes. Sin embargo, también afecta a la desinversión, ya que, como se ha podido comprobar anteriormente, las tres principales variables del capital riesgo están relacionadas de manera positiva, de manera que si se producen mejoras en la captación de fondos y en la inversión, la desinversión, por lo general, también se verá favorecida. En particular, esta iniciativa ha posibilitado que se detuviera el estancamiento de la captación de fondos, respondiendo a la necesidad del desarrollo de fuentes de financiación no bancarias y aportando 755 millones de euros en las cuatro adjudicaciones realizadas hasta la fecha.

También, FOND-ICO Global ha dinamizado la inversión del capital riesgo, atrayendo tanto a inversores nacionales como internacionales. En total, los fondos seleccionados en las cuatro convocatorias realizadas invertirán 2.567 millones de euros en empresas españolas.

Se puede concluir que la creación de este fondo de fondos ha sido todo un éxito y ha promovido la reactivación del sector del capital riesgo que tan paralizado se encontraba tras la crisis económica.

7 Bibliografía

7.1 Libros y artículos científicos

Aleman, Luisa (2004). Impacto de las inversiones de capital riesgo en España: Un análisis empírico regional. *Biblioteca Digital de la Universidad Complutense de Madrid*. Tesis doctoral. Pág. 21-70

Álvarez, Jonatan; Invers, Joan; Palacín, Gonzalo y Puigdemonges, Jordi (2006). El capital riesgo: Análisis de su industria. *Universitat Pompeu Fabra*

Balboa, Marina y Martí, José (2011). Sensibilidad de la oferta de capital riesgo a cambios en el marco regulatorio. *Revista de Economía Aplicada*. Vol. 19, núm. 55, pág. 61-94

Balboa, Marina y Martí, José (2004). Impacto de la demanda y la liquidez sobre la captación de nuevos fondos de capital riesgo en Europa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 33, núm. 122, pág. 773-805

Balboa, Marina y Martí, José (2001). Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe. *European Financial Management Association (EFMA)*. Vol. 5, núm. 2364, pág. 1-25

Balboa, Marina y Martí, José (2007). Factors that determine the reputation of Private Equity managers in developing markets. *Journal of Business Venturing*. Vol. 22, núm. 4, pág. 453-480

Baygan, Günseli y Freudenberg, Michael (2000). The internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy. *OECD, STI Working papers 2000/7*

Cendrowski, Harry; Petro, Louis W.; Martín, James P. y Wadecki, Adam A. (2012). Private Equity: History, Governance and Operations. *Wiley Finance*

De Los Ríos, Susana; Rodríguez, Isabel y Sáenz-Díez, Rocío. Emprendedores y Capital Riesgo en España: El caso de Fond-ICO Global. *Revista ICADE*. Mayo-Agosto 2015 (Próxima publicación)

Demaria, Cyril (2013). Introduction to Private Equity: Venture Growth, LBO & Turn-Around Capital. *Wiley Finance*

Fraser-Sampson, Guy (2010). Private Equity as an asset class. *Wiley Finance*

Gompers, Paul A. y Lerner, Josh (1998). What drives venture capital fundraising? Brookings Papers on Economic Activity. *Microeconomics*. Pág. 149-204

Gompers, Paul A. y Lerner, Josh (2004). The venture capital cycle. 2ª Edición. *MIT Press*

Haro, José (1993). Consideraciones en torno al Capital-Riesgo en EE.UU., Francia y España. *Boletín del Instituto de Estudios Almerienses Ciencias*. Núm. 11-12, pág. 161-180

Jeng, Leslie A. y Wells, Phillippe C. (2000). The determinants of venture capital funding: Evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 6, núm. 3, pág. 2177-2210

Martí, José (1998). La paradoja europea en la financiación de la innovación. *Economía Industrial*. Núm. 322, pág. 77-90

Martí, José (2001). El capital expansión en España. *Civitas*

Martí, José (2002). Oferta y demanda del capital riesgo. *Civitas*

Popov, Alexander A. (2008). Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe. *Working Paper Series 1063, European Central Bank*

Romain, Astrid y van Pottelsberghe, Bruno (2003). The determinants of venture capital: a panel data analysis of 16 OECD countries. *Hitotsubashi University*. Institute of Innovation Research, working paper 03-25

Ruiz Olabuénaga, José Ignacio (2007). Metodología de la Investigación cualitativa. 4ª edición. *Universidad de Deusto*

Seco, Maite (2008). Capital Riesgo y Financiación de PYMES. *Fundación EOI*

7.2 Informes y otras publicaciones profesionales

Aleman, Luisa; Parada María J.; Gimeno, Alberto; Jaworski, William y Langer, Karsten (2008). How can Private Equity contribute to global development and increased competitiveness of family firms? *ESADE Business School y Riverside Europe*

Anuncio de la Oferta Pública de Adquisición de Valores de Parques Reunidos, S.A. *Sección II del BORME (BORME 219 de 17/11/2003)*. Referencia: BORME-C-2003-219046

ASCRI (2003). Advent eleva a 6,25 euros la OPA sobre Parques Reunidos

ASCRI (2004). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España

ASCRI (2005). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España

ASCRI (2005b). Amadeus rechazó una oferta de CVC de 8 euros por acción. Noticia de prensa

ASCRI (2005c). La OPA de Amadeus conllevará más de 3.400 millones de deuda. Noticia de prensa

ASCRI (2006). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2006b). Altamar gestiona 500 millones made in Spain. Noticia de prensa `

ASCRI (2007). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España

ASCRI (2008). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España

ASCRI (2009). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España

ASCRI (2009b). Impacto económico y social del capital riesgo en España

ASCRI (2010). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España

ASCRI (2010b). Impacto económico y social del capital riesgo en España

ASCRI (2011). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España

ASCRI (2011b). Impacto económico y social del capital riesgo en España

ASCRI (2012). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España. Retos para el cambio: Inversión, Innovación e Internacionalización

ASCRI (2012b). Impacto económico y social del capital riesgo en España

ASCRI (2013). Informe Capital Riesgo en España

ASCRI (2013b). El capital riesgo ofrece a las economías europeas una ventaja competitiva

ASCRI (2014). Informe Capital Riesgo en España

ASCRI (2014b). El sector del capital riesgo afianza su recuperacion en los tres primeros trimestres de 2014

ASCRI (2015). El capital riesgo confirma que ha dejado atrás la crisis

Baena, Nuria (2006). Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo. *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*

Barthel, Dominique (2009). El capital riesgo como fuente de financiación para las empresas. *ASCRI*

Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) y EVCA (2005). Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe. Munich

EVCA (2013). Exploring the impact of Private Equity on economic growth in Europe. *Frontier Economics*

FUNCAS, Fundación de las Cajas de Ahorro, (2015). Previsiones económicas para España en 2015-2016

Gómez-Acebo & Pombo (2014). Principales novedades de la Ley 22/2014 de 12 de noviembre respecto a las entidades de capital-riesgo, las denominadas "otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado" y sus sociedades gestoras. *Análisis GA&P*

Informe del consejo de administración de Amadeus sobre la OPA lanzada por WAM Acquisition, 2005.

Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y Fundación de Estudios Financieros (2009). Innovación en los mercados financieros: Mejores prácticas y oportunidades de evolución de la industria del Capital Riesgo. *Documento de apoyo al ejecutivo de conclusiones*

Instituto Nacional de Estadística (2014). Encuesta de Población Activa (EPA)

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

Ministerio de Economía y Competitividad (2014). Informe de comercio exterior

Sáez, Mireya (2013). El capital riesgo: una alternativa a tener en cuenta. *Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros*

The Wall Street Journal (2014). Los fondos de capital riesgo pugnan por las salidas a bolsa de Applus+ y eDreams

Web Capital Riesgo (2014). El Private Equity en España

7.3 Páginas web consultadas

Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI): www.ascrri.org

AXIS: www.axispart.com

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): www.cnmv.es

European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA): www.evca.ue

Instituto de Crédito Oficial (ICO): www.ico.es

Instituto Nacional de Estadística (INE): www.ine.es

Investopedia: www.investopedia.com

Revista Española de Capital Riesgo: www.recari.es

Web Capital Riesgo: www.webcapitalriesgo.com

8 Anexos

8.1 Anexo 1: Entrevista en profundidad realizada a Rafael Pérez Benayas, especialista en capital riesgo

A.: Buenas tardes, Rafael. ¿Me podrías explicar de forma sencilla y resumida cómo funciona la actividad del capital riesgo?

R.: En nuestro sector intervienen tres actores, principalmente: por un lado están los inversores, por otro lado, los gestores, que son equipos que realizan inversiones, como pueden ser compañías industriales, hoteleras, etc. Y, por último, tenemos a las empresas en las que se invierte.

A.: ¿Por qué se decide invertir en una determinada empresa y no en otra?

R.: Los motivos que llevan a invertir en una empresa en concreto son de índole muy variada. Por ejemplo, puede decidirse invertir en una empresa familiar que tiene problemas derivados de la sucesión del cargo de director o por temas de herencias. En esta situación, los propietarios de la empresa pueden decidir venderla y es ahí donde interviene el inversor de capital riesgo que te comentaba antes. También se puede dar el caso de que a una empresa grande, como a una multinacional por poner un ejemplo, que tenga distintos negocios en distintas áreas, deje de interesarle una actividad en concreto, entonces puede decidir vender esa rama de actividad e, igualmente, es ahí donde entra el inversor de capital riesgo.

A.: ¿Cómo es el proceso de inversión? Quiero decir, ¿en qué se fija un inversor para decidir invertir?

R.: El gestor busca invertir en una sociedad, pongamos por ejemplo una sociedad industrial, estudia a varias, identifica a una y la analiza profundamente revisando a fondo la compañía (auditorías financiera, fiscal y legal) hasta que decide invertir en ella. Una vez decidida la inversión que se pretende realizar, se abre paso a la negociación.

A.: ¿Qué factores lideran la negociación?

R.: Se negocian, principalmente, el precio y las condiciones de pago (cómo y cuánto se va a pagar), de dónde va a salir el dinero, el tipo de consideración ofrecida (puede no ser solamente en dinero, sino que también puede incluir inversiones o deuda, ya sean préstamos con entidades bancarias o con terceros). Para poder negociar todo esto, es preciso que previamente se haya llevado a cabo la valoración de la compañía.

A.: Una vez que ya se tiene una participación en la compañía, ¿qué ocurre?

R.: Es necesario que entiendas que la actividad del capital riesgo no se basa únicamente en la aportación de capital, también se aporta gestión y asesoramiento. Al intervenir en la gestión de la empresa participada, pueden darse una serie de cambios en el equipo directivo, en la estrategia, en los mecanismos de control...

A.: Y de esa gestión y capital que se aporta es de donde las entidades de capital riesgo obtienen su rentabilidad, ¿no es así?

R.: Claro. Una vez que la compañía participada ya ha cumplido los objetivos fijados con anterioridad, se lleva a cabo su venta. Es lo que en nuestra jerga llamamos desinversión. Se lleva a cabo, normalmente, con un asesor financiero y se realiza una subasta.

A.: ¿Cómo es ese proceso?

R.: En primer lugar, se prepara un cuaderno de venta con toda la información financiera y de gestión. Se presenta a los inversores y éstos realizan ofertas. Se selecciona la oferta más interesante, se vende la participación en la compañía, se recibe el importe en contrapartida y se devuelve a los inversores.

A.: ¿Puedes decirme algún ejemplo de sociedad de capital riesgo?

R.: Tanto en la página web de ASCRI como en la de la CNMV, tienes un listado de todas las entidades de capital riesgo españolas. Además, anota la página web de ASCRI (ascricri.org), te va a servir mucho para tu trabajo, tienen información y estadísticas muy buenas del sector disponibles en su web.

A.: Mi trabajo va sobre la evolución del capital riesgo en España. ¿Podrías contarme muy resumidamente cómo ha sido?

R.: Bueno, como sabrás, la actividad del capital riesgo nace en Estados Unidos. Llega a España entre las décadas de los 80 y 90. Sin embargo, el verdadero despegue del sector se produce a partir de los años 2000. Hace quince o veinte años, la actividad del sector era muy reducida, las entidades de capital riesgo eran pequeñas y poquitas, existían unas siete gestoras y únicamente cien personas aproximadamente se dedicaban a esto en España. Ahora la situación es muy diferente.

A.: ¿Qué ha supuesto la crisis en la actividad del capital riesgo?

R.: La crisis ha afectado mucho al capital riesgo, sobre todo en el levantamiento de fondos, que se ha visto muy reducido y, a raíz de eso, también la inversión. Las desinversiones también se han visto afectadas por la dureza de la crisis de estos últimos años, produciéndose salidas de empresas participadas poco rentables. Sin embargo, el gobierno ha prometido a través del ICO un vehículo

para revitalizar la industria en España ante la situación negativa de la crisis, FOND-ICO Global. Sería muy interesante que introdujeras esto en tu trabajo y hablaras de las consecuencias y efectos positivos que ha supuesto esta iniciativa.

A.: ¿Hay algo más que me puedas sugerir o que consideres interesante para mi TFG?

R.: El entorno regulatorio es muy importante. Por ejemplo, la Directiva Europea nueva que se ha incluido en la nueva ley de 2014.

A.: ¿Y alguna fuente que pueda utilizar como bibliografía?

R.: El profesor José Martí Pellón es uno de los que más entienden de capital riesgo en España y ha escrito varios *papers* y realizado varios estudios que sería interesante que te leyeras. Además, www.webcapitalriesgo.com puede servirte mucho y, como te he dicho, la web de ASCRI y de EVCA.

A.: Muchas gracias, Rafael. Tu ayuda me ha servido de mucho.

8.2 Anexo 2: Listado de sociedades de capital riesgo

LISTADO DE SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO					
Denominación Social	No. Registro Oficial	Dirección	Localidad	Código Postal	Fecha de Registro
ABRAXA CAPITAL PRIVADO II, S.A., SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	160	CLAUDIO COELLO, 25	MADRID	28001	25/01/2008
ABRAXA CAPITAL PRIVADO III, S.A., SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	161	CLAUDIO COELLO, 25, ESC-1ª, 1º DCHA.	MADRID	28001	01/02/2008
ACTIVOS Y GESTION ACCIONARIAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	26	C/ ZURBANO Nº 76, 6ª PLANTA	MADRID	28010	08/01/1999
ADE CAPITAL SODICAL, SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	59	JACINTO BENAVENTE Nº 2, 3ª PLANTA	ARROYO DE LA ENCOMIENDA	47195	19/04/2002

AHORRO CORPORACION COINVERSION, SAU DE REGIMEN SIMPLIFICADO	105	PASEO DE LA CASTELLANA, 89	MADRID	28046	02/06/2006
AHORRO CORPORACION INFRAESTRUCTURAS 2, S.C.R, S.A. DE REGIMEN SIMPLIFICADO	99	PASEO DE LA CASTELLANA, 89	MADRID	28046	22/03/2006
ALDEBARÁN RIESGO, SCR, DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	202	AVENIDA DE BURGOS, 109	MADRID	28050	04/02/2011
ARCALIA PRIVATE EQUITY, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	150	MARÍA DE MOLINA, 39	MADRID	28006	08/10/2007
ARICO 99, SCR DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	115	CASTILLO 37 ENTLO D	SANTA CRUZ DE TENERIFE	38003	16/11/2006
ARISTA VIVA, S.A.,SCR	30	PASEO SARASATE Nº5	PAMPLONA	31002	11/01/2000
ARNELA CAPITAL PRIVADO, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	141	GALILEO GALILEI, 6, EDIFICIO WORKCENTER, POLIGONO	LA CORUÑA	15008	13/06/2007
ASER CAPITAL, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	176	C/URGEL, 240, 5º B	BARCELONA	8036	31/07/2008
ATITLAN ALPHA, SCR, S.A.	112	PLAZA DEL AYUNTAMIENTO, 27, 5ª PLANTA	VALENCIA	46002	05/10/2006
AURICA XXI, SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE REGIMEN SIMPLICADO, S.A.	43	AVDA.DIAGONAL, 407 BIS	BARCELONA	8036	15/12/2000

AVALON PRIVATE EQUITY, SCR, S.A. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	47	AVENIDA DE ASTURIAS, 6, LOCAL	MADRID	28029	17/01/2001
BARCELONA EMPREN, SCR DE REGIMEN COMUN, SA	29	GRAN VIA DE LES CORTS CATALANES, 635 3ª PLANTA	BARCELONA	8010	30/12/1999
BETA EQUITY, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	131	C/ MESENA, 124	MADRID	28033	07/03/2007
BLACADER CAPITAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	146	PLATERIAS, 1, PORTAL 1, 1ª	MADRID	28016	27/07/2007
BONSAI VENTURE CAPITALS.S.A., SCR DE RÉGIMEN COMÚN	166	C/ CARACAS, 19 - 1º DCHA	MADRID	28010	14/03/2008
BORAYMA DESARROLLO, SAU SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE REGIMEN SIMPLIFICADO	130	C/ ORTEGA Y GASSET, 8 6º IZDA	MADRID	28006	13/02/2007
BULLNET CAPITAL II, SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	177	PASEO DEL CLUB DEPORTIVO 1, PARQUE EMPR. LA FINCA	POZUELO DE ALARCON	28223	08/08/2008
BULLNET CAPITAL SCR, S.A.	63	PQUE EMPRESARIAL LA FINCA, Pº CLUB DEPORTIVO 1	POZUELO DE ALARCON	28223	31/07/2002
CABIEDES & PARTNERS IV, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	225	Pº DE LA CASTELLANA 210	MADRID		13/12/2013

CABIEDES & PARTNERS, S.C.R., DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	189	Pº DE LA CASTELLANA, 210	MADRID	28046	20/11/2009
CAIXA CAPITAL BIOMED, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	206	AVENIDA DIAGONAL, 613, 3º A	BARCELONA	8028	23/12/2011
CAIXA CAPITAL FONDOS, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	190	AVDA DIAGONAL, 613 PLANTA 3ª A	SEVILLA	41001	27/11/2009
CAIXA CAPITAL MICRO, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	199	AVENIDA DIAGONAL, NÚMERO 613, 3º A	BARCELONA	8014	10/12/2010
CAIXA CAPITAL TIC, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	127	AVDA DIAGONAL, 613 3ª A	BARCELONA	8028	29/01/2007
CAIXA INNVIERTE INDUSTRIA, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	215	AVENIDA DIAGONAL, 613, 3º A	BARCELONA	8028	25/10/2012
CAIXANOVA INVEST, S.C.R., DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	182	AV. GARCIA BARBON, 1 Y 3	VIGO	36201	30/12/2008
CAPITAL INNOVACION Y CRECIMIENTO, S.A, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	87	PASEO SAGASTA, Nº 2, 4º DCHA.	ZARAGOZA	50006	02/02/2005

COINVERSION NEOTEC, SA, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	135	JOSE ORTEGA Y GASSET 29	MADRID	28006	26/03/2007
CORPFIN CAPITAL S.A., S.C.R.	23	MARQUES DE VILLAMEJOR, 3	MADRID	28006	08/06/1998
CORPFIN CAPITAL VENTURES TECH, SCR DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	200	MARQUÉS DE VILLAMEJOR, 3	MADRID	28006	01/02/2011
CREATIA, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	78	AVDA. DIAGONAL 640	BARCELONA	8017	28/11/2003
CROSS ROAD BIOTECH, S.A., SCR (DE REGIMEN COMUN)	175	C/ ALMAGRO, 1	MADRID	28010	27/06/2008
DARUAN VENTURE CAPITAL, S.C.R. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	208	C/ RAFAEL BOTI, 2	MADRID		16/03/2012
DEYÁ CAPITAL II, SCR DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	179	PL. DEL MARQUES DE SALAMANCA 10, 4º DCHA	MADRID	28006	12/09/2008
DEYA CAPITAL, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	145	PZA. MARQUÉS DE SALAMANCA, 10	MADRID	28006	20/07/2007
DINAMIA CAPITAL PRIVADO, S.A., SCR	21	PADILLA, 17 4ª PLANTA	MADRID	28006	24/11/1997
EOLIA GREGAL DE INVERSIONES, SCR, SA DE REGIMEN COMUN	114	C/ PADILLA, 17	MADRID	28006	24/10/2006
EOLIA RENOVABLES DE INVERSIONES, SCR, S.A.	148	PADILLA 17	MADRID	28006	14/09/2007

EQUITYBOX, SCR, SAU DE REGIMEN SIMPLIFICADO	133	PASEO DE LA CASTELLANA, 28	MADRID	28046	07/03/2007
ERESMA CAPITAL, SCR, SAU, DE REGIMEN SIMPLIFICADO	171	C/ ERESMA, 14	MADRID	28002	23/05/2008
ESPIGA CAPITAL INVERSION ,SCR, S.A. DE REGIMEN SIMPLIFICAD	24	VIRGEN DE LOS PELIGROS, 6	MADRID	28013	15/06/1998
ESPIGA CAPITAL INVERSION II, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, SA	138	C/ VIRGEN DE LOS PELIGROS, 4	MADRID		12/04/2007
FINANCIERA FIMAR, SA, SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO	136	C/ VELAZQUEZ, 21	MADRID	28021	02/04/2007
FIT INVERSION EN TALENTO, SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE RÉGIMEN SIMPLIFICA	204	AVENIDA DE MANOTERAS, 32	MADRID	28050	19/04/2011
FOMENTO PARA LA INNOVACION Y EL DESARROLLO SOSTENIBLE TRES S.A., SCR DE REG	219	JUAN DE MENA, 8	MADRID	28014	05/04/2013
FOMENTO Y EXPANSION EMPRESARIAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	223	APOLONIO MORALES,21	MADRID	28036	20/09/2013
FORESTA PRIVATE EQUITY II, S.C.R., DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	173	CASTELLO, 88 - 1º DERECHA	MADRID	28006	30/05/2008

GAMESA INVERSIONES ENERGETICAS RENOVABLES, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, SA	101	PQUE. TECNOLOGICO DE ZAMUDIO, EDIF. 222	ZAMUDIO	48170	21/04/2006
GAVIA CAPITAL, S.A., SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO	197	C/ SERRANO, 27, 4º IZQDA	MADRID	28001	18/06/2010
GRUPO INTERCOM DE CAPITAL, SCR, DE REGIMEN COMUN S.A	52	AVENIDA ALCALDE BARNILS, 64-68	SANT CUGAT DEL VALLÉS		08/03/2001
HAUGRON CAPITAL, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	198	CALLE URGELL, 240, 5º B	BARCELONA	8036	02/12/2010
HEALTHQUITY, S.C.R. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	220	PASEO DE LA BONANOVA, 47	BARCELONA	8017	30/04/2013
IBERHISPANIA CAPITAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	164	PINTOR ROSALES, 72	MADRID	28008	28/02/2008
IBERNIA INICIATIVA, SCR, SAUDE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	100	SERRANO, 30 - 2º DCHA	MADRID	28001	07/04/2006
IMPULSO DESARROLLO EMPRESARIALSCR, S.A. DE REGIMEN SIMPLIFICADO	95	PASEO DE LA HABANA, 202 BIS, BAJO	MADRID	28036	11/11/2005
INDUWORLD1, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	79	AVDA. DIAGONAL 640	BARCELONA	8017	28/11/2003
INFU-CAPITAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, SA	139	AVDA. ANTONIO FUERTES, 1	ALHAMA DE MURCIA		12/04/2007

INNOVA 31, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	56	JORDI GIRONA 31	BARCELONA	8034	10/10/2001
INNVIERTE ECONOMIA SOSTENIBLE COINVERSIÓN, S.A., SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICAD	213	C/ALFONSO XI, Nº 6-2ª PLANTA	MADRID		20/07/2012
INNVIERTE ECONOMIA SOSTENIBLE, S.A., SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	212	C/ ALFONSO XI, Nº 6-2ª PLANTA	MADRID		20/07/2012
INTEGRA CAPITAL SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	231	GRAN VIA DE CARLES III, 84 3ª EDIFICIO TRADE	BARCELONA	8028	22/12/2014
INVEREADY BIOTECH II, SCR DE REGIMEN COMUN, S.A.	217	CALLE CAVALLERS, 50	BARCELONA	8034	18/01/2013
INVEREADY FIRST CAPITAL I, SCR DE REGIMEN COMUN, S.A.	209	CAVALLERS, 50	BARCELONA	8034	13/04/2012
INVEREADY FIRST CAPITAL II, SCR DE REGIMEN COMUN, S.A.	229	CALLE CAVALLERS, 50	BARCELONA	8034	13/06/2014
INVEREADY SEED CAPITAL, SCR DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	180	CAVALLERS, 50	BARCELONA	8034	03/10/2008
INVEREADY VENTURE FINANCE I, SCR DE REGIMEN COMUN, S.A.	214	CALLE DELS CAVALLERS, 50	BARCELONA	8034	03/08/2012

INVERSION Y GESTION DE CAPITAL SEMILLA DE ANDALUCIA, SCR DE REGIMEN COMUN,	15	PARQ. EMPRE. NUEVO TORNEO, ACUSTICA 24, 4ª PLTA	SEVILLA	41015	28/07/1993
INVERSIONES PROGRAMADA, SA, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	11	AVENIDA FERNANDO DE LOS RÍOS Nº 6	GRANADA	18006	28/06/1991
ISTISU, SCR, S.A.	232	PADILLA, 32	MADRID	28006	16/01/2015
KISS CAPITAL GROUP, SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, SA	120	JOSE ISBERT 6-8 - CIUDAD DE LA IMAGEN	POZUELO DE ALARCÓN	28223	19/12/2006
LANDON INVESTMENTS, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	65	VIA AUGUSTA 200, 6ª PLANTA	BARCELONA		31/10/2002
MOLINS CAPITAL INVERSION, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	82	Pº DE GRACIA, 76	BARCELONA	8008	10/05/2004
MURCIA EMPRENDE, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	81	ALFARO, 1- 1º, 2º Y 3º	MURCIA	30001	24/02/2004
NAUTA TECH INVEST I, SCR, DE REGIMEN COMUN S.A.	91	AVDA. DIAGONAL 593, 8ª PLANTA	BARCELONA	8014	02/02/2005
NAUTA TECH INVEST II, SCR DE REGIMEN COMÚN, S.A.	121	AVDA DIAGONAL 593 8ª PLANTA	BARCELONA	8014	22/12/2006

NAUTA TECH INVEST III, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	188	AVENIDA DIAGONAL, 593, 7ª PLANTA	BARCELONA	8014	04/09/2009
NEOTEC CAPITAL RIESGO SOCIEDAD DE FONDOS, SA, SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO	102	JOSE ORTEGA Y GASSET 29	MADRID	28006	28/04/2006
NETACCEDE, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	183	RÚA LÓPEZ DE NEIRA, 3	VIGO	36202	25/03/2009
NMAS1 PRIVATE EQUITY FUND II FAMILIES, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	174	C/ PADILLA, 17	MADRID	28006	30/05/2008
ONA CAPITAL PRIVAT, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	116	EDIFICIO TER VIA AUSETANIA NUM. 13 1ª PLANTA	MANLLEU		16/11/2006
ONZA VENTURE CAPITAL INVESTMENTS, S.A., SCR DE REGIMEN COMUN	228	PRINCIPE DE VERGARA, 57	MADRID	28006	30/05/2014
PHI OPERATIONS, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	221	FORTUNY, 7, 3º A	MADRID	28010	17/05/2013
PORTOBELLO EQUITY, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	110	ALMAGRO, 36, PISO 2º	MADRID	28010	21/09/2006
PORTOBELLO FONDO II, S.C.R., DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	103	ALMAGRO, 36 - 2º PISO	MADRID	28010	12/05/2006

PRINCE CAPITAL PARTNERS, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	165	AVENIDA DE LA CONSTITUCIÓN, N° 88 - 1°	GIJÓN	33207	07/03/2008
QUALITAS VENTURE CAPITAL, S.A., SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	73	MENDEZ NUÑEZ 17	MADRID	28014	25/06/2003
REAL DE VELLON, S.A., SCR DE REGIMEN COMUN	158	EMILIO ARRIETA 11	PAMPLONA	31002	18/01/2008
SANTANDER ENERGIAS RENOVABLES I, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	167	AVENIDA DE CANTABRIA S/N, CIUDAD GRUPO SANTANDER	BOADILLA DEL MONTE	28660	18/04/2008
SEED GIPUZKOA SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	142	PZA. GUIPUZCOA, S/N	DONOSTIA	20004	25/06/2007
SEVILLA SEED CAPITAL, S.A., SCR	4	LEONARDO DA VINCI, 16	ISLA DE LA CARTUJA	41092	23/05/1988
SH1 DIGITAL HUB, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	224	C/ NICOLAS COPERNICO, 8, PLTA BAJA, PUERTA 9 PARQU	PATERNA	46980	03/12/2013
SHERPA CAPITAL, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	226	HERMOSILLA, 3	MADRID	28001	31/01/2014
SI CAPITAL R&S I, S.A., S.C.R. DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	118	AVDA DIAGONAL, 622 7B	BARCELONA	8021	14/12/2006
SINENSIS SEED CAPITAL, SCR DE REGIMEN COMUN, S.A.	230	C/ MARTINEZ CUBELLS, 7, 1°-1°	VALENCIA	46002	18/07/2014

SÍNIA RENOVABLES, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	178	AVENIDA DIAGONAL, 407 BIS PLANTA 21ª	BARCELONA	8008	12/09/2008
SMART CAPITAL FOR ENTREPRENEURS, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	216	AVENIDA DE LA INDUSTRIA	ALCOBENDAS	28108	23/11/2012
SOCIETAT CATALANA D'INVERSIO EN COOPERATIVES, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICAD	185	GRAN VÍA DE LES CORTS CATALANES, 635 3ª PLANTA	BARCELONA	8010	17/04/2009
SODIGA GALICIA, SCR, S.A.	25	SAN LAZARO S/N	SANTIAGO DE COMPOSTELA	15703	21/12/1998
SOLOON VENTURES, S.A., SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO	210	NUÑEZ DE BALBOA, 120	MADRID	28006	13/04/2012
SPINNAKER INVEST, SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	57	DIPUTACIÓN 246	BARCELONA	8007	13/11/2001
STAMAR VENTURE, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	186	SANTA MARIA 42 1º 1ª	SANT CUGAT DEL VALLES	8172	12/06/2009
SUMA CAPITAL EQUITY FUND 1, S.C.R. DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	128	AVDA DIAGONAL 640 5ª F	BARCELONA	8017	13/02/2007
SUMA CAPITAL EQUITY FUND, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	129	AVDA DIAGONAL 640 5ª F	BARCELONA	8017	13/02/2007

SUMA CAPITAL GROWTH FUND I, SCR DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	227	AVDA DIAGONAL, 477 8°	BARCELONA	8034	14/02/2014
TAIGA INVERSIONES EÓLICAS, S.A., SCR DE RÉGIMEN COMÚN	162	CAMINO DE LA ZARZUELA 15, EDIF. B, 2°, ARAVACA	MADRID	28023	22/02/2008
TALDE PROMOCION Y DESARROLLO SCR SA	7	RODRIGUEZ ARIAS 9 1°	BILBAO	48008	26/12/1989
THE NATURE CAPITAL, S.C.R., DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	201	P° DE LA CASTELLANA, 102, 2°	MADRID		01/02/2011
TORREAL SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	28	FORTUNY, 1	MADRID	28010	03/12/1999
TRES A PARTNERS, S.A., SCR DE RÉGIMEN COMÚN	75	EMILIO ARRIETA 11 BIS, 2°	PAMPLONA	31002	28/07/2003
TUERA 16, SCR, DE REGIMEN SIMPLIFICADO, S.A.	192	PADILLA, 32	MADRID	28006	07/05/2010
UNIRISCO GALICIA, SCR, S.A.	53	PAZO SAN XEROME, PLAZA DO OBRADOIRO S/N	SANTIAGO DE COMPOSTELA	15705	29/03/2001
UNIVEN CAPITAL, S.A., SCR DE RÉGIMEN COMÚN	125	CARRETERA DE FUENTE BRAVIA KM 0,8, EIDFICIO HINDUST	PUERTO DE SANTA MARÍA	11500	29/01/2007

VALMENTA INVERSIONES, SCR, S.A.	85	PADILLA 32	MADRID	28006	03/12/2004
VENTURCAP II, SCR DE RÉGIMEN COMÚN, S.A.	222	CALLE DOCTOR FERRAN, Nº 3-5, 1ª	BARCELONA	8034	28/06/2013
VENTURCAP, SCR, DE REGIMEN COMUN, S.A.	48	DOCTOR FERRAN, 3-5 1ª PLANTA	BARCELONA	8007	31/01/2001
VIGO ACTIVO, SA, SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	14	P.E. PORTO DO MOLLE CENTRO NEG. RUA PONTES, 4 202	NIGRAN	36350	11/06/1993
VISTA DESARROLLO, S.A., SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	27	SERRANO, 67, 4ª	MADRID	28006	15/10/1999
VITAMINA K VENTURE CAPITAL SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO DE REGIMEN COMUN S.A.	207	C/ NUÑEZ DE BALBOA 120 6ª PLANTA	MADRID	28006	17/02/2012
ZENON CAPITAL, S.A., SCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO	144	TRAVESERA DE GRACIA, 342	BARCELONA	8025	13/07/2007
TOTAL	123				

*Fuente: CNMV. Consultado en
Febrero de 2015
Elaboración Propia*