



FACULTAD DE CC.EE Y EE. ICADE

EL PAPEL DE LAS EMPRESAS DE CAPITAL RIESGO EN EL DESARROLLO DE LAS STARTUPS

Autor: Eduardo Ferrando López

Madrid
Marzo - 2015

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Introducción | 3 |
| 2. La industria del capital riesgo | 6 |
| 2.1. Historia | 6 |
| 2.2. Análisis de la actualidad | 10 |
| 2.3. Private Equity vs. Venture Capital | 13 |
| 3. La figura del emprendedor | 15 |
| 3.1. Concepto y desarrollo | 15 |
| 3.2. El contacto con la firma de capital riesgo..... | 18 |
| 3.3. El objetivo final | 19 |
| 3.4. Rondas de financiación..... | 20 |
| 4. La firma de Capital Riesgo..... | 23 |
| 4.1. Principios de actuación y objetivos | 23 |
| 4.2. El ciclo del capital riesgo..... | 26 |
| 4.3. La actitud en la inversión..... | 31 |
| 5. La industria del capital riesgo en Estados Unidos..... | 32 |
| 5.1. Motivos del dominio..... | 32 |
| 5.2. Cifras y análisis | 34 |
| 5.3. Principales participantes | 35 |
| 6. La industria del capital riesgo en Europa | 36 |
| 6.1. Actualidad y zonas de influencia..... | 36 |
| 6.2. El capital riesgo en España..... | 39 |
| 7. El capital riesgo corporativo (CRC)..... | 43 |
| 8. Conclusiones | 46 |
| 9. Bibliografía..... | 48 |

Glosario

F&A – Fusiones y Adquisiciones

PYMES – Pequeñas y Medianas Empresas

LBO – Compra Apalancada (Leveraged Buyout)

NVCA – Asociación Estadounidense de Venture Capital

EVCA – Asociación Europea de Venture Capital

ASCRI – Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo

OPV – Oferta Pública de Venta

IPO – Initial Public Offering (OPV en español)

CRC – Capital Riesgo Corporativo

PVI – Plan de Viabilidad de la Idea

FinTech – Tecnología aplicada a los servicios financieros

PwC – Consultora anteriormente conocida como Price Waterhouse Cooper

GP – General Partner

LP – Limited Partners

ICO – Instituto de Crédito Oficial

UKI – Reino Unido e Irlanda

DACH – Alemania, Austria y Suiza

CalPERS – California Public Employees' Retirement System

MIT – Massachusetts Institute of Technology

UC Berkeley – University of California Berkeley

1. Introducción

Desde 2007, fecha que marca el inicio en Estados Unidos de la crisis financiera, muchos emprendedores y profesionales han tenido que reinventar y cambiar su forma de hacer negocio. En estos últimos años se ha generado un movimiento emprendedor a partir del cual un gran número de empresas de *startups* han sido creadas, principalmente en Estados Unidos, muy influenciado por el poder del Silicon Valley, California. Pero no solo ha tenido consecuencias en cuanto a la creación de empresas en ese área geográfica, la Comisión Europea estima que el 99% de las empresas europeas son pequeñas o medianas y muchas de corta vida.

El mundo está sumergido en un profundo cambio, debido en buena medida a la crisis financiera, que está influyendo a muchos emprendedores, los cuales deciden a partir de sus ideas, ofrecer productos o servicios innovadores que les permitan crear valor y atender necesidades de los consumidores. Su objetivo es conseguir que su idea se convierta en una idea disruptiva y desarrollarla progresivamente, pero para ello necesitan acudir a fuentes de financiación especializadas como el capital riesgo. El capital riesgo hace referencia a una operación financiera en la que una sociedad inversora financia de forma temporal (medio – largo plazo) los recursos propios de empresas con un riesgo mayor de lo normal. El término de capital riesgo en español engloba dos tipos de operaciones: las de *private equity* (en empresas más maduras) y las de *venture capital* (en empresas con vida más corta y con mayor riesgo).

Muchos de los problemas que tienen las pequeñas y medianas empresas (PYMES) hoy en día son problemas de financiación, motivados por la dificultad de encontrar inversores que les ayuden a desarrollar sus ideas. Aparte del capital riesgo existe la figura de los *angels investors* o *business angels* que son particulares (familia, amigos, inversores individuales...) que ayudan a la empresa en su primera fase de vida a hacer frente a sus primeras obligaciones dinerarias. Ambos son soluciones que tienen estas PYMES (pequeñas y medianas empresas) para encontrar financiación, debido a que son fuentes de recursos financieros estables a medio-largo plazo.

Las pequeñas y medianas empresas son el principal agente económico de la zona euro y tienen una importancia vital en la situación de la misma. Debido a esta importancia, los Gobiernos y las Administraciones Públicas deben tratar de reactivar la economía de la zona euro mediante la concesión de ayudas a las empresas de corta vida y de tamaño reducido. Es también necesario que los agentes públicos traten de impulsar la creación y el desarrollo de empresas nuevas, consiguiendo fomentar la actividad emprendedora. Además de apoyar y conceder ayudas (fiscales, legales, de financiación...), el sector público puede ayudar a fomentar el sistema emprendedor mediante la creación de fondos de capital riesgo que inviertan en empresas pequeñas y medianas (participación directa) o mediante el desarrollo de un entorno propicio para el desarrollo de la actividad emprendedora, con el fin de lograr un crecimiento económico en la zona (participación indirecta).

De acuerdo con el Banco de España (2014), en la actualidad las empresas de corta vida no acuden tanto a bancos comerciales como lo hacían anteriormente, motivados por toda la polémica creada alrededor de los mismos y por los términos y condiciones de financiación que les puedan ofrecer otras fuentes como los fondos de capital riesgo, los ángeles u otras corporaciones financieras. Otro de los puntos a favor del uso del capital riesgo es que el crédito bancario continúa siendo muy limitado y que pocas compañías de corta vida consiguen acceder a ello. Además, las empresas de capital riesgo por lo general tienden a ayudar a la empresa financiada en su creación de valor aportando gestión y conocimientos, aparte de recursos financieros. El capital riesgo se interesa por empresas cuyo riesgo económico hace que las entidades de crédito no se interesen, aparte de que los fondos que invierte en ellas son mayores que los que invierten las entidades de crédito.

El objetivo de este trabajo es analizar con detalle las partes que intervienen en la industria del capital riesgo, tanto desde el punto de vista del emprendedor como desde el de la firma de capital riesgo. También se analiza la historia de la industria y las tendencias que se siguen en la actualidad. Se explican los motivos de la dominancia de Estados Unidos como primera potencia mundial y los

recursos y desafíos que Europa tiene para acercarse a las cifras del gigante norteamericano. Por último, se explica un movimiento nacido dentro de la industria hace unos años, llevado a cabo principalmente por multinacionales que desean crear un fondo de inversión, con el fin de invertir en empresas que a la larga les puedan añadir valor a su negocio, el capital riesgo corporativo (CRC).

La metodología que se ha llevado a cabo a la hora de la realización de este trabajo ha sido de tipo cualitativo, ya que se han revisado diversas fuentes bibliográficas como: libros, artículos, revistas, portales de internet y webs de asociaciones oficiales de la industria del capital riesgo. Para conseguir el objetivo del trabajo fueron de gran importancia los informes anuales de las asociaciones de capital riesgo encargadas en cada área geográfica como la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA) y la Asociación Nacional de Capital Riesgo estadounidense (NVCA). La consulta de dichas fuentes de información ha facilitado enormemente alcanzar el objetivo de investigación del trabajo.

La razón de la selección de este tema es la importancia que está empezando a tener la industria de capital riesgo dentro de la economía mundial. Los emprendedores a través de sus *startups* consiguen generar mayor riqueza con la ayuda de los fondos y empresas de capital riesgo y así desarrollar sus ideas y principios.

En general las ideas de estas empresas suelen ser disruptivas, es decir, que ofrecen productos o servicios que no se encuentran en el mercado o que mejoran a los ya existentes y por tanto tienen un alto componente innovador. Además, en España este vehículo financiero cada vez se viene usando con mayor frecuencia y diversas firmas se han establecido en los últimos años, con el fin de ayudar tanto a las PYMES españolas como a las extranjeras.

2. La industria del capital riesgo

2.1. Historia

Para la elaboración de este epígrafe se ha consultado las siguientes fuentes bibliográficas: Seco Benedicto (2008) y el Informe de inversión de capital riesgo de PwC y la Asociación Estadounidense de Capital Riesgo (NVCA) (2015).

El capital riesgo como actividad financiera, surgió en Estados Unidos en el año 1946, cuando se crearon las dos primeras compañías dedicadas a ello: la *American Research and Development Corporation* (ARDC), creada por personas relacionadas con las universidades de Harvard y el *Massachusetts Institute of Technology* (MIT); y *J.H. Whitney & Company*, fundada por John Hay Whitney y centrada hoy en operaciones de fusiones y adquisiciones (F&A).

En 1958 tuvo lugar un acontecimiento importante en Estados Unidos ya que se firmó la ley *Small Business Investment Act*, que autorizaba la creación de pequeñas empresas de inversión para ayudar a desarrollar y financiar los negocios de emprendedores del país. Esta ley ofrecía a los inversores una fiscalidad favorable sobre las plusvalías generadas y la posibilidad de apalancarse con fondos públicos.

En los años sesenta se empezaron a crear las primeras empresas de *private equity* en Estados Unidos aunque no fueron demasiado importantes ni secundadas por los inversores.

Hasta el final de los años setenta, el capital riesgo no tuvo una gran relevancia en la situación económica de Estados Unidos. El cambio se produjo debido a varias modificaciones legislativas y a la revolución tecnológica de finales de los setenta. En esa época se comenzaron a formar algunas de las empresas más grandes de capital riesgo de hoy en día, como

Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) o Sequoia Capital. Ambas localizadas en el Silicon Valley, donde empezaba a generarse un espíritu emprendedor notable que se desarrollaría más en los años siguientes. La creciente importancia del Silicon Valley estuvo influenciada también por el desarrollo de la actividad emprendedora en universidades cercanas como Stanford y Berkeley, que eran considerados lugares idóneos para comenzar nuevos negocios, debido a la facilidad para encontrar contactos y gente con conocimiento capaz de ayudar a gestar ideas.

En el año 1973 se creó la *National Venture Capital Association* (NVCA) con el fin de promover el crecimiento del capital riesgo, además de la elaboración de informes y estadísticas sobre este sector en Estados Unidos. En la actualidad esta asociación continúa en funcionamiento y ayuda a las empresas integrantes a su crecimiento, conectando emprendedores y firmas de capital riesgo con el fin de fomentar la actividad inversora.

En los años ochenta comenzaron a aparecer una gran cantidad de empresas tecnológicas, algunas de las cuales recibieron financiación de firmas de capital riesgo, como Apple Computers o Cisco Systems. Estos hechos llevaron a un mayor conocimiento y aceptación de la industria, que comenzó a crecer exponencialmente debido a la proliferación de empresas de este perfil. A finales de los años ochenta, alrededor de 650 firmas de capital riesgo operaban en Estados Unidos.

Precisamente, a mediados de los años ochenta, el capital riesgo se estableció en Europa como tal pese a que en Reino Unido se había usado esporádicamente en décadas anteriores.

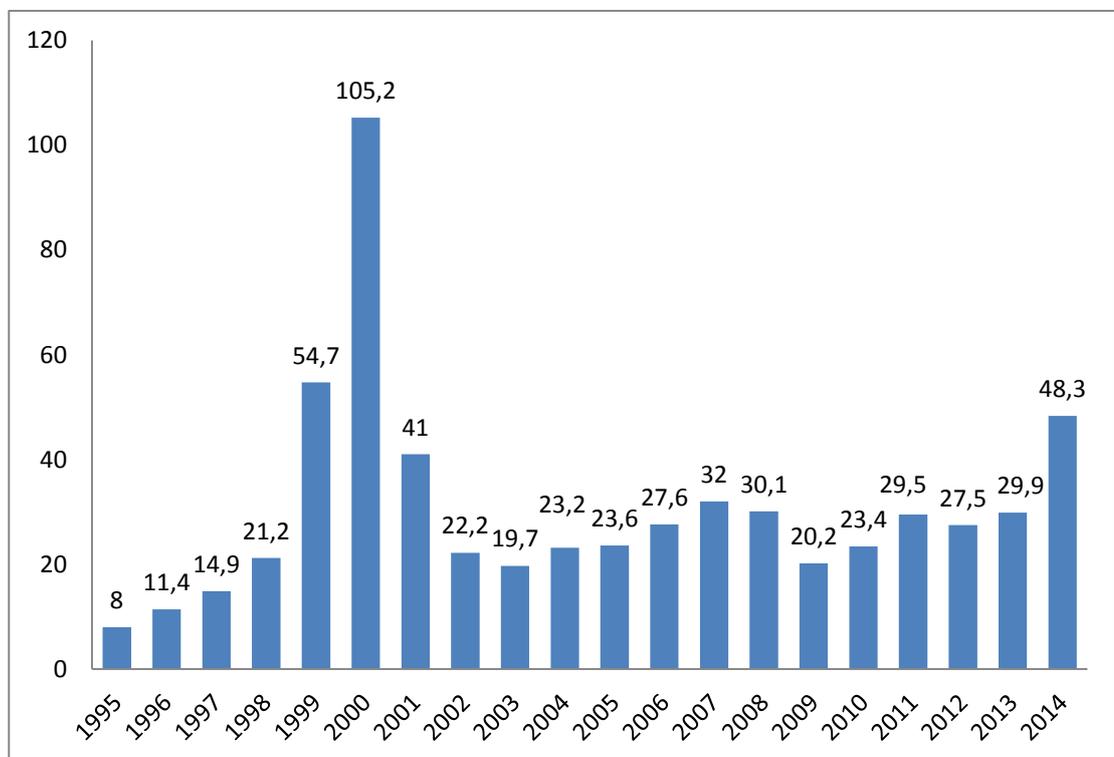
A finales de los años noventa y comienzos del siglo XXI, la industria del capital riesgo se vio potenciada por el boom tecnológico y las *dotcom* como se puede ver en el siguiente gráfico elaborado por la consultora PwC en el año 2015, en colaboración con la Asociación Americana de Capital Riesgo

(NVCA), en el que se analiza la inversión en la industria en Estados Unidos entre 1995 y 2014.

Durante los años 1999 y 2000 la industria creció enormemente debido a los avances tecnológicos y al aumento de la actividad tanto emprendedora como de la industria. En apenas cinco años (entre 1996 y 2000), la inversión de la capital riesgo en Estados Unidos se multiplicó casi por 10.

Figura 1: Inversión total de capital riesgo en Estados Unidos

(Por año, en billones de dólares)



Fuente: PwC & NVCA (2015) y elaboración propia

Según el informe de la consultora PwC (2015), en el año 2000 se batió y se fijó el record de mayor inversión en la industria con más de 100 billones de dólares americanos. A partir del año 2001, donde se alcanzaron más de 40 billones de inversión, el rango de inversión anual hasta el año 2013, se fijó entre 20 billones y algo más de 30 billones.

Cabe destacar el aumento en la inversión en la industria durante el año 2014, que alcanzó su máximo desde el año 2001 cuando se comenzó a deshinchar la burbuja de las *dotcom*. Es obvio que el capital riesgo comienza a tener una mayor presencia en las operaciones de financiación y muestra de ello son estos datos que lo corroboran.

2.2. Análisis de la actualidad

El informe *Global Venture Capital Insights and Trends* de la consultora Ernst & Young (2014) afirma que en la actualidad Estados Unidos es la primera potencia de la industria del capital riesgo mundial tanto en cantidad de dinero invertido como en número de acuerdos cerrados. La segunda mayor potencia es Europa en su conjunto, seguida de China, Canadá, Israel e India.

Según el informe mencionado con anterioridad, en 2013 el 68% de la actividad mundial de la industria de capital riesgo se llevó a cabo en Estados Unidos, mientras que el 15% se realizó en el continente europeo, siendo Reino Unido, Irlanda y Alemania las tres principales potencias dentro de Europa.

Es indudable que la fuerza y el valor que tiene el Silicon Valley (California), principal lugar de concentración de emprendedores y empresas de capital riesgo, representando según PwC y NVCA (2015), aproximadamente un 50% de las inversiones de capital riesgo en EE.UU., empuja al gigante norteamericano al primer puesto de todas las estadísticas relacionadas con el capital riesgo.

Pese a la situación económica en la que se encuentra el mundo, los inversores continúan apoyando monetariamente a los emprendedores y *startups*, con cantidades similares a las de los años previos a la recesión.

Se podría decir que la crisis financiera está beneficiando en parte al mundo del emprendedor y de la PYME debido a que se buscan cosas nuevas, ideas que puedan romper el mercado y no ideas maduras y ya desarrolladas como se podían buscar hace unos años. En la actualidad toda idea disruptiva e innovadora tiene muchas posibilidades de encontrar respaldo financiero siempre que exista una viabilidad y un plan de negocio óptimo, ya que los mercados buscan innovación y desarrollo de ideas creativas.

En la actualidad, las tendencias en la industria son la inversión en mercados asiáticos (China y Japón principalmente), y en los siguientes sectores: Internet, *FinTech* (tecnología aplicada a los servicios financieros), biotecnología y telecomunicaciones.

De acuerdo con el informe “The Boom in Global FinTech Investment”, publicado por la consultora Accenture en 2014, uno de los sectores con mayor apoyo en la industria es el *FinTech*, y el área de mayor crecimiento en cuanto a la inversiones en el sector, Reino Unido. En el mismo se informa que en el área de Londres el crecimiento del sector es del doble comparado con el del Silicon Valley, California. El volumen de acuerdos cerrados en el sector en Londres se ha triplicado desde 2011 y representa en la actualidad más de la mitad de los acuerdos de *FinTech* en Europa.

Hechos como éste hacen que fondos de capital riesgo norteamericanos comiencen a dirigir sus dólares a territorio europeo y tengan más lugares de actuación e inversión. En estos últimos años ha sido frecuente ver como grandes firmas de capital riesgo de Estados Unidos, expandían sus fronteras y establecían oficinas en Europa, principalmente en Reino Unido.

Actualmente, tanto los avances tecnológicos como el favorable panorama financiero y económico, permiten augurar que el talento de los emprendedores constituya uno de los pilares fundamentales de la innovación en un mundo globalizado y en sistemas económicos que buscan la deslocalización. Como se dijo en la introducción, las pequeñas y medianas empresas son el principal agente económico y para fomentar la actividad emprendedora, el sector público ha de ayudar al desarrollo de las mismas. Con estas ayudas además del crecimiento de la economía, se conseguirá reducir la tasa de desempleo, frenar la fuga de jóvenes con cualificación profesional y aumentar la generación de valor y el bienestar social.

Tal y como recoge el periódico digital *El Confidencial* en un reciente artículo (2015), existe en Estados Unidos una preocupación sobre el posible estallido de una nueva burbuja como ocurrió en el año 2000. Los analistas americanos coinciden en que hay cierta similitud en el panorama actual con el que había antes del estallido de la burbuja de las *dotcom*. Una de las razones que ven es el valor del índice bursátil de las compañías tecnológicas, el Nasdaq, que está cercano al de aquella fecha. Aducen la alta valoración que se hace de las startups, algunas de las cuales alcanzan una valoración de cifras de mil millones de dólares sin tener ni siquiera beneficios.

2.3. Private Equity vs. Venture Capital

El capital riesgo como lo conocemos en España tiene dos modalidades, el *private equity* y el *venture capital*. Según el portal de Internet *webcapitalriesgo*, el *private equity* también es conocido como capital riesgo en sentido amplio, mientras que el *venture capital* recibe el nombre de capital riesgo en sentido restringido.

Pese a que se puede englobar el *venture capital* dentro del *private equity*, ya que también invierte en el *equity* de compañías privadas, existen una serie de diferencias entre ambos términos que se analizarán a continuación:

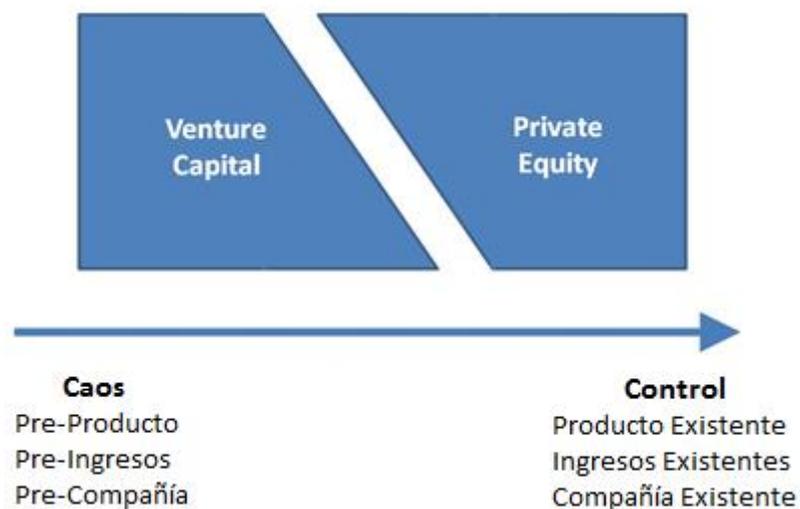
- Tipología de la empresa objetivo: mientras que el *private equity* tiende a centrarse en todas las industrias, el *venture capital* se centra solo en unas cuantas, aquellas con un grado de innovación más alto, como son la biotecnología, las telecomunicaciones, la medicina o los servicios financieros. El *venture capital* está asociado con el grado de avance tecnológico de la industria, mientras que el *private equity* no tanto, ya que invierte en empresas más maduras y desarrolladas.
- Grado de participación en la empresa objetivo: por un lado las empresas de *private equity* suelen adquirir una participación en el target cercana al 100%, por ejemplo mediante *LBOs (Leveraged Buyouts)* o compra apalancada, y por el otro las compañías de *venture capital* suelen tomar una participación inferior al 50% en la compañía en la que invierten. Es decir, el grado de participación en la compañía invertida es mayor en *private equity* que en *venture capital*, ya que en una se busca cierto grado de control y en otra, el apoyo a la compañía pero dejando actuar a la misma sin controlar sus operaciones del día a día.
- Recursos de financiación: las empresas de *venture capital* solo usan *equity* mientras que las de *private equity* pueden usar tanto *equity* como deuda a la hora de invertir (compra apalancada). El *private equity*

aprovecha el efecto del apalancamiento en la búsqueda de un cierto nivel de rentabilidad.

- **Cuantía de la inversión:** el rango de inversión de las firmas de *venture capital* suele ir desde cantidades muy pequeñas hasta los 10 millones, mientras que el de las de *private equity* es mucho mayor, oscilando entre 50 y 150 millones de euros. La cuantía de la inversión está claramente correlacionada con la fase de crecimiento y el tamaño de la empresa objetivo. El valor de una empresa que acaba de recibir fondos en una etapa semilla no será el mismo que el de otra del mismo sector en la etapa de expansión, por ello existe una dependencia del tamaño que tenga y la fase de financiación en la que se encuentre.
- **Tamaño de la empresa objetivo:** las empresas de *private equity* invierten en compañías grandes y maduras, con productos en el mercado y flujos de caja existentes, y las de *venture capital* en *startups* en fases de crecimiento e incluso en fase pre-ventas, sin productos en el mercado.

A continuación podemos ver un gráfico resumen de las diferencias entre los dos vehículos de financiación que engloba el capital riesgo:

Figura 2: Diferencias entre *venture capital* y *private equity*



Fuente: Forbes (2013) y elaboración propia

3. La figura del emprendedor

3.1. Concepto y desarrollo

La idea es el principio de todo, desde el punto de vista del emprendedor. Para conseguir crear una empresa tienen que formularse ideas, las cuales pueden ser emuladas o nuevas. Si la idea es emulada, el emprendedor necesitara una dosis de innovación para mejorar las prestaciones de la ya existente. Mientras que si es novedosa, será vista como una oportunidad de cubrir un segmento del mercado que nadie cubre hasta el momento.

No es nada fácil encontrar una idea sólida y buena, por ello, es importante identificar las necesidades no cubiertas en el mercado e intentar aprovechar ese vacío. Diversos autores coinciden en que para conseguir tener una idea buena y factible para un negocio, hace falta tener experiencia y capacidad de observación del mercado, es decir, detectar las oportunidades existentes.

El peso de la idea en el proceso emprendedor es muy grande y por ello, su gestación debe ser lenta con el fin de analizarla y desarrollarla de la mejor forma posible, para que se convierta de alguna forma en disruptiva e innovadora.

En la actualidad, existen talleres y clubes de emprendedores en los que se organizan reuniones con el fin de realizar una lluvia de ideas (*brainstorming*) y estudiar la viabilidad de las mismas para en el futuro llevarlas a cabo. Existen también ámbitos más informales para temas de *co-working* en ideas y en su desarrollo, ejemplo de ello es la cafetería Sankt Oberholz en Berlín, Alemania. Otro de los principales centros de creación y de desarrollo de ideas son las universidades, principalmente las estadounidenses, donde toma mayor importancia el espíritu emprendedor (Stanford, UC Berkeley, MIT...).

Francisco José González en su libro *Creación de empresas: guía del emprendedor* (2012), recomienda que antes de comenzar a desarrollar la idea, se realice un Plan de Viabilidad de la Idea (PVI) en el que se analice si merece la pena crear la empresa para así continuar el proceso de creación de la empresa. Éste es un documento propio del emprendedor en el que él mismo evalúa las probabilidades de éxito de su producto o servicio en el mercado.

A partir de este plan de viabilidad, el emprendedor decidirá si le conviene seguir con la idea pese a los posibles problemas que se generen, o si por el contrario, es mejor desecharla y reestructurarla hacia otra dirección más factible y oportuna.

Resumiendo, Francisco José González en su libro, establece que este plan básicamente es un chequeo o control que hace el emprendedor sobre la idea que desea llevar a cabo. En este chequeo analizaría puntos como: la existencia de productos semejantes, los recursos necesarios (principalmente financieros), el volumen que absorbería el mercado, los costes de darse a conocer o las utilidades del producto.

Una vez realizado este plan personal de viabilidad de la idea (PVI), el emprendedor debería centrarse en realizar el proyecto empresarial en el que se especifique: la tipología del negocio, los clientes potenciales, las posibles ventajas competitivas, la inversión necesaria, el modo de financiación o la rentabilidad de la operación, entre otros puntos. Es muy importante que el emprendedor dedique tiempo para realizar adecuadamente el proyecto, ya que será en lo que se basará a la hora de presentar su idea ante posibles interesados. Ha de ser un proyecto sostenible y factible, con garantía de éxito y rentabilidad futura.

Pero, es cuando la *startup* recibe los recursos financieros oportunos, cuando más se desarrolla la idea, ya que se dispone de mayor facilidad de maniobra. Otro de los puntos que facilita el desarrollo de la idea más allá de la inversión financiera es el posible apoyo “operativo” que le dé el fondo de capital riesgo, ya que normalmente suelen añadir una capa de gestión y de conocimientos una vez realizada la operación, con el fin de incrementar su actividad y las opciones de éxito futuras.

Dentro del mundo emprendedor el tema de las patentes, relacionado con la innovación que conlleve el producto o servicio, cobra una relevancia significativa. Por ello, en paralelo a la configuración del negocio se debe planificar el patentado de dicho producto o servicio, con el fin de que otras empresas en un futuro no les plagien o se beneficien de su idea.

Como mencionan de los Ríos Sastre, Rodríguez García y Sáenz-Díez Rojas (2015), existe un fenómeno nuevo a la hora de financiar ideas y *startups* como el *crowdfunding* y el *crowdlending*. Ambas son vías de financiación participativa en las cuales, particulares pueden aportar dinero a las empresas con el fin de ayudar a su crecimiento y facilitarles el comienzo de las operaciones necesarias en las fases iniciales de la vida de la empresa.

Existen empresas como Kickstarter o CircleUp que se dedican a realizar actividades de *crowdfunding* y *crowdlending* con el objetivo de financiar diversos proyectos de particulares que no tienen los recursos necesarios para comenzar a desarrollar sus ideas.

3.2. El contacto con la firma de capital riesgo

Una vez que la empresa ha sido creada y ha recibido la primera financiación (capital semilla) de fondos inversores en *startups* de vida muy corta o de inversores ángeles (familia, amigos, conocidos, particulares, etc.), el emprendedor trata de buscar otro tipo de financiación más firme para poder hacer crecer su negocio.

Generalmente es el emprendedor el que contacta con las empresas de capital riesgo en busca de su inversión. Son varias las formas en las que el emprendedor puede llegar a contactar con las empresas de capital riesgo, como: concursos o foros de emprendedores, redes sociales (LinkedIn), llamada telefónica, correo electrónico, *networking* o contactos...

Una vez en contacto, la empresa de capital riesgo comienza a estudiar y a analizar la *startup* y su trayectoria en el mercado en caso de que exista. Si el análisis es positivo y se genera interés en una futura inversión, se suele convocar al emprendedor o a los socios de la *startup* para entrevistarles con el fin de que presenten su empresa y sus previsiones de cara al futuro. Es ahí, cuando el emprendedor muestra su proyecto empresarial, del que se habló con anterioridad. Como establece Andrew Sherman en el capítulo nueve de su libro *Raising Capital* (2005), el emprendedor debe acudir a esta reunión con los deberes hechos, es decir, debe tener detallado un plan estratégico y de negocio, un *networking* efectivo y acotar el número de fondos candidatos a la inversión.

Por otro lado, el especialista en la industria Bill Snow en su guía para emprendedores *Venture Capital 101: An Extremely Valuable Entrepreneurial Resource* (2010), establece que el emprendedor debe llevar a la presentación con la firma de capital riesgo los siguientes documentos: plan de negocio completo, cuentas anuales históricas y proyectadas para los próximos 5 años (mensualmente los dos años siguientes), referencias de clientes, y un resumen ejecutivo de la compañía.

Tras la reunión, se suelen analizar los aspectos financieros de la compañía, y la operativa de la misma. Frecuentemente, los equipos de las empresas de capital riesgo involucrados en la operación, pasan algún día en las oficinas de la *startup* para comprobar cómo se trabaja y cuáles son los métodos que se emplean.

Si la reunión y las siguientes etapas fueron positivas y se quiere proceder a la realización de la inversión, el fondo de capital riesgo analizará las cuentas y el estado de la compañía objetivo con el fin de determinar la cantidad a invertir y el múltiplo que se desea obtener en una futura desinversión.

3.3. El objetivo final

Todos los pasos que da el emprendedor desde la gestación de su idea, pasando por las rondas de financiación y el desarrollo y crecimiento de la empresa, tienen un objetivo, y es, conseguir vender la empresa al mayor postor en el momento más idóneo, o llevarla a un mercado público a través de una Oferta Pública de Venta (OPV).

El emprendedor tiene que tener claro que si su empresa tiene éxito y comienza a ser apoyada cada vez por más *stakeholders* (fondos, clientes...), acabará siendo comprada por otra empresa por una importante cantidad de dinero o saldrá a bolsa a través de una Oferta Pública de Venta. El objetivo final del emprendedor es conseguir vender su idea por la mayor cantidad de dinero posible y verse recompensado por su idea y su progresivo desarrollo.

3.4. Rondas de financiación

En la industria del capital riesgo cada vez que una empresa consigue recursos financieros de los inversores, ya sean uno o varios, recibe el nombre de ronda de financiación.

Normalmente es el emprendedor el que contacta a posibles inversores interesados trasladándoles la idea de que están preparando una ronda de financiación. Cada ronda de financiación está liderada por un grupo inversor (inversor líder) que suele ser el que mayor cantidad de dinero invierte y que se encarga de formalizar la ronda y de contactar con otros inversores potenciales.

La terminología usada para catalogar las rondas de financiación se originó en Estados Unidos y se clasifica de la siguiente forma:

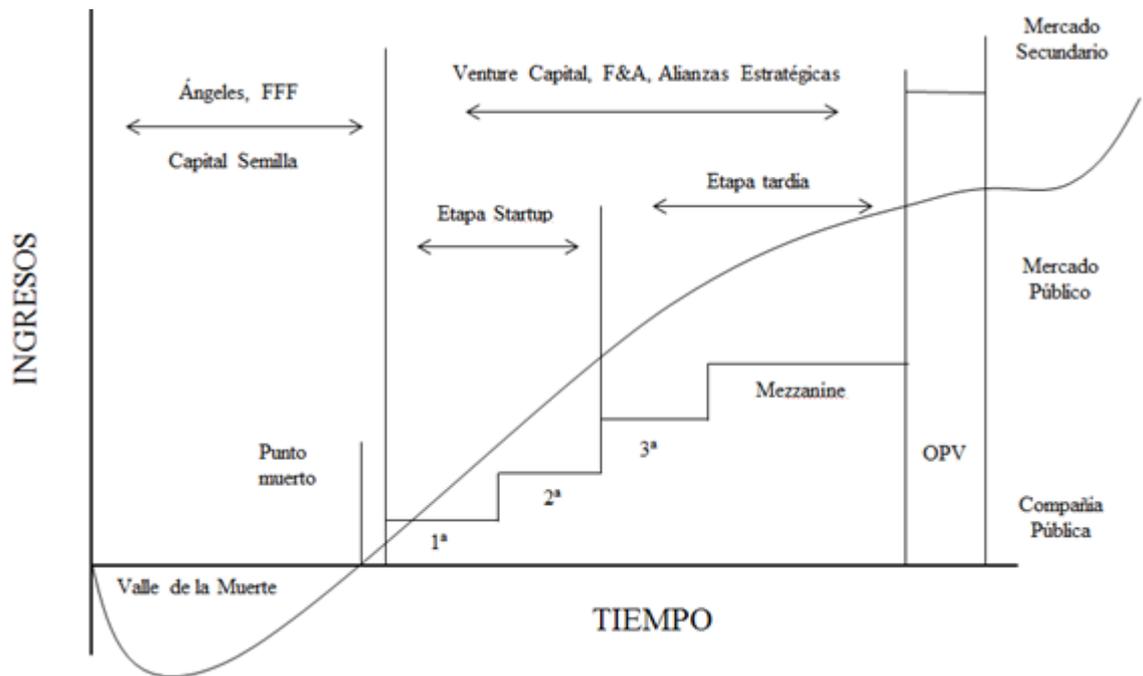
- Etapa semilla (*seed stage*): es la aportación inicial que se hace en la empresa al poco de crearse. Las empresas que son financiadas con capital semilla todavía se encuentran definiendo su idea de producto o servicio y acaban de nacer. El capital que reciben lo suelen destinar a la investigación de mercados o al desarrollo del producto o servicio que tienen como idea. Obviamente, el capital semilla es de inferior cantidad que los de las siguientes rondas.

Los inversores de este tipo de rondas suelen ser *angels investors* y fondos inversores en empresas de muy corta vida. Los inversores ángeles son particulares que financian a empresas recién creadas con dinero propio, y pueden ser: familiares, amigos, contactos o simplemente inversores con poca aversión al riesgo.

- Etapa *startup*: en esta etapa de financiación la empresa generalmente sigue con la gestación de su producto aunque algunas podrían haber conseguido desarrollarlo y obtener algún ingreso. Esta ronda de financiación se destina para continuar con el desarrollo del producto y para llevar a cabo las primeras acciones de marketing. Esta etapa también recibe el nombre de “Series A”, ya que es la primera serie de financiación de cierta cantidad monetaria.
- Etapa de crecimiento (*growth stage*): en esta etapa la empresa ya ha probado sus productos en el mercado y comprobado su atracción en el mismo. Los fondos son destinados a conseguir un mayor desarrollo de las cualidades del producto y buscan incrementar la participación de la empresa en el mercado, es decir, la firma participada busca aumentar su cuota de mercado. Esta es la etapa de financiación en la que se concentra un mayor número de inversores y por lo tanto en la que las empresas consiguen más dinero de sus interesados. El rango de inversión en esta fase está situado entre 5 y 20 millones de dólares por inversor.
- Etapa tardía (*late stage*): en esta etapa de la financiación, las *startups* son ya relativamente maduras y obtienen rentabilidad con las operaciones que llevan a cabo. Esta etapa ocurre cuando la empresa lleva comercializando los productos o servicios más de tres años y sus ventas han demostrado un crecimiento progresivo. En esta ronda de financiación cada inversor suele poner en la empresa más de 10 millones de dólares.
- Etapa de recompra o recapitalización: en esta etapa suelen aparecer empresas que deciden apostar por la empresa fuertemente con grandes cantidades de capital con el objetivo de hacerse con el control de la misma. Para las empresas de capital riesgo que invirtieron en alguna de las fases anteriores, sería una etapa de desinversión, ya que saldrán del *equity* de la compañía bien por una adquisición o por una Oferta Pública de Venta (OPV).

En esta última etapa son los fondos de *private equity* los que acaparan el protagonismo, en vez de los fondos de *venture capital*, más presentes en las etapas anteriores.

Figura 3: Curva Relación Ingresos – Tiempo Empresas



Fuente: Cardullo, Mario (1999) y elaboración propia

Nota 1: en Estados Unidos principalmente, cada ronda de financiación recibe un nombre en correlación con el alfabeto. Así pues, tras la ronda semilla (*seed round*), la empresa conseguirá dinero en una ronda llamada Series A, la siguiente se llamará Series B y la posterior Series C, y así en adelante.

Nota 2: cada vez que un fondo de capital riesgo invierte en una *startup* se firma un documento llamado *Term Sheet* en el que se establecen una serie de circunstancias y condiciones contractuales entre las partes (ronda y tipo de financiación, derechos o privilegios de la inversora, participación en el consejo, dividendos, tipo de acciones...).

4. La firma de Capital Riesgo

4.1. Principios de actuación y objetivos

Como se explicó con anterioridad, las firmas de capital riesgo son sociedades inversoras que tratan de financiar de forma temporal (medio-largo plazo) pequeñas y medianas empresas con cierto grado de riesgo, un riesgo que queda fuera del interés de las entidades de crédito.

Debido a que su objetivo final es la obtención de una plusvalía en la operación, la firma de capital riesgo apoya a la empresa invertida en el desarrollo de su idea o producto para conseguir un crecimiento que, en el futuro pueda ofrecer opciones de desinversión óptimas para las partes. Este apoyo se transforma en el ofrecimiento de un valor añadido para la empresa participada a través de distintas formas como la participación en el Consejo de Administración, asesoramiento en la toma de decisiones y en la gestión, aportando conocimientos y proporcionando contactos o incluso empleados.

Las firmas de capital riesgo suelen invertir en sectores con cierto nivel de innovación y crecimiento tecnológico, ya que en ellos se encuentra un importante número de empresas en desarrollo, con necesidad de financiación y con altas expectativas de crecimiento (con su correspondiente nivel medio-alto de riesgo).

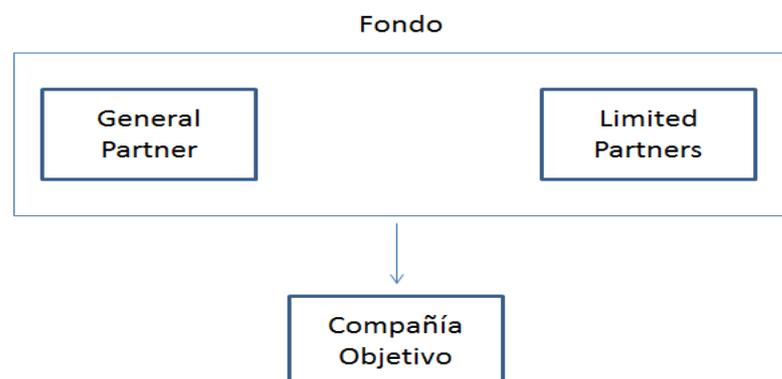
La situación financiera y bancaria concretamente, ha hecho que la industria de capital riesgo crezca y tenga una mayor relevancia en la actualidad. Este creciente protagonismo está influenciado por los problemas de las pequeñas y medianas empresas para acceder a créditos bancarios (alto nivel de riesgo) y las condiciones de los mismos (tipos de interés, cláusulas...). Además, las empresas de capital riesgo no solo otorgan capacidad financiera a las empresas invertidas sino que también pueden ayudar en su crecimiento aportando conocimientos, experiencia, facilidades, mejoras...

El exhaustivo análisis que realizan las firmas de capital riesgo mediante la investigación de mercados tiene como objetivo conseguir que la *startup* seleccionada tenga unas buenas expectativas de crecimiento: desinversión a medio plazo, vía Oferta Inicia Pública u operación de F&A, o que le pueda aportar de alguna forma know-how a la propia compañía inversora (integración).

En cuanto a la estructura de los fondos, están dirigidos normalmente por una empresa que los gestiona e invierte los recursos financieros recaudados y que recibe el nombre de *General Partner* (GP), mientras que los inversores en el propio fondo se denominan *Limited partners* (LPs). Los profesionales que gestionan e invierten el dinero del fondo reciben unos honorarios de gestión del mismo conocidos como *management fees* y un porcentaje de participación en los beneficios llamado *carried interest*.

Así pues, el *General Partner* del fondo recibe normalmente un porcentaje anual por su gestión (*management fee*) en torno al 2% del volumen del fondo gestionado, y por otro lado un porcentaje de las plusvalías generadas en las desinversiones (*carried interest*), que suele ser el 20% de las plusvalías totales del fondo. El *General Partner* es el que establece el objetivo del fondo y el que posee la experiencia necesaria para gestionar los recursos. Es posible que sus integrantes inviertan dinero propio en el fondo junto con los *Limited Partners*.

Figura 4: Composición del Fondo de Capital Riesgo



Fuente: Elaboración propia

En cuanto al horizonte temporal de los fondos, generalmente suelen estar activos 10 años desde que se cierra la fase de captación (*fundraising*) y se comienza a invertir. El año en el que el fondo realiza su primera inversión se denomina *vintage year* y marca el comienzo de la vida realmente activa del mismo.

4.2. El ciclo del capital riesgo

El ciclo de una empresa de capital riesgo y su actividad con los fondos que gestiona se podría reducir a tres fases: captación de fondos, inversión de los mismos y desinversión.

- Captación de los fondos: toda empresa de capital riesgo necesita financiación ya sea de sus socios fundadores, de empresas externas (fondos, bancos, instituciones públicas) o de inversores particulares. Estos inversores reciben, como se explicó con anterioridad, el nombre de *limited partners*.

En esta fase la empresa define distintos aspectos de su actividad como: el tipo de inversores potenciales, cantidad máxima y mínima de inversión, la forma jurídica para la gestión del dinero o las condiciones de participación y de una futura desinversión. Cada fondo tiene su especialización, ya sea por sectores, por países o por fase de crecimiento de la compañía objetivo, y los inversores atendiendo a sus intenciones de participación en los mismos y su perfil de riesgo, deciden mover su dinero a unos determinados fondos o a otros.

Normalmente, la figura del inversor en fondos de capital riesgo es pasiva, ya que aporta el dinero estipulado y ve cómo la compañía gestiona el fondo e invierte en los proyectos en los que se especializa.

Se suelen fijar unas cláusulas de protección, denominadas *covenants* entre los inversores y la firma de capital riesgo para acordar los aspectos de control y la relación entre ambas partes. Estos *covenants* establecen por ejemplo, la vida del fondo, restricciones de inversión debido a la existencia de otro fondo propio, el esquema de reparto de plusvalías en una futura desinversión, fijación de los porcentajes de comisión que se queda la compañía, límites en la reinversión de beneficios o el uso de la deuda en las inversiones, etc.

Generalmente, la captación de recursos financieros para una empresa de capital riesgo es más sencilla cuando la misma tiene algún fondo en funcionamiento o posee un historial previo de captación e inversión favorable.

Cada empresa suele establecer un rango de captación para cada fondo (*target amount*) con el objetivo de cumplirlo para así invertir con suficientes recursos financieros.

La captación de recursos financieros (*fundraising*) es una función de los siguientes elementos: desempeño de fondos anteriores (desinversiones, rentabilidades, número de fondos, dinero recaudado...), experiencia de los gestores, entorno regulatorio, contactos de la firma, objetivos de inversión, estructura de tipos de interés o situación de los mercados públicos, entre otros.

Esta etapa puede durar desde meses hasta años, dependiendo del tamaño del fondo y del rango de inversión permitido.

- La inversión de los fondos captados: una vez reunidos los recursos financieros necesarios para comenzar la actividad del fondo, la empresa comienza a investigar el mercado y a evaluar posibilidades de inversión en los campos en los que está interesada y especializada.

La empresa identifica en el mercado un determinado número de proyectos interesantes (*deal flow*) a través de distintas vías como las siguientes: reuniones con emprendedores, contactos en la industria, foros, redes sociales (cada vez mayor importancia, especialmente LinkedIn) o de intermediarios, entre otros. Es muy frecuente que sea la *startup* o el emprendedor el que contacte con la empresa de capital riesgo en busca de financiación que le ayude a desarrollar su negocio.

A la hora de buscar las posibilidades de inversión la empresa se guía por sus intereses y por una serie de criterios como la localización, el tamaño del target, el historial de sus socios emprendedores, el potencial de crecimiento o los rangos de inversión (inversión mínima y máxima). Seleccionados los posibles proyectos de inversión tras la aplicación de filtros como los anteriores, la entidad de capital riesgo comienza a evaluar mejor los planes de negocio e información relevante de los proyectos.

Según Fried y Hisrich (1994), la primera fase de evaluación de la entidad de capital riesgo ocurre cuando la firma comienza a contactar y entablar relaciones con la compañía objetivo. Algunas de las acciones que realiza son: reuniones con los socios fundadores, visita a las oficinas (*headquarters*) u obtención de referencias (auditores, bancos, clientes, proveedores). En esta fase de la inversión, la empresa decide la viabilidad y si la opción es interesante y factible.

Estos dos autores en su obra *Toward a model of venture capital investment decision making* (1994), explican que en la segunda fase de evaluación, el análisis sobre la empresa objetivo, se amplía y se realiza para identificar cuáles son las desventajas y los impedimentos que podrían aparecer a la hora de formalizar la operación y las alternativas para superarlos. Para estos dos economistas, la fase final sería el cierre de la evaluación y en la misma se ultimarían los detalles de la operación y los aspectos legales. En su estudio empírico, establecieron que el tiempo medio que hay desde que se inicia el estudio de una inversión y hasta que se entregan los fondos a la empresa objetivo, es de 97 días aproximadamente.

Uno de los principales problemas a la hora de realizar la inversión, es la valoración de la empresa objetivo. Es complicado debido a que son empresas que no cotizan en mercados regulados y por ello, no hay ninguna referencia sobre el valor del negocio y han de usar sus propias técnicas para estimarlo.

Además, las compañías deben decidir el modelo de planificación financiera que van a seguir, es decir, cuáles van a ser las fuentes de financiación usadas para financiar a la empresa objetivo. Se pueden usar instrumentos financieros de recursos propios, de deuda o una combinación de los mismos, aunque en *venture capital* se tiende a usar principalmente los recursos propios.

El paso previo a la entrega de los recursos financieros a la empresa target, es un proceso denominado *due diligence* en el que la firma de capital riesgo realiza una investigación a fondo a cerca de elementos del balance de la empresa (estado del activo y del pasivo), perspectivas de futuro o su área de actividad. El principal objetivo de la fase de *due diligence* es recopilar toda la información necesaria para fijar de forma apropiada el precio de la operación de inversión.

Todas las condiciones y limitaciones que existirán una vez que se llegue a un acuerdo se recogerán en lo que se conoce como *Term Sheet*. En ella se especificarán las empresas participantes en el acuerdo, la cantidad que se otorga, el precio por acción, y otras condiciones (ronda de financiación, dividendos, preferencias de liquidación, tipo de acción seleccionada...).

- **Desinversión:** es la fase del ciclo de una inversión de capital riesgo en la cual el fondo o empresa sale del capital de la empresa invertida. Esta modalidad de negocio lleva consigo muchos riesgos por lo que en determinados momentos de las inversiones algunos inversores deciden salir de las empresas por diversos motivos (estratégicos, financieros...).

Los principales medios por los que una firma de capital riesgo sale de una empresa en la que invirtió son:

- Oferta pública de venta (OPV)
- Proceso de fusión o adquisición de la compañía objetivo con otra
- Venta a otro fondo de capital riesgo
- Venta a inversores privados
- Recompra por parte de los socios fundadores

4.3. La actitud en la inversión

Una vez que la firma de capital riesgo ha invertido en la compañía objetivo (*portfolio company*) y la tiene dentro de su cartera, ha de decidir de qué forma va a seguir la toma de decisiones de la compañía y si va a participar en ellas. La empresa inversora puede comportarse de dos formas distintas después de la inversión: activa o pasivamente.

Si la compañía decide actuar de forma activa significa que trabajará ayudando de manera continuada (*hands – on*) a la empresa invertida para así conseguir desarrollarla. Puede ayudarla bien enviando trabajadores a la misma durante un periodo, entrando en el Consejo de Administración, aportando conocimientos y contactos, o bien integrándola en su negocio, con el fin de aportar ideas que estimulen el crecimiento de la compañía.

Por otro lado está la actitud pasiva de gestión, en la cual, la empresa inversora simplemente da unos recursos financieros a una compañía y se limita a acudir a las reuniones programadas, sin intervenir en el día a día de las operaciones de la empresa invertida y no se involucra apenas en la toma de decisiones.

Mientras que en la activa los managers de la firma de capital riesgo usan a personas de su equipo para trabajar en el desarrollo de la empresa invertida, en la pasiva, toman un rol de asesor pero sin intervenir en las operaciones de la empresa frecuentemente. Actuando de forma activa después de la inversión, el valor añadido a la empresa participada es mayor que de forma pasiva.

Con una inversión activa la empresa inversora consigue eliminar mejor los posibles problemas de agencia y los problemas morales que se pudieran generar (Knockaert y Right, 2008). Además de ayudar a proteger los intereses de la firma de capital riesgo, aminora los problemas de información asimétrica y añade un mayor valor a la compañía participada (Sahlman, 1990).

5. La industria del capital riesgo en Estados Unidos

5.1. Motivos del dominio

Como se explicó con anterioridad en el apartado de la actualidad de la industria, Estados Unidos es la primera potencia mundial en la industria del capital riesgo. Es el líder tanto en número de acuerdos cerrados como en inversión total.

El dominio de Estados Unidos en la industria del capital riesgo mundial está claramente influenciado por el poderío económico que tiene, ya que es el país con mayor Producto Interior Bruto (PIB) del mundo. Está marcado también por la importancia que tiene el Silicon Valley, California, principal zona de emprendedores y firmas de capital riesgo a nivel mundial. Correlacionado con este último punto está el espíritu emprendedor existente en las universidades (Stanford o UC Berkeley) localizadas en el área de San Francisco y zona de influencia del Silicon Valley, en las cuales se fomenta enormemente la actividad emprendedora.

Pese a ello, los principales motivos de esta supremacía de Estados Unidos en la industria son de tipo económico, ya que existe una mayor asunción de riesgos que en otros lugares como Europa, tanto a nivel emprendedor como a nivel inversor, lo cual estimula el uso del capital riesgo como recurso financiero. Otro de los puntos a destacar es que la rentabilidad media a 10 años de la industria es del 26% frente al 6,3% en Europa (Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, 2007). También influye el hecho de que existen más capitales y que las empresas tienen mayor potencia financiera, lo cual facilita que inviertan y desarrollen la economía.

Además, las Administraciones Públicas impulsan la actividad emprendedora mediante la creación de fondos públicos inversores en la industria y mediante la concesión de ayudas al emprendedor con el fin de facilitar el desarrollo de su negocio.

Otro de los factores que influye en esta tendencia es el grado tecnológico del país y de innovación de sus empresas, considerablemente mayor que en otros lugares. Las *startups* necesitan cierto grado de innovación y tecnología y en sitios como Estados Unidos lo tienen más al alcance.

Una de las tendencias que se ha seguido en los últimos años en Europa y principalmente en España ha sido el desembarco de numerosos emprendedores en Estados Unidos con el fin de tener más a mano los recursos que necesitan. Estos recursos no son solamente financieros sino también tecnológicos y de gestión. Según explican los propios emprendedores, estar en el Silicon Valley te otorga una mayor visibilidad, te facilita conocer cómo funciona el ecosistema emprendedor y te da una mayor perspectiva del potencial de la empresa (El Confidencial, 2015).

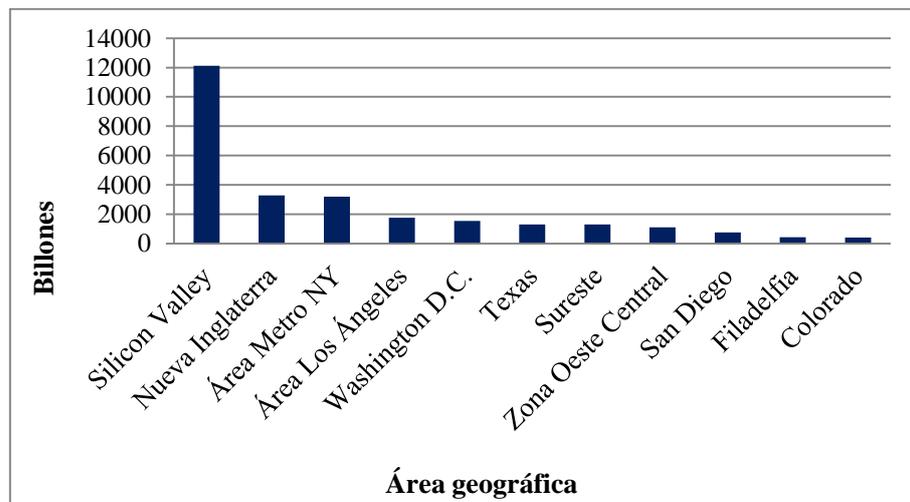
5.2. Cifras y análisis

De acuerdo con el informe “Global venture capital insights and trends” de la multinacional Ernest & Young (2014), Estados Unidos continúa siendo la potencia número uno en la industria de capital riesgo. El informe muestra que la inversión en 2013 fue de 33,1 billones de dólares, lo que representó un 68,2% del porcentaje de actividad global. Tras la bajada en financiación de *startups* en 2012, en 2013 la industria se recuperó y volvió a estar cerca de los valores más altos (2011). De 2011 a 2013, se invirtieron más de 100 billones de dólares.

La zona de mayor potencia dentro del país continúa siendo la de la Bahía de San Francisco (California), aunque empieza a tener mayor importancia el área de Nueva York, donde se han creado muchas *startups* en los últimos años. El dominio de la zona de San Francisco en la industria del capital riesgo es debido principalmente a dos factores: el Silicon Valley y su extensa red de emprendedores y *startups*, y la gran cantidad de fondos que se han creado y establecido en la ciudad, con el fin de estar cerca de las empresas objetivo.

En el siguiente gráfico realizado por la consultora PwC y la asociación nacional americana de capital riesgo (*National Venture Capital Association*) se pueden ver las principales áreas de inversión de capital riesgo en Estados Unidos durante el año 2014.

Figura 5: Billones invertidos en la industria en EE.UU. por región



Fuente: PwC & NCVA (2014) y elaboración propia

5.3. Principales participantes

Estados Unidos se caracteriza aparte de por ser la primera potencia en la industria, por tener las principales empresas de capital riesgo mundiales. Algunas de estas empresas son las siguientes:

- Andreessen Horowitz
- Kleiner Perkins Caufield & Byers
- Sequoia Capital
- Accel Partners
- SV Angel

Estas empresas son inversoras en diversos sectores y organizan a sus equipos internos por los sectores en los que se especializan, siendo biotecnología, software, tecnología de la información, y seguridad o almacenamiento en la nube los principales sectores. La mayoría nacieron en las décadas de los setenta y los ochenta cuando comenzó a tener cierta relevancia el capital riesgo como forma de financiación.

La tendencia de los grandes *players* de la industria del capital riesgo norteamericana es invertir también en compañías de otras zonas, principalmente Europa y Latinoamérica, donde se han creado un gran número de startups en los últimos años.

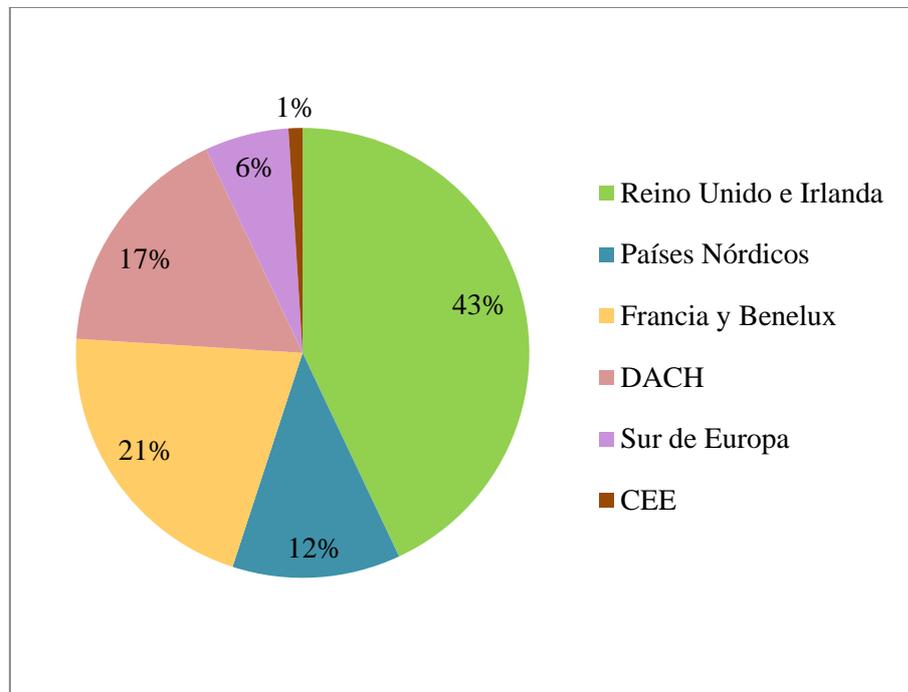
Según un estudio de la *National Venture Capital Association* (NVCA) en 2014, la confianza de los inversores a nivel global ha crecido en países como Estados Unidos, Canadá o Israel, mientras que en China, India o Brasil, considerados como países emergentes en la industria, ha caído.

6. La industria del capital riesgo en Europa

6.1. Actualidad y zonas de influencia

Tras Estados Unidos, Europa es la segunda mayor potencia en términos geográficos en la industria de capital riesgo, representando un 15% de la actividad global en el año 2013 (EY 2014). De acuerdo con el informe anual de la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA) (2014), dentro del continente europeo tienen especial influencia tres bloques, el conocido como *UKI*, formado por Reino Unido e Irlanda, el denominado *DACH*, formado por Alemania, Austria, Suiza, y el formado por Francia y el Benelux. En el siguiente gráfico se puede ver el peso de los mismos en la industria:

Figura 6: Distribución de la inversión en capital riesgo en Europa (2013)



Fuente: EVCA & PEREP Analytics (2014) y elaboración propia

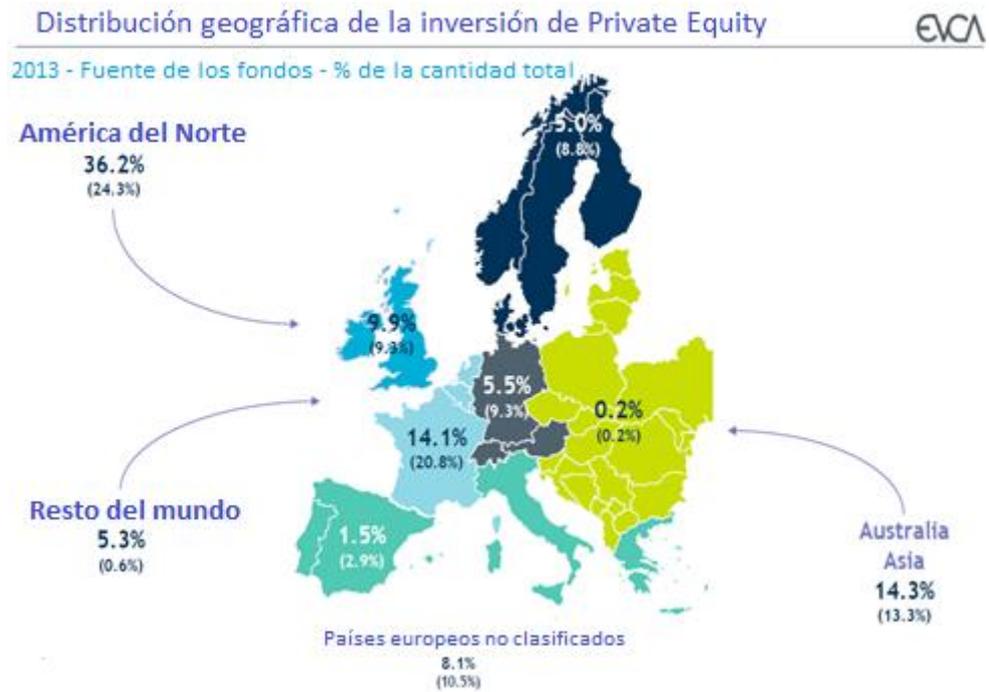
En los tres bloques geográficos mencionados con anterioridad, resalta el formado por Reino Unido e Irlanda (UKI) que representa un 43% de la inversión europea en la industria. Este porcentaje es especialmente grande debido a que las dos principales ciudades del área geográfica, Dublín y Londres, son el centro emprendedor de Europa.

El gobierno de Reino Unido ha tenido mucho que ver en el despunte del capital riesgo en la zona debido a que ha contribuido con ayudas de tipo financiero y mediante la creación de instituciones públicas inversoras. En la actualidad, muchas empresas de capital riesgo mundiales, están empezando a “mudarse” a Europa, principalmente a Londres, sabiendo que es allí donde mayor número de emprendedores y *startups* aparecen año a año y que existen numerosas oportunidades de inversión en la zona.

Es necesario también resaltar que no toda la inversión en las empresas europeas (*private equity* y *venture capital*), proviene de la misma zona, sino que hasta un 36,2% de los fondos son norteamericanos (Estados Unidos y Canadá). Llama la atención como de un año para otro, ese porcentaje de inversión norteamericana en Europa ha crecido aproximadamente un 12% (EVCA 2014). Las empresas de capital riesgo americanas saben que ya no solo Estados Unidos es una zona de influencia importante, sino que en Europa cada vez aparecen más *startups* con ideas disruptivas y posibilidades de éxito.

En el siguiente gráfico elaborado por la *European Venture Capital Association* (EVCA) (2014) se puede ver de dónde proviene la financiación que usan las firmas europeas:

Figura 7: Procedencia de los fondos invertidos en Europa en Private Equity



Fuente: EVCA & PEREP Analytics (2014) y elaboración propia

En Europa opera la *European Venture Capital Association* (EVCA), homóloga de la *National Venture Capital Association* (NVCA) estadounidense, como organismo reconocido dentro de la industria. Al igual que la NVCA, la EVCA tiene las mismas funciones: recoger la información de los acuerdos en inversiones realizadas y plasmarla en informes anuales públicos en los que se explican los detalles de las operaciones.

6.2. El capital riesgo en España

El capital riesgo en España no tiene tanto peso como puede tener en otros países europeos pero comienzan a aparecer poco a poco más *startups* y fondos de inversión de esta naturaleza.

El órgano que rige y se encarga de elaborar los informes y estadísticas en España, así como fomentar la inversión en la industria, es la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), nacida en 1986. Según la propia asociación, en nuestro país existen 201 firmas de capital riesgo, frente a las 196 del año anterior, de las cuales, 121 son nacionales (104 privadas y 17 públicas).

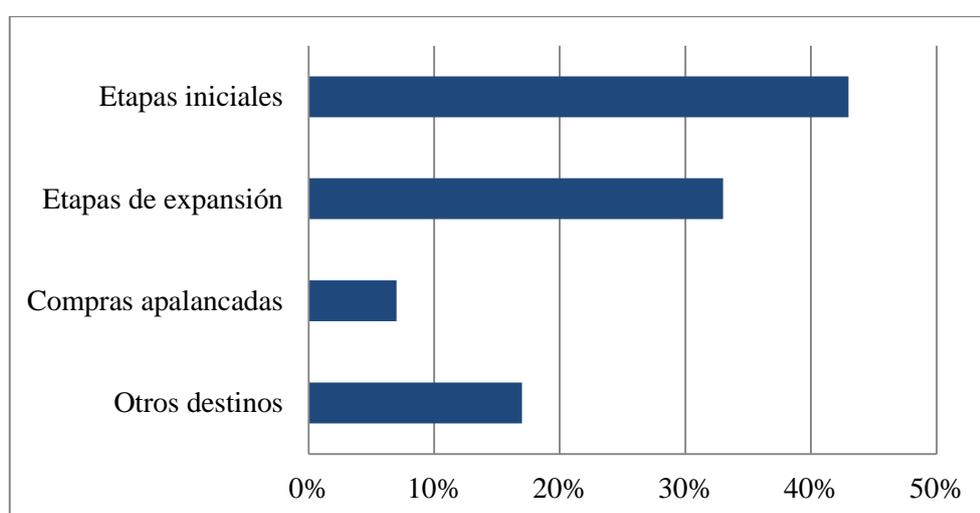
De acuerdo con el anuario elaborado en el año 2014 por la ASCRI, en 2013 el volumen de inversión de la industria en España se redujo en un 7,5% con respecto al año previo. En 2013 se realizaron un total de 543 operaciones y se invirtieron alrededor de 2.350 millones de euros, pero hay que resaltar que los fondos internacionales fueron responsables del 70% del volumen invertido, lo cual es una buena noticia porque existe un importante flujo de capitales del exterior y una mala, ya que las firmas españolas no tienen demasiado peso en la industria a la hora de invertir.

En cuanto a la captación de fondos, se ha incrementado en torno a un 11% de 2012 a 2013, año en el que se captaron 2.274 millones de euros. Pese a este incremento, hay que resaltar la importancia de la captación internacional, ya que solo 630 millones de euros fueron captados de forma doméstica.

El informe anual realizado por la ASCRI explica que de los 24.776 millones de euros en fondos españoles, más de la mitad, un 61,8%, son de origen externo, seguidos de lejos por las Instituciones Financieras, con un 11,7% de los fondos totales.

Si analizamos cómo invirtieron en 2013 las empresas de capital riesgo privadas españolas sus fondos, vemos una clara tendencia hacia la inversión en las fases iniciales (43%) (etapa semilla y etapa *startup*) y en la de expansión (33%). Como contrapartida, las operaciones de *private equity* como las compras apalancadas o *LBOs* en empresas más maduras tuvieron menor peso (7%) en el reparto de las inversiones. En el siguiente gráfico se observa la diferencia existente:

Figura 10: Destino de los fondos privados españoles de Capital Riesgo



Fuente: ASCRI (2014 y elaboración propia)

Es indudable que una industria como la del capital riesgo necesita el apoyo del sector público ya sea mediante la creación de fondos de inversión o mediante ayudas de tipo fiscal o legal. En 2013, el ICO (Instituto de Crédito Oficial) creó un vehículo de capital riesgo para ayudar en la industria con un presupuesto de 1.200 millones de euros. Esta propuesta recibió el nombre de “FOND-ICO Global” y no es propiamente un fondo común, es un fondo de fondos, es decir, es un fondo público que invierte en otros fondos de tipo privado.

De acuerdo con la página web oficial del fondo, el principal objetivo de este proyecto del Instituto de Crédito Oficial (ICO) es promover la creación de fondos de naturaleza privada para que inviertan en compañías españolas en cualquiera que sea su fase de desarrollo.

Este tipo de iniciativa era demandada por la industria debido a las dificultades que había tanto para la captación de dinero (*fundraising*) por parte de los fondos privados como para la inversión en empresas en crecimiento.

Además, la industria recibió un estímulo por parte de las Autoridades el año pasado cuando se aprobó en el Congreso de los Diputados la nueva “Ley de Entidades de Capital Riesgo” con el fin de facilitar y favorecer la financiación de empresas medianas y pequeñas y reducir el excesivo peso que tienen los bancos a la hora de financiar compañías (Expansión, 2014).

7. El capital riesgo corporativo (CRC)

En la actualidad son muchas las empresas que debido a la crisis financiera y a la necesidad que tienen de innovar y experimentar cosas nuevas para fortalecer su posición en el mercado, deciden crear divisiones o filiales dedicadas al capital riesgo. Esto es lo que se conoce como capital riesgo corporativo (CRC).

Esta rama del capital riesgo consiste en que las empresas, principalmente multinacionales de primera línea, mediante estos vehículos de financiación aportan recursos financieros a *startups* de su sector con diversos fines como: la extracción del know-how, obtención de plusvalías o incluso la integración de la empresa objetivo en su propio negocio, con el fin de que ambas crezcan y se desarrollen.

Las firmas de capital riesgo buscan fuentes de innovación más rápidas, baratas y mejores que sus divisiones de investigación y desarrollo (I+D) que normalmente suelen funcionar de forma ineficiente (The Economist, 2014). Algunos sectores como el farmacéutico, el tecnológico y el de las telecomunicaciones pueden sacar partido de este vehículo corporativo de financiación debido a que sus divisiones internas de innovación suelen ser lentas y conllevan muchos costes de capital sin garantía de éxito futuro (Entrepreneur, 2014). El capital riesgo corporativo otorga una oportunidad de innovación sin tener que incurrir en un nivel de riesgo muy alto y en costes desproporcionados de innovación (Entrepreneur, 2014)

El capital riesgo corporativo permite a las *startups* recibir mayores cantidades de financiación que de otros fondos de manera individual y les aporta otras ventajas como: nuevos expertos y equipos para desarrollar productos y tomar decisiones estratégicas, trasvase de contactos, mejora de la gestión tanto interna como externa y aprovechamiento de oportunidades de negocio.

Según Global Corporate Venturing (2014) en la actualidad existen más de 1100 fondos de capital riesgo corporativo y en los últimos cuatro años se han creado aproximadamente 500.

Este modelo de negocio lo llevan a cabo principalmente empresas tecnológicas y bancos. Algunas de las empresas más importantes que están usando vehículos de capital riesgo son Citi (Citi Ventures), Intel (Intel Capital), General Electric (General Electric Ventures), Samsung (Samsung Venture Investment) o BP (BP Ventures).

Aunque quizás la que mayor relevancia e impacto tenga en los medios en la actualidad sea la división inversora de Google, Google Ventures, nacida en 2009 con un presupuesto de 100 millones de dólares y que en la actualidad tiene bajo dominio 1.5 billones de dólares. En julio del año pasado extendieron su negocio norteamericano a Europa con un fondo de 100 millones de dólares destinado a la inversión en *startups* europeas. Google Ventures invierte en *startups* en fases iniciales o de crecimiento dedicadas a Internet, biotecnología, medicina, software y hardware. Este es otro paso que da el gigante Google para diversificar su negocio como ya hizo creando otras líneas aparte del buscador (correo, compras online, mapas...).

El capital riesgo corporativo no es solo una tendencia que se esté siguiendo en Estados Unidos, también en España se están creando divisiones inversoras con los fines explicados con anterioridad. Así pues, algunas de las empresas españolas que disponen de fondos inversores son las siguientes:

- laCaixa: creó Caixa Capital Risc, un fondo que gestiona 144 millones de euros de presupuesto, destinados a invertir en la fase de semilla y a acompañar a las empresas en sus siguientes etapas de crecimiento (Series A y B). Caixa Capital Risc invierte en los siguientes sectores: salud, tecnologías digitales, tecnología industrial y softwares. Está localizada en Barcelona e invierte principalmente en compañías españolas.

- BBVA: en 2011 puso en marcha su proyecto de capital riesgo corporativo creando una división inversora bajo el nombre de BBVA Ventures, englobado en el área de Banca Digital. El presupuesto del fondo es de 100 millones de dólares y su objetivo de inversión son empresas del sector *FinTech* (tecnología aplicada a los servicios financieros) en sus primeras etapas de desarrollo. Está localizado en San Francisco, California, debido a la proximidad con el Silicon Valley y a las facilidades que ofrece la zona para el desarrollo del fondo.

- Banco Santander: en el año 2014 creó su propio fondo de capital riesgo con un presupuesto de 100 millones de dólares. Al igual que BBVA Ventures, el fondo fue creado para invertir en FinTech. Su oficina principal está situada en Londres, Reino Unido pero invierte a nivel global. Aparte de este fondo, el Banco Santander tiene una división de Private Equity localizada en Madrid.

- Iberdrola: en el año 2008 puso en funcionamiento su programa de capital riesgo bajo la denominación de Iberdrola Ventures – PERSEO. El fondo tiene un presupuesto de 70 millones de euros y se dedica a invertir en tecnologías y negocios disruptivos que aseguren la sostenibilidad del modelo energético (Iberdrola). Hasta ahora ha invertido 40 millones de euros en *startups* a nivel mundial.

8. Conclusiones

Este Trabajo analiza la industria de capital riesgo en cuanto a sus participantes, su historia y actualidad, y la influencia que tiene según las zonas geográficas. El apartado de los participantes se explica desde el punto de vista de la firma que opera en la industria y desde el del emprendedor o empresa participada. Por otro lado, se ha estudiado el impacto de la industria en varias áreas de interés: Estados Unidos, al ser la primera potencia; Europa, debido a su crecimiento; y por último España con el fin de analizar la industria en nuestro país.

La industria del capital riesgo continúa siendo una industria en crecimiento que cada vez recibe más apoyo tanto del sector público como del sector privado, debido al valor añadido que genera en las firmas inversoras y en las empresas financiadas.

Durante estos últimos años, la crisis económica mundial ha influenciado de alguna manera el modo de hacer negocios, ya que se ha generado un espíritu emprendedor que ha tenido como consecuencia la creación de muchas empresas nuevas (*startups*). Otra de las consecuencias de esta mala época en términos financieros, ha sido la caída de un buen número de bancos y cajas, sumado a innumerables escándalos que han perjudicado a dicho sector. Esto ha hecho que el nivel de confianza en el sector bancario baje mucho y que las empresas necesitadas de financiación, busquen nuevas vías como el capital riesgo.

Pese a que en España la industria cada vez cuenta con una mayor actividad, sigue estando a años luz de Estados Unidos, lugar donde se generó y donde más se usa este tipo de vehículo financiero. Es necesario adaptar el área a la industria como sucedió en el Silicon Valley décadas atrás, y para ello se necesitan emprendedores, empresas que ayuden a convertir las ideas en realidad (incubadoras, aceleradoras), firmas que inviertan en los emprendedores y sobre todo un ecosistema propicio para la industria. En este último punto, es el sector público el que tiene que dar un paso adelante mediante la concesión de ayudas, la creación de firmas de inversión públicas o la reforma de la legislación con el

fin de fomentar la actividad emprendedora. El principal objetivo de que el sector público a través de sus Administraciones ayude al emprendedor es conseguir que la economía crezca y que se generen puestos de trabajo, ya que las pequeñas y medianas empresas son el principal motor de la economía europea.

En este trabajo también se analiza el papel que grandes empresas comienzan a tener en el mundo del capital riesgo, creando instrumentos financieros de inversión bajo su dominio. Este fenómeno recibe el nombre de Capital Riesgo Corporativo (CRC) y es usado por las empresas para invertir en *startups* que de alguna forma les puedan ayudar a innovar y evolucionar su negocio, en vez de gastar tanto capital en sus departamentos de investigación y desarrollo.

Para la formalización del trabajo se han usado diferentes referencias bibliográficas como libros, publicaciones, artículos y páginas web con el fin de recabar una buena cantidad de información útil que se filtró a posteriori. Fueron de especial utilidad publicaciones como las elaboradas anualmente por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) o las de sus homólogas europea (EVCA) y estadounidense (NVCA). También fueron de gran utilidad otros artículos como los publicados en el portal económico Forbes y la futura publicación en la Revista ICADE de Junio de 2015, realizada por Susana de los Ríos Sastre, Isabel Rodríguez García y Rocío Sáenz-Díez Rojas.

Como última idea me gustaría resaltar la dependencia que tiene la industria del capital riesgo de las Administraciones Públicas, ya que estas pueden facilitar tanto la actividad emprendedora como la de inversión de las entidades privadas que se dedican a ello. La creación de fondos públicos como el FOND-ICO Global puede ser de gran utilidad con el fin de fomentar la actividad emprendedora y de la industria y generar un ecosistema más propicio.

9. Bibliografía

Accenture. “The Boom In Global FinTech Investment. A new growth opportunity for London”, 2014

Andrew Bounds. “Santander UK sets up \$100m financial technology fund”. Financial Times, Julio 2, 2014. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a8413288-01f6-11e4-bb71-00144feab7de.html#axzz3V2mwUjHE> , visitado en marzo de 2015.

ASCRI. “El Venture Capital en España 2013” 2013

ASCRI. “Informe de la actividad Capital Riesgo en España 2014” 2014

Brian DeChesare. “Private Equity vs. Venture Capital”. Mergers & Inquisitions, <http://www.mergersandinquisitions.com/private-equity-vs-venture-capital/> , visitado en enero de 2015

David Newton. “Understanding the Financing Stages”. Entrepreneur.com, Julio 16, 2001, <http://www.entrepreneur.com/article/42336> , visitado en enero de 2015

De los Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I., Sáenz-Díez Rojas, R., “Emprendedores y capital riesgo en España: el caso de Fond-ICO Global”. Revista ICADE, 2015.

Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. “Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo”, 2007

El Confidencial. “El estallido de la burbuja se cierne sobre las startups españolas”, El Confidencial, Marzo 17, 2015. http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2015-03-17/startups-burbuja-espana_729212/, visitado en marzo de 2015.

El Confidencial. “Emprendedores españoles conquistan el Silicon Valley”, El Confidencial, Diciembre 12, 2014. http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2014-12-12/emprendedores-espanoles-conquistan-silicon-valley_589051/, visitado en marzo de 2015.

Europa Press. “El Congreso aprobará hoy la Ley de Entidades de Capital Riesgo”.
Expansión, Octubre 8, 2014.

<http://www.expansion.com/2014/10/08/empresas/banca/1412749902.html>, visitada en marzo de 2015.

EVCA. “2013 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments” 2014

EY. “Global venture capital insights and trends”, 2014.

Fried, D. & Hisrich, R. “Toward a model of venture capital investment decision making”, 1994.

González, Francisco José., (2012) *Creación de empresas. Guía del emprendedor*. Cuarta Edición; Editorial Pirámide.

Grupo Axis. “Fond-ICO Global. ¿Qué es?”. Instituto de Credito Oficial.
<http://www.axispart.com/fondos-de-gestion/fond-ico-global/que-es/>, visitado en marzo de 2015.

Investopedia. “Alternative Investments – The Stages in Venture Capital Investing”.
Investopedia. <http://www.investopedia.com/exam-guide/cfa-level-1/alternative-investments/venture-capital-investing-stages.asp>. visitado en enero de 2015

Knockaert, M., Wright, M., Clarysse, B., Lockett, A., (2008); “Agency and similarity effects and the VC’s attitude towards academic spin-out investing”, *The Journal of Technology Transfer*, 2008, vol. 35, issue 6, pages 567-584.

Martínez Carrascal, C., Mulino Ríos, M. “La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño. Un análisis basado en la explotación conjunta de la información de la CIR y de la CBI”. Banco de España, Enero 2014.
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/14/Ene/Fich/be1401-art4.pdf> , visitado en marzo de 2015.

NVCA. “Global Investor Confidence in US Soars for Third Straight Year, According to 2014 Global Venture Capital Confidence Survey”. NVCA, Agosto 13, 2014. <http://nvca.org/pressreleases/global-investor-confidence-us-soars-third-straight-year-according-2014-global-venture-capital-confidence-survey/> , visitado en marzo de 2015.

NVCA, PwC. “Venture Investment. MoneyTree Report” 2014

NVCA, PwC. “Venture Investment. MoneyTree Report” 2015

Rami Rahal. “Will Corporate Venture Capital Disrupt the Traditional Investment Ecosystem” Entrepreneur, Diciembre 16, 2014.

<http://www.entrepreneur.com/article/240904>, visitado en marzo de 2015.

Sahlman, William A., (1990); “The structure and governance of venture capital organizations”, Journal of Financial Economics, 1990, vol. 27, issue 2, pages 473-521

Seco Benedicto, Maite; (2008); *Capital riesgo y financiación de pymes*; Primera Edición; Colección EOI Empresas.

Sherman, Andrew J., (2005) *Raising Capital. Get the money you need to grow your business*. Segunda Edición. p.167

Silicon Valley Institute for Regional Studies, Silicon Valley Community Foundation. “2014 Silicon Valley Index”. 2014

Snow, Bill, (2010) *Venture Capital 101. An Extremely Valuable Entrepreneurial Resource*. Segunda Edición.

Tanya Benedicto Klich. “The 25 Most Active Corporate VCs”. Entrepreneur.com, Julio 15, 2014. <http://www.entrepreneur.com/article/235598> , visitado en enero de 2015.

The Economist. “If you can’t beat them, buy them”. The Economist, Noviembre 22, 2014. <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21633883-fear-being-displaced-startups-turning-firms-venture-capitalists-if>, visitado en marzo de 2015.

Victor W. Hwang. “What’s the difference between Private Equity and Venture Capital?” ,Forbes, Enero 12, 2012,
<http://www.forbes.com/sites/victorhwang/2012/10/01/presidential-debate-primer-whats-the-difference-between-private-equity-and-venture-capital/> , visitado en enero de 2015

Webcapitalriesgo. “Conceptos Básicos. Terminología.” Webcapital riesgo, 2008.,
<https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=L2> , visitado en febrero de 2015.