

icade núm. 100 [Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales]

Miscelánea

2. Iniciativas públicas en la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España (SUSANA DE LOS RÍOS SASTRE, ISABEL RODRÍGUEZ GARCÍA y ROCÍO SÁENZ-DÍEZ ROJAS)

2 Iniciativas públicas en la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España

SUSANA DE LOS RÍOS SASTRE

Departamento de Gestión Financiera. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Pontificia Comillas

ISABEL RODRÍGUEZ GARCÍA

Socia Responsable de Private Equity. King [W2X; amp] Wood Mallesons

ROCÍO SÁENZ-DÍEZ ROJAS

Departamento de Gestión Financiera. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Pontificia Comillas

Sumario:

- I. La pequeña y mediana empresa en Europa y su financiación
- II. Las iniciativas públicas en la industria de capital riesgo
- III. Análisis comparativo de dos programas públicos europeos: los enterprise capital funds y fond-ICO Global
 - 1. El programa Fond-ICO Global
 - 2. El programa «Enterprise Capital Funds»
 - 3. Análisis comparativo detallado: Enterprise Capital Funds y Fond-ICO Global
 - 3.1. Estructura y objetivos del programa
 - 3.2. Estructura y características de los fondos seleccionados
 - 3.3. Procedimiento de adjudicación
 - 3.4. Condiciones económicas del fondo
 - 3.5. Derechos del inversor público y de los inversores privados
 - 3.6. Requisitos de la inversión en las empresas participadas
- IV. Conclusiones
- V. Bibliografía

RESUMEN: La industria de capital riesgo y su papel como proveedor de fondos a largo plazo para las empresas han recuperado importancia en Europa, una vez superados los peores años de la crisis financiera. En España, el tejido empresarial continúa dependiendo en exceso de la financiación bancaria como principal recurso financiero, por lo que el acceso al mercado de capital riesgo puede resultar de vital importancia, sobre todo para las empresas más pequeñas o de nueva creación. En este artículo se analiza un aspecto clave para el desarrollo de la industria de capital riesgo, como es la participación del sector público en el fomento de este tipo de financiación. Se realiza una breve revisión del estado actual del capital riesgo en España dentro del contexto europeo, comparando las iniciativas públicas españolas con las de un país referente en el mercado de capital privado europeo, como es el Reino Unido. En concreto, se examinan en profundidad las similitudes y diferencias entre dos programas públicos exitosos de ambos países: Fond-ICO Global y Enterprise Capital Funds.

ABSTRACT: Spanish and EU companies still rely too much on banking finance, so although the European Private Equity and Venture Capital industry seems to have overcome the worst effects of the economic recession, there still seems to be room for growth in this sector, as young companies and SMEs turn more regularly to alternative sources for their financial needs. This paper insists in the importance of public initiatives to foster Venture Capital activities and explains the main reasons behind this behavior. In addition, the paper focuses on the Spanish Private Equity industry within the global EU context, comparing its public sector initiatives with those from the UK, which is the most developed EU Venture Capital market. More specifically, the similarities and differences between two successful public programs are discussed: The UK Enterprise Capital Funds and the Spanish Fond-ICO Global.

PALABRAS CLAVE: capital riesgo; capital privado; programas públicos; financiación a PYME; equity gap

KEYWORDS: private equity; venture capital; public initiatives; SME financing; equity gap

La dependencia que las empresas europeas tienen de la financiación bancaria, y que se puso de manifiesto durante los años más duros de la crisis financiera, está produciendo un movimiento de desintermediación bancaria en el que el capital riesgo debería ganar protagonismo. Una industria de capital riesgo activa y saneada puede constituirse como fuente de financiación empresarial alternativa estable, y no sólo como remedio en momentos puntuales de escasez.

Por otra parte, no puede olvidarse que el capital riesgo se constituye como un proveedor de fondos cualificado, ya que adicionalmente a los recursos financieros aporta valor añadido a la gestión, que resulta especialmente importante en pequeñas y medianas empresas (PYME) y empresas de reciente creación. De igual forma, nadie duda que el papel del sector público como impulsor de la industria de capital riesgo es crucial, sobre todo en mercados como el español donde todavía hay un gran recorrido por realizar. Según se desprende de las buenas prácticas del mercado de capital riesgo, en los últimos tiempos los programas de coinversión público-privados están dando muy buenos resultados, lo que hace recomendable su implantación de forma más extendida.

A pesar de los esfuerzos por homogeneizar en cierta medida la normativa vigente y buscar vías que faciliten el acceso al mercado de capital riesgo, en el ámbito de la Unión Europea hay aún grandes diferencias entre unos y otros países.

En este contexto, el principal objetivo de este artículo es realizar un análisis comparativo detallado de dos iniciativas públicas que se califican como casos de éxito en el mercado europeo: el programa estatal español Fondo-ICO Global y el programa británico *Enterprise Capital Funds*. El propósito es conocer las posibles similitudes y divergencias entre los dos programas, que han sido implantados en dos mercados bastante distintos. De hecho, el Reino Unido se considera un referente a nivel europeo, independientemente de su permanencia como Estado miembro de la Unión Europea⁴, mientras que en España no representa una industria muy desarrollada por el momento.

El artículo comienza con una breve revisión de algunas particularidades de la PYME en ambos países y el uso del capital riesgo por parte de estas empresas. En segundo lugar, se exponen los principales motivos que justifican la intervención del Estado en el sector de capital riesgo y, por último se dedica un apartado a la comparativa de los programas mencionados.

I. LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN EUROPA Y SU FINANCIACIÓN

Es sabido que el tejido empresarial europeo está formado básicamente por empresas de pequeño tamaño. En concreto, según los últimos datos publicados por las instituciones comunitarias, un 99,8% de las empresas no financieras de la Unión Europea son pequeñas y medianas empresas, siendo la mayor parte microempresas (92,8%). Las PYME no sólo destacan en número, sino que son las responsables del 66,8% del empleo generado y del 57,4% del valor añadido producido en el conjunto de los 28 Estados miembros. En España, la proporción de microempresas (con menos de 10 empleados) respecto al total es similar al promedio de la UE, de tal forma que en 2015 un 94,8% de las empresas españolas entraban dentro de esa categoría, mientras que las grandes empresas no llegaban a un 0,2% (Comisión Europea, 2016).

Por otra parte, los resultados de la última encuesta realizada por el Banco Central Europeo sobre el acceso a la financiación de las empresas europeas (*Survey on the Access to Finance of Enterprises - SAFE*) corroboran que la PYME europea mantiene su preferencia por la financiación bancaria como principal recurso financiero, bien sea a través de líneas de crédito o de préstamos bancarios (ECB, 2016). Ahora bien, a pesar de las restricciones en la financiación bancaria y las dificultades en el acceso a los mercados de capitales para las empresas de menor tamaño, de la mencionada encuesta se extrae un mensaje positivo respecto a la financiación, ya que sólo un 10% del conjunto de PYME europeas considera que el acceso a la financiación sea la preocupación más inmediata a la que se enfrentan. De hecho, hay otras cuestiones que en este momento preocupan más en el ámbito empresarial europeo, como son: « *finding customers* » (para un 25% de las empresas es el problema más apremiante al que hacer frente) y conseguir mano de obra cualificada y gestores con experiencia (principal preocupación para un 18% de las empresas).

No obstante, aunque las condiciones del mercado crediticio europeo hayan mejorado recientemente, algo que las propias empresas valoran positivamente, es cierto que es imprescindible abrir nuevos cauces de financiación a largo plazo que proporcionen de forma estable los recursos suficientes para que las pequeñas y medianas empresas, así como las de nueva creación, puedan seguir adelante con su negocio y crecer en la medida de lo posible. Dicho con otras palabras, Europa necesita dar un impulso a otro tipo de intermediarios entre los ahorradores y las empresas. Y, sin duda, una de las alternativas más interesantes dentro de este tipo de financiación viene de la mano del capital riesgo⁵, tanto en su vertiente de *private equity* como de *venture capital*.

En el caso español, tal y como se desprende del informe *Global Entrepreneurship Monitor España 2015*, la falta de financiación se mantiene como el principal obstáculo para el desarrollo de la actividad emprendedora (para un 70,6% de los expertos entrevistados), seguido de las políticas gubernamentales (64,7%) y de la crisis económica (23,5%). Respecto a las necesidades de financiación, aclaran que no sólo se trata de la inexistencia de instrumentos financieros a un coste asequible, sino también de la dificultad para acceder a los existentes, tanto por los estrictos requisitos exigidos como por razones impositivas y/o jurídicas. Y, en paralelo, el mismo informe confirma como el papel activo de los inversores de capital privado durante 2015 ha servido de gran apoyo en el desarrollo de la actividad emprendedora española (GEM, 2016).

Recordemos que en el ámbito europeo, a finales de 2015, se puso en marcha el Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales⁶, con el propósito de desbloquear la inversión en las empresas europeas por medio del refuerzo y diversificación de las fuentes de financiación a largo plazo. Y, dentro de este plan aparecen varias propuestas para fomentar el uso del capital riesgo en los países de la Unión Europea, reconociendo asimismo la importancia de la participación del sector público puesto que puede contribuir al incremento del tamaño de los fondos de capital riesgo y servir de catalizador de la inversión del sector privado (Comisión Europea, 2015).

Las ventajas del capital riesgo como forma de financiación orientada a las PYME y emprendedores, se derivan de sus propias características, ya que no se trata sólo de proporcionar recursos financieros, sino también de contribuir en la mejora de la gestión de la empresa financiada. Su influencia positiva sobre la competitividad, innovación y productividad empresarial, se ha puesto de manifiesto en numerosos estudios empíricos realizados⁷, tanto sobre el mercado europeo como del resto del mundo. La propia asociación europea de capital riesgo (*Invest Europe - The Voice of Private Capital*)⁸, respalda esta idea tomando como base las inversiones en capital riesgo llevadas a cabo en Europa en el intervalo 2007-2013. Las cifras muestran que las inversiones realizadas en unas 25.000 empresas han dado empleo a unos 8 millones de trabajadores y que un 12% de la innovación industrial en Europa corresponde a empresas financiadas con capital riesgo. Por otra parte, se estima que la entrada de capital riesgo en una compañía puede incrementar entre un 4,5% y un 8,5% su resultado operativo durante los tres primeros años de inversión, al tiempo que se reduce a la mitad la probabilidad de fracaso de los negocios respecto a otros de características similares, pero que no utilizan esta fuente de financiación (EVCA, 2014).

A pesar del consenso sobre sus ventajas, el volumen de recursos de capital riesgo en Europa sigue siendo insuficiente y bastante reducido en comparación con otras partes del mundo, como puede ser Estados Unidos. Al mismo tiempo, se mantienen las diferencias en el desarrollo de la industria de capital riesgo entre los diferentes Estados miembros, lo que indica que aún existe un gran potencial que aprovechar en este campo. Hay que añadir que, aunque parece que el mercado se va recuperando después de unos años muy duros tanto en la captación de fondos, como en las inversiones y desinversiones, la industria europea de capital riesgo todavía no ha conseguido alcanzar las cifras previas a la crisis.

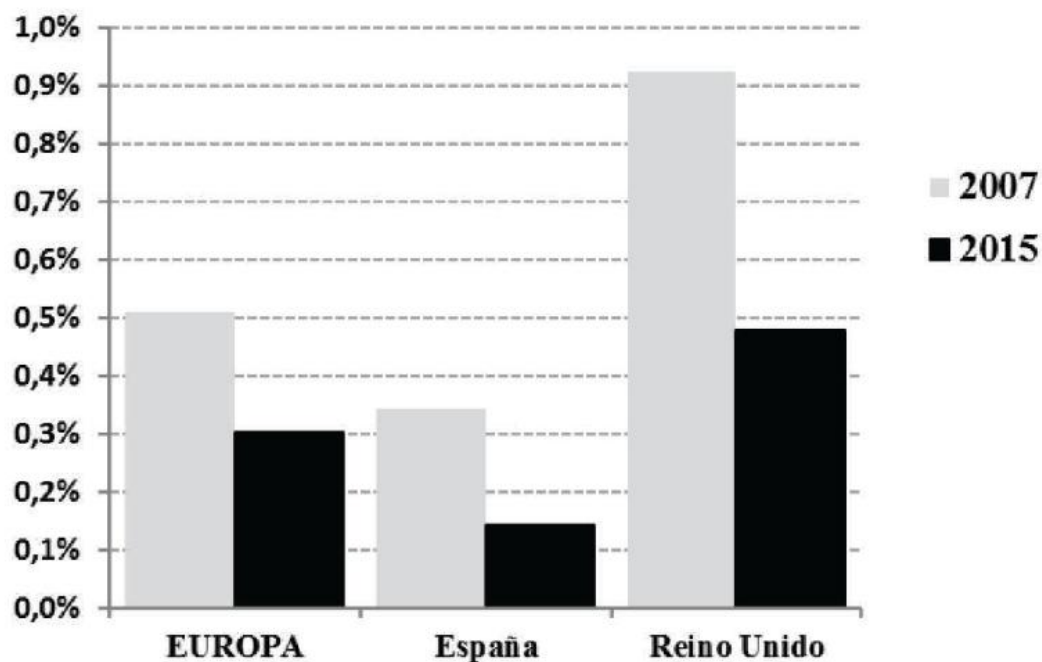
Según el último informe de actividad de *Invest Europe* (2016), el volumen de los fondos invertidos en 2015 en empresas europeas alcanzó los 47.400 millones de euros, de los cuales sólo un 8% corresponde a operaciones de *venture capital*. La inversión total creció un 14% respecto al año anterior, sin embargo, se redujo en un 11% el número de empresas que recibieron dicha financiación (sirva como referencia que alrededor de un 86% son pequeñas y medianas empresas); es decir, se realizaron menos operaciones pero de mayor tamaño. Por zonas geográficas, los mayores porcentajes de esas inversiones se realizaron en Francia y Benelux (29%) y en el Reino Unido e Irlanda (27%), mientras que tan sólo un 9% se destinó a empresas de la zona sur (España, Grecia, Italia y Portugal).

Como este artículo se centra en el sector de capital riesgo en España y la comparación con el Reino Unido, por tratarse éste último de un referente dentro del mercado europeo de capital riesgo, se muestran a continuación algunos datos relativos a ambos países.

En España, el capital riesgo ha ido ganando la confianza de inversores nacionales e internacionales, pero aún está a gran distancia de otros países con una cierta relevancia en el mercado del capital riesgo, como puede ser el Reino Unido. En 2015, se efectuaron inversiones por valor de 2.939 millones de euros y más de 2.100 empresas (92% son PYME) utilizaban capital riesgo como fuente de financiación proporcionando empleo a más de 400.000 trabajadores (ASCRÍ, 2016). En el gráfico 1 se presentan las inversiones anuales realizadas como

porcentaje del Producto Interior Bruto (PIB). Puede observarse como la situación de España permanece distante del promedio europeo y, por supuesto, lejos de la posición del Reino Unido. En particular, en 2015, las inversiones realizadas en España representaban un 0,14% (un 0,34% en 2007), mientras que el promedio europeo se situaba en un 0,30% (0,51% en 2007) y en el Reino Unido casi representaban un 0,5% del PIB.

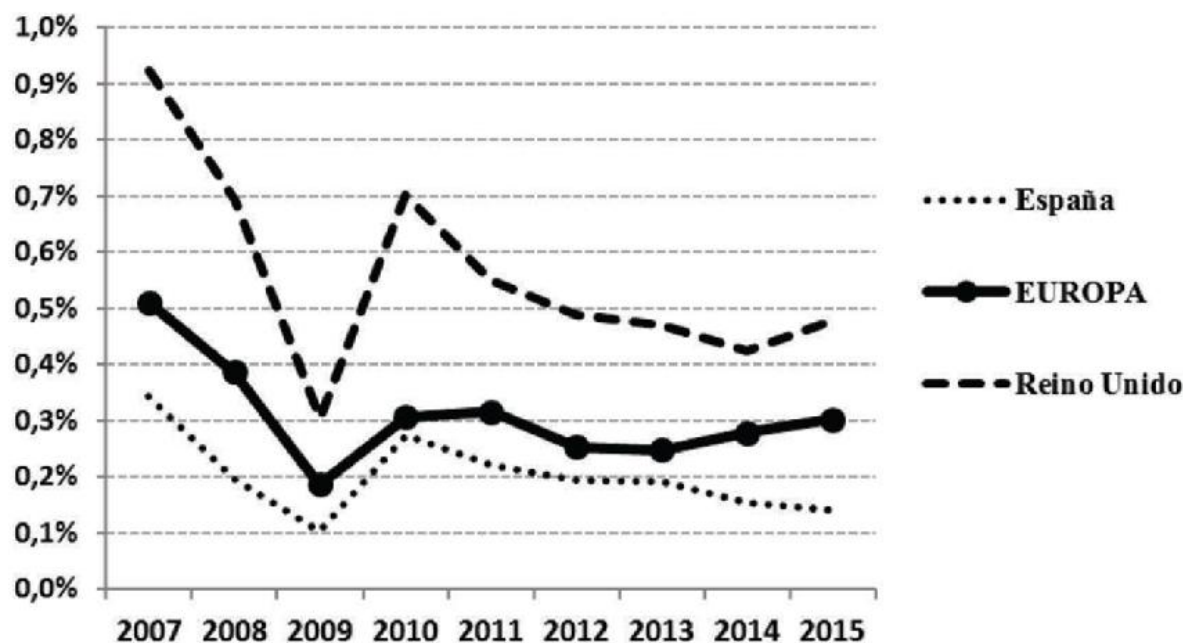
Gráfico 1. INVERSIÓN EN CAPITAL RIESGO (% sobre PIB) - 2015 vs 2007



Fuente: Elaboración propia a partir de *Invest Europe 2016*

De igual forma si se analiza la evolución de las mencionadas cifras de inversión sobre el PIB a lo largo del periodo 2007-2015, también se observan diferencias entre países. El gráfico 2 presenta cuál ha sido la evolución de la inversión en la industria de capital riesgo en España, el Reino Unido y el promedio de la UE. En dicho gráfico, pueden verse las divergencias en el comportamiento de los dos países y como los volúmenes de inversión en capital riesgo en España han tenido una lenta tendencia a la baja desde 2010, aunque afortunadamente el tramo de *venture capital* no se haya visto afectado.

Gráfico 2. EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN CAPITAL RIESGO (% sobre PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de Invest Europea (2016)

Hay que tener en cuenta que en Europa el capital riesgo tiene su propia idiosincrasia, debido en parte a la configuración del tejido empresarial. Por ejemplo, la existencia de muchas empresas familiares, cuyo capital está todavía en manos de la familia de su fundador, da lugar a un tipo diferente de operaciones. Además, en Europa aún en nuestros días hay un predominio del *private equity* sobre el *venture capital* y la mayor parte de las operaciones se sitúan en el *mid-market*.

Revisemos un poco más en detalle algunas características de la PYME en España y el Reino Unido, para conocer mejor las similitudes o desigualdades entre ambos países. En la tabla 1 se presenta la distribución por tamaño de empresa (micro, pequeña, mediana y grande) del número de personas empleadas y del valor añadido generado correspondiente al año 2015.

	Porcentaje del empleo			Valor añadido		
	España	Reino Unido	Promedio UE	España	Reino Unido	Promedio UE
Micro	41,1%	17,9%	30,0%	25,5%	20,1%	21,0%
Pequeña	18,7%	19,1%	20,0%	18,3%	15,7%	18,0%
Mediana	13,2%	16,2%	17,0%	17,5%	16,3%	18,0%
Grande	27,0%	46,4%	33,0%	38,7%	47,9%	43,0%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Comisión Europea (2016).

Nota: La clasificación sigue la [Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003](#) sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas [C (2003) 1422]. En lo relativo al empleo: Micro 0-9 empleados, Pequeña 10-49 empleados, Mediana 50-249 empleados y Grande >250 empleados.

En la tabla anterior puede observarse como el peso del valor añadido a coste de factores recae en las empresas de mayor tamaño en todos los casos, mientras que son las empresas medianas las que muestran cifras más modestas. Por otra parte, destaca la diferencia en la contribución a empleo de las microempresas, que en España representa un 41,1% mientras que en el Reino Unido no alcanza el 18%. De igual forma se producen divergencias en las empresas de más de 250 empleados, entre ambos países y respecto a la media europea.

En este contexto, las instituciones públicas europeas siguen esforzándose por impulsar la industria del capital riesgo en Europa y han plasmado su interés en varios programas públicos de intervención en el sector. Entre otros, es destacable el papel del Fondo Europeo de Inversiones (FEI)⁹ que junto al Banco Europeo de Inversiones (BEI) y la Comisión Europea, facilitan el acceso a la financiación a las PYME europeas. Por otra parte, se continúan desarrollando medidas que faciliten la financiación a través de instrumentos de capital de riesgo, como por ejemplo: la mejora en materia de incentivos fiscales nacionales o la regulación de los Fondos de Capital Riesgo Europeos (EuVECA, *European Venture Capital Funds*) y de los Fondos de Emprendimiento Social Europeos (EuSEF, *European Social Entrepreneurship Fund*).

II. LAS INICIATIVAS PÚBLICAS EN LA INDUSTRIA DE CAPITAL RIESGO

Se puede identificar una intervención pública proactiva en el origen tanto de los ecosistemas emprendedores considerados más importantes en la actualidad⁷⁾ como en el de la industria de capital riesgo propiamente dicha. Puesto que la actividad de capital riesgo juega un papel clave en el impulso de nuevas empresas y sectores, y en la revitalización del tejido productivo y económico, son muchas las iniciativas públicas que se han puesto en marcha para fomentar este tipo de inversiones. De tal forma que los gobiernos se reservan el derecho a intervenir en los casos en que hay evidencia clara acerca de que la oferta de financiación es insuficiente y como consecuencia, importantes beneficios de la actuación de empresarios y emprendedores se están perdiendo, con el consiguiente impacto negativo en la economía del país.

Así pues, a pesar de la intuición que percibe la actividad de capital riesgo como un instrumento financiero asociado a la dinámica de un mercado libre y de una iniciativa empresarial privada, el Estado tiene un papel importante como impulsor de programas específicos de inversión en capital riesgo al igual que en la generación de un entorno adecuado para el fomento de dicha actividad. Estos dos grupos de actuaciones son las que LERNER (2009) denomina medidas directas puesto que suponen la inyección de fondos en la industria y medidas indirectas, que incluirían todas aquellas que favorecen el entorno de actuación de los agentes de la industria de capital riesgo: medidas legales, fiscales, laborales, de mercado, de educación, entre otras.

Siguiendo a MURRAY (2007), las principales razones que justificarían la intervención pública en la industria de capital riesgo son: (a) la presencia de fallos en el mercado de financiación empresarial (*equity gap*), (b) la persistencia en el tiempo de estos fallos que los convierten en estructurales, (c) las asimetrías de información y la presencia de riesgo de la actividad emprendedora, tan necesaria para la innovación y (d) la presencia de externalidades positivas en actividades innovadoras ligadas al emprendimiento empresarial.

Incluso en mercados cuyo funcionamiento se considera en general adecuado, pueden identificarse a menudo una serie de fallos estructurales que afectan a la oferta y a la demanda de financiación. Esta situación hace que muchos negocios viables no consigan los recursos necesarios, con la consiguiente repercusión negativa sobre el crecimiento económico. La existencia de un fallo en el mercado de financiación a la pequeña y mediana empresa es algo ampliamente aceptado, particularmente en lo que se refiere a aportaciones de capital de pequeña cuantía, y se conoce habitualmente como *equity gap*. Una intervención pública con un alcance claramente definido puede resultar enormemente valiosa en los casos en los que exista este fallo en el mercado, bien sea temporal, causado por ejemplo por una recesión económica, bien sea estructural.

Uno de los factores más importantes detrás de este *gap* en el mercado es la presencia de asimetrías en la información entre la empresa y los potenciales inversores acerca de la viabilidad futura del negocio. Estas asimetrías son especialmente pronunciadas en el caso de emprendedores y *start-ups* innovadoras. La actividad de capital riesgo se especializa en lidiar con este tipo de problemas de información asimétrica y la convierte en el candidato idóneo para financiar a estas empresas, conectando en la práctica a inversores y emprendedores (ver KORTUM Y LERNER (2000) entre otros).

La innovación tecnológica de la mano del emprendimiento representa un factor crítico para impulsar el crecimiento económico, puesto que en ella se identifican externalidades positivas, es decir, son inversiones en las que el beneficio para la sociedad en su conjunto es mayor que la mera rentabilidad privada. La presencia de externalidades es uno de los principales motivos que lleva a los gobiernos a intervenir en la economía. Las políticas públicas deberían no sólo promover la investigación o la actividad en I+D, sino impulsar específicamente la creación de nuevas empresas y el cuidado del ecosistema emprendedor en general para que actúen como conexión entre la innovación tecnológica y la comercialización de la misma⁸⁾.

Hay que añadir, que la industria de capital riesgo y en particular el segmento de *venture capital* también adolecen de algunas limitaciones estructurales, como puede ser la de evitar las operaciones de tamaño pequeño, ya que los costes en los procesos de *due diligence* de las mismas son difíciles de asumir. Como consecuencia, los inversores y fondos de capital riesgo prefieren centrarse en un número menor de transacciones más grandes, a costa de una menor actividad en los segmentos de *venture capital* dedicados a empresas más pequeñas y en fases menos desarrolladas. También se ha detectado la tendencia entre los inversores de *venture capital* a concentrarse únicamente en unos pocos sectores (*herding effect* o efecto rebaño). Si los fondos de capital riesgo participados en parte por fondos públicos son capaces de identificar y apoyar a empresas que teniendo perspectivas interesantes han sido dejadas de lado por la dinámica de la industria, pueden ayudar a otorgarles la certificación de calidad necesaria para vencer los obstáculos a los que se enfrentan en su desarrollo.

En cuanto a los programas públicos de capital riesgo, aunque es evidente que la acción gubernamental resulta vital en el desarrollo de la actividad del sector, la experiencia muestra que estas actuaciones no resultan siempre eficaces. De hecho, los intentos de crear y gestionar fondos públicos de capital riesgo o de estructurar la financiación como inversión pública directa en las empresas participadas, no han dado siempre el resultado esperado. Esto ha provocado ciertas dudas acerca de la capacidad de los gobiernos para realizar inversiones de capital riesgo de forma adecuada, por lo que parece existir un cierto acuerdo en limitar el papel del sector público como inversor directo. En este sentido, muchos de los programas puestos en marcha desde finales del siglo XX suponen un cambio de rumbo hacia formas indirectas de inversión pública, de la mano siempre de inversores privados. Estas iniciativas público-privadas se conocen a menudo por el término anglosajón *Public-Private Partnership* (PPP) y pueden tomar distintas formas, siendo una de ellas los fondos de co-inversión o fondos híbridos, entendiéndose por tales aquellas estructuras en las que el gobierno y los inversores privados trabajan de forma concertada como coinversores en un fondo de capital riesgo. Estas estructuras se integran entre las buenas prácticas de este sector de actividad, en las que una casa de capital riesgo gestiona el fondo y actúa como agente de un grupo de inversores, uno de los cuales aporta financiación pública.

III. ANÁLISIS COMPARATIVO DE DOS PROGRAMAS PÚBLICOS EUROPEOS: LOS ENTERPRISE CAPITAL FUNDS Y FOND-ICO GLOBAL

1. EL PROGRAMA FOND-ICO GLOBAL

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) lanzó hace tres años un programa de co-inversión público-privada, que constituyó el primer fondo de fondos público de capital riesgo creado en España, tratando de

dar respuesta a una de las principales demandas de los participantes del sector, que venían pidiendo durante los últimos años una mayor involucración del sector público en la industria de capital riesgo.

Fond-ICO Global

está gestionado por Axis Participaciones Empresariales SGEIC, S.A.

⁹⁾

, sociedad participada al 100% por el ICO, que tiene una dilatada experiencia en el sector proporcionando fondos a las empresas a través de diferentes instrumentos, que van desde la inversión en capital (tanto directa como indirecta) hasta los préstamos participativos.

Fond-ICO Global se constituyó con una dotación inicial de 1.200 millones de euros destinada a aumentar la financiación disponible para el tejido empresarial español, a través de la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que realicen inversiones en empresas

españolas. Debido a la positiva evolución del programa que ha logrado atraer no sólo capital privado nacional sino el capital de inversores internacionales, y a su indiscutible contribución en la revitalización del sector de capital riesgo en España, la dotación se amplió en noviembre de 2015 en 300 millones de euros. Se trata de un programa instrumentado a través de un sistema de licitación pública, cuyos fondos se van distribuyendo de forma escalonada a través de sucesivas convocatorias, a las que pueden concurrir todos aquellos que cumplan los requisitos establecidos en las bases de cada convocatoria.

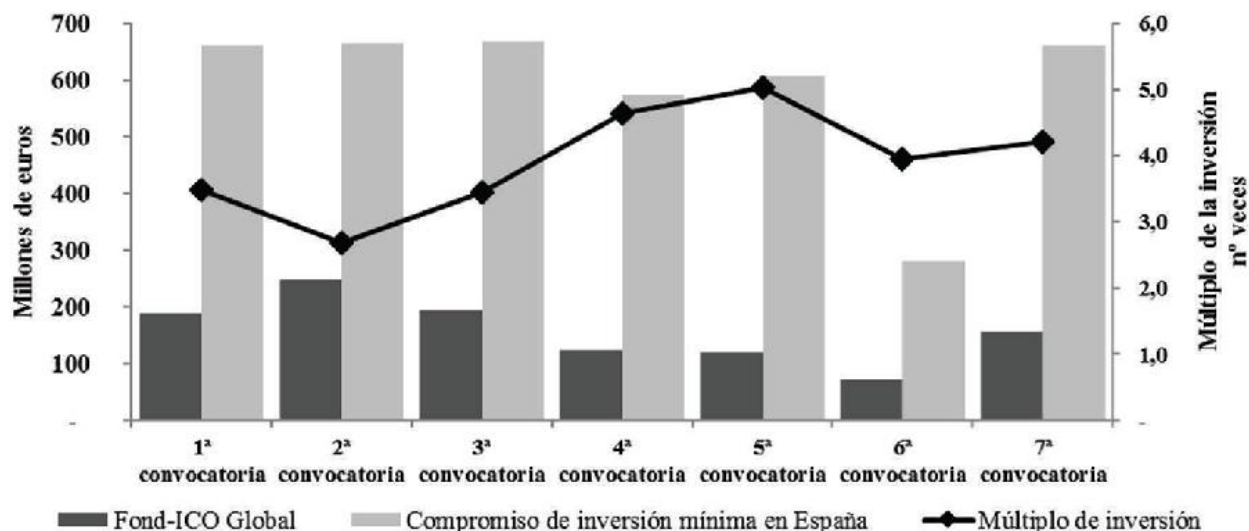
Desde sus inicios el programa Fond-ICO Global ha pretendido ofrecer fuentes de financiación alternativas a las empresas españolas con una visión amplia del mercado, invirtiendo en cualquier fase de desarrollo de las mismas (desde capital semilla y primeras fases de la vida de una empresa hasta fases de expansión y crecimiento) y en cualquier sector de actividad, y siempre con un objetivo de mejora de su competitividad e internacionalización. Este planteamiento ha hecho que un número elevado de gestoras con diferentes estrategias de inversión hayan concurrido a las sucesivas convocatorias del programa.

Hasta el momento, de los 1.500 millones de patrimonio del fondo ya se han comprometido más de 1.100 millones, con una distribución por convocatoria y categoría de inversión que se muestra en la tabla 2. Como puede comprobarse, en las siete convocatorias cerradas hasta finales de 2016, se han seleccionado un total 48 fondos: 9 fondos de incubación, 18 de *venture capital*, 19 de capital expansión y 2 de deuda.

	Incubación	Venture Capital	Capital Expansión	Deuda
1.ª convocatoria : N.º fondos		3	3	
189 millones €		20,6%	79,4%	
2.ª convocatoria : N.º fondos		4	4	
248 millones €		23,0%	77,0%	
3.ª convocatoria : N.º fondos	2	2	3	2
194 millones €	5,7%	7,7%	64,4%	22,2%
4.ª convocatoria : N.º fondos	2	2	2	
124 millones €	11,3%	28,2%	60,5%	
5.ª convocatoria : N.º fondos	2	2	2	
120,6 millones €	6,4%	10,7%	82,9%	
6.ª convocatoria : N.º fondos		2	2	
71 millones €		22,5%	77,5%	
7.ª convocatoria : N.º fondos	3	3	3	
240 millones €	11,5%	19,1%	69,4%	
Fondos seleccionados: 48	9	18	19	2

Fuente : Elaboración propia a partir de datos AXIS/ICO

En conjunto, los 48 fondos elegidos tienen un compromiso de inversión en empresas españolas que supera los 4.400 millones de euros. Por tanto, si se pone en relación esta cifra con la cantidad comprometida por Fond-ICO Global, esto representa un efecto multiplicador promedio de las siete convocatorias realizadas de unas 4 veces. En el Gráfico 3, se muestra la evolución de dicho multiplicador analizando los resultados de cada convocatoria de forma independiente.



Fuente: Elaboración propia con datos ICO/AXIS

Este programa fue valorado positivamente por el mercado, incluso antes de su puesta en funcionamiento y, los logros alcanzados hasta el momento no han hecho más que reforzar este sentimiento.

2. EL PROGRAMA «ENTERPRISE CAPITAL FUNDS»

El programa *Enterprise Capital Funds* (ECF) es también una iniciativa público-privada, en vigor desde 2005, que se encuadra dentro de la actividad del *British Business Bank* (BBB) y gestionado a través de la filial *British Business Finance Ltd* (BBFL)¹⁰.

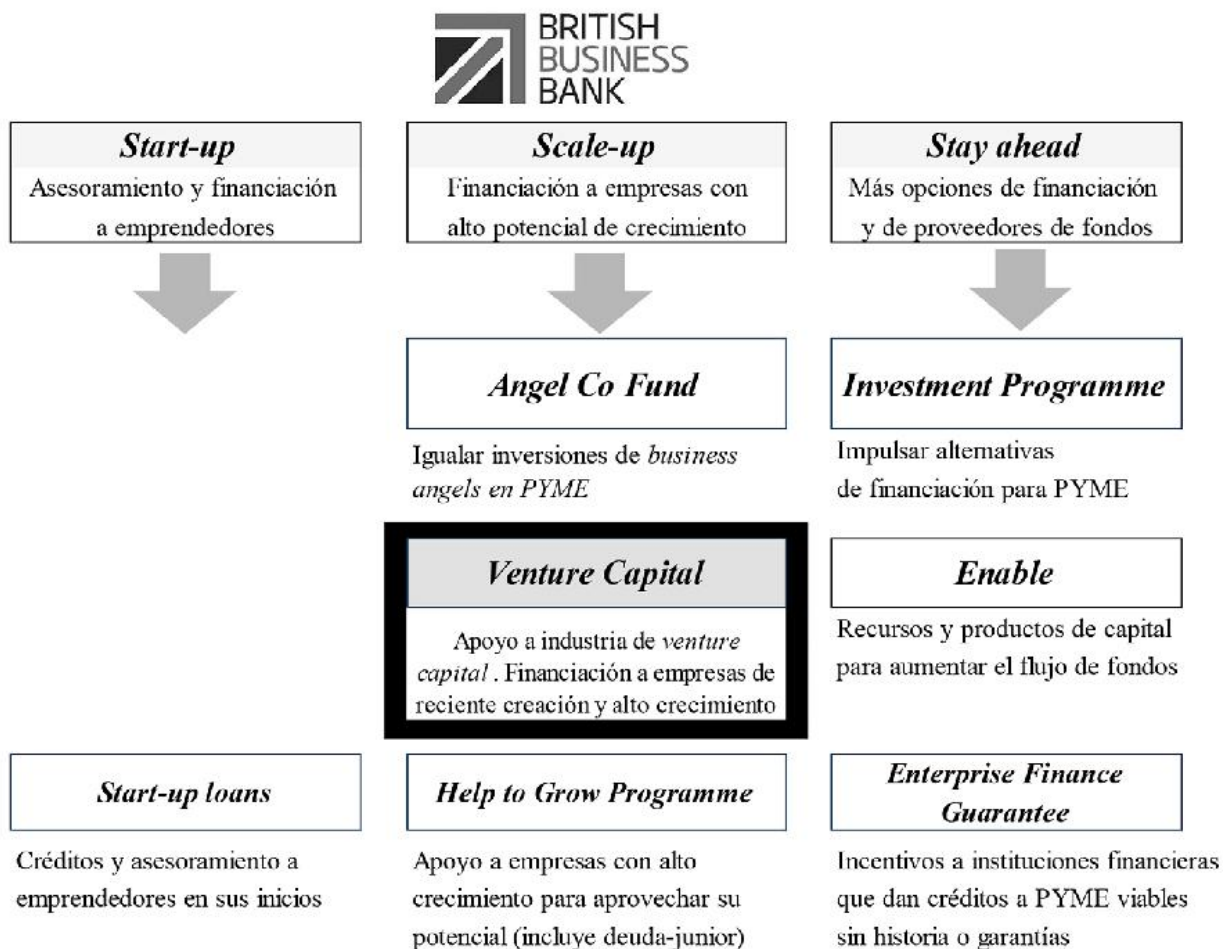
El *British Business Bank* es una institución financiera establecida con el fin de apoyar el desarrollo económico del Reino Unido mejorando el funcionamiento de los mercados financieros para las PYME y empresas jóvenes, fomentando este tipo de negocios y promoviendo su crecimiento y una mayor actividad económica ligada a las mismas. Opera a través de una serie de filiales, que no son consideradas instituciones bancarias en el sentido tradicional del término y, por tanto, no están sometidas a la regulación aplicable a entidades financieras.

Las empresas no obtienen financiación directa del BBB, cuya su labor es generar dicha actividad entre inversores privados, para así aumentar la cantidad y la variedad de recursos disponibles para las pequeñas empresas en el Reino Unido. El *British Business Bank* tiene como objetivo para 2019 movilizar un total de 10.000 millones de libras del sector privado para empresas británicas.

Las acciones concretas del BBB se estructuran siempre como colaboraciones con agentes del mercado, proporcionándoles fondos y garantías para que los inversores privados utilicen estos recursos, junto con los suyos propios, en préstamos y en inversiones en PYME británicas. Estas acciones se extienden a todos los ámbitos de los mercados financieros para PYME, desde el apoyo inicial al capital de empresas de reciente creación a deuda *senior* para compañías con negocios maduros y establecidos, pasando por proporcionar capital expansión a empresas en fases de crecimiento. Dicha institución participará en las rentabilidades de las inversiones realizadas, reinvertiendo sus ganancias en otras operaciones de crédito o inversión y su actividad trata de dar apoyo a PYME en tres grandes áreas: *Start-up* (apoyo financiero y asesoramiento a emprendedores que están en proceso de iniciar su andadura empresarial), *scale-up* (apoyo financiero y capital expansión a empresas que están experimentando un alto crecimiento o que presentan el potencial de hacerlo) y *stay ahead* (financiación a PYME más establecidas ampliando la variedad de ofertas disponibles y de proveedores de fondos). En la figura 1, que aparece a continuación, se presentan de forma esquemática estas áreas de actividad.

El objetivo principal del programa *Enterprise Capital Funds* es incrementar el nivel de fondos disponibles para PYME afectadas por el *equity gap*, con el fin de reducir lo que de otra forma sería un obstáculo insalvable para el crecimiento empresarial y para la mejora de la productividad en la economía del Reino Unido. En este sentido, hay que señalar que el Reino Unido tiene una larga historia de intervenciones gubernamentales orientadas a cubrir la ausencia de financiación que a menudo se produce en las empresas de menor tamaño. La presencia de este *gap* estructural, que se percibe como uno de los principales frenos para el desarrollo económico del país, justificaría la actuación del sector público, estimulando la actividad de capital riesgo por ejemplo.

La cuantía de este *gap* de financiación no es fija y ha ido cambiando a lo largo del tiempo. En concreto, en 1999, el *Department for Trade and Industry* estimó que el *gap* en el Reino Unido afectaría a inversiones de hasta 500.000 libras (DTI, 1999). Pocos años después, se identificó que la carencia de recursos de capital riesgo era más pronunciada en negocios que buscaban inversiones de entre 250.000 y 1 millón de libras, llegando hasta 2 millones en empresas innovadoras en fases tempranas de desarrollo (HMT & SBS, 2003). Posteriormente, en 2009, el *Department of Business, Innovation and Skills* (BIS, 2009) confirmó que incluso en condiciones normales de mercado el *gap* se mantiene por ser un fallo estructural y lo cuantificó en el intervalo 250.000-2.000.000 de libras, aunque algunos sitúan el límite en 5 millones de libras, puesto que pocos fondos en la industria de *venture capital* invierten por debajo de esa cantidad. Más cercano a nuestros días, el estudio BIS (2012) recoge las estimaciones más recientes del *equity gap*, que se mantenían en esta línea.



Fuente: Elaboración propia con datos BBB (2014)

Por este motivo los fondos ECF se diseñaron inicialmente con un límite de inversión de 2 millones de libras en la PYME participada, límite que se modificó en 2014, tras consultar con la Comisión Europea, y que se encuentra en la actualidad en 5 millones de libras, lo que parece reflejar de forma más correcta la realidad del *equity gap* en el Reino Unido, tal y como se desprende de los estudios mencionados.

Así pues, los *Enterprise Capital Funds* , se configuran como fondos de gestión privada en los que se aglutinan recursos públicos y privados para realizar inversiones en el capital de empresas en fases de crecimiento. El programa trata de incentivar inversiones de *venture capital* en los casos de empresas pequeñas o de reciente creación que tienen dificultades para acceder al capital expansión que necesitan, es decir, PYME que se ven afectadas por el mencionado *equity gap* . El programa trata de lograr este objetivo mediante dos vías:

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

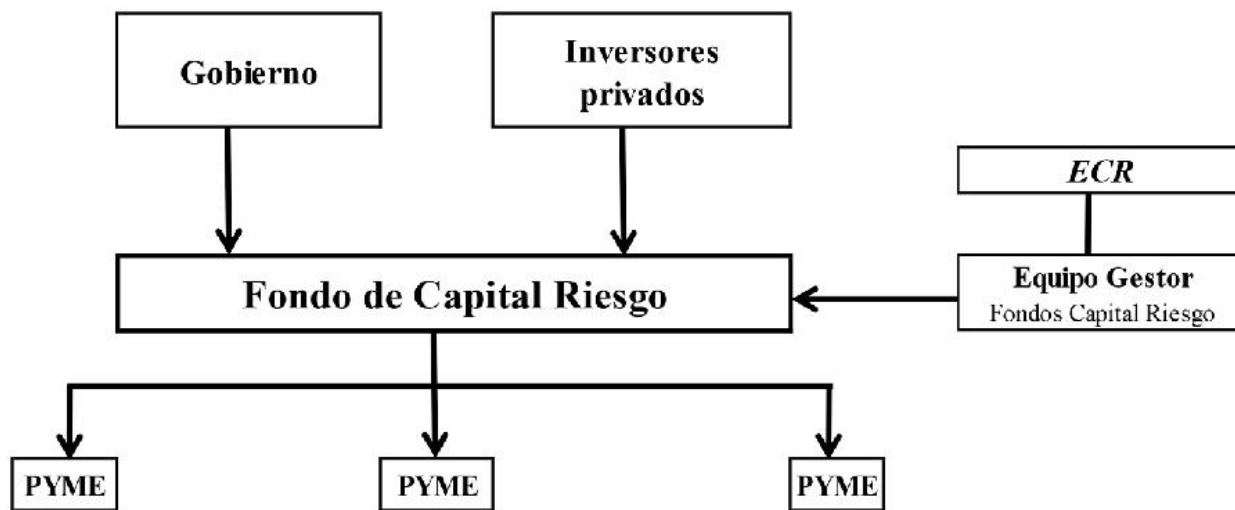
Eliminando barreras de entrada a gestores de *venture capital* que busquen canalizar no sólo financiación sino también conocimientos y apoyo a las PYME para ayudar a desplegar habilidades en los emprendedores que permitan un desarrollo sostenible de las iniciativas y empresas más jóvenes.

Los fondos son adjudicados mediante un proceso continuo que permite elegir las mejores propuestas en términos de rentabilidad y de cumplimiento de los objetivos del programa. En diciembre de 2014 se anunció una dotación adicional para el programa ECF de 400 millones de libras para el periodo 2015-2017, estimándose una inversión en dos o tres fondos por año. A finales de 2016, el programa había invertido 500 millones de libras de fondos públicos en 23 fondos.

3. ANÁLISIS COMPARATIVO DETALLADO: ENTERPRISE CAPITAL FUNDS Y FOND-ICO GLOBAL

3.1. Estructura y objetivos del programa

Las dos iniciativas responden a la idea de colaboración público-privada o PPP (véase Figura 2), considerada actualmente como la forma más adecuada de intervención pública. La gestión operativa de ambos programas se realiza con criterios profesionales de mercado por una entidad participada al 100% por una institución pública, encargada de seleccionar a las gestoras adjudicatarias. En este sentido hay un cierto paralelismo entre *British Business Finance Ltd* . y Axis Participaciones Empresariales.



Fuente: Elaboración propia

Aunque tanto el programa ECF como Fond-ICO Global utilizan fondos públicos, la asignación última de estos recursos, la selección de las empresas participadas y la gestión de las mismas, se realiza desde las gestoras elegidas, por profesionales del sector privado, siguiendo criterios de mercado y conforme a las prácticas habituales en la industria. De hecho, ambos se estructuran como coinversiones público-privadas en cada fondo individualmente seleccionado, siendo en el caso de Fond-ICO Global un fondo de fondos el vehículo específico elegido para invertir.

3.2. Estructura y características de los fondos seleccionados

Aunque ambos programas incluyen la posibilidad de financiar gestoras extranjeras (Fond-ICO Global establece que deben estar constituidas en un país miembro de la OCDE, mientras que los ECF exigen que las gestoras estén registradas en algún país miembro de la UE), en la práctica Fond-ICO Global y los ECF difieren totalmente en este aspecto. La presencia de inversores internacionales está siendo bastante significativa tanto entre los candidatos como en las adjudicaciones del programa español, en las que un tercio de los fondos seleccionados hasta la fecha son de gestoras no españolas (principalmente europeas), mientras que la totalidad de los fondos ECF se han constituido con gestoras domiciliadas en el Reino Unido. Es necesario señalar que desde el diseño inicial de Fond-ICO Global se intentó atraer capital de inversores internacionales, al considerar que este factor es importante para impulsar la industria de capital riesgo española y convertirla en un mercado global¹⁴.

A la hora de elegir los fondos en los que invertir, Fond-ICO Global distingue diferentes categorías: capital expansión, *venture capital* , incubación y fondos de deuda, y clasifica los fondos según esta tipología, variando los requisitos y características del programa en cada caso. Los ECF tratan a todos los fondos candidatos de modo uniforme, sin distinguir categorías, si bien es cierto que por su naturaleza cubren básicamente fondos de *venture* y de capital expansión, mientras que la fase de incubación por ejemplo, se atendería desde otra área del BBB, como se ha explicado anteriormente. Es necesario mencionar que aunque el programa español incluya fondos dedicados a la actividad de incubación o de deuda, el interés central de ambos programas son las actividades de *venture capital* y capital expansión. Este hecho se ve plasmado en las cifras de las siete convocatorias de Fond-ICO Global cerradas hasta la fecha se han adjudicado un 93,6% de los 1.187 millones de euros asignados a 37 fondos dedicados a este fin, y sólo un 6,4% de los recursos a 11 fondos destinados a incubación o deuda.

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

Con el fin de garantizar la co inversión de dinero público y privado, ambos programas establecen un límite a los recursos del fondo provenientes de aportaciones públicas, tanto en términos porcentuales como un máximo absoluto en términos monetarios. Los fondos públicos supondrán en un ECF hasta un máximo del 60% del fondo, o dos tercios si el ECF está orientado a *start-ups*, siempre con el límite máximo de 50 millones de libras. Los límites establecidos en Fond-ICO Global varían en función de la categoría en la que se encuentra el fondo, y pueden también variar en cada convocatoria. En líneas generales, los límites en términos monetarios no difieren demasiado (hasta 50 millones en la última convocatoria de Fond-ICO Global, según categorías) pero los límites porcentuales establecidos por Fond-ICO Global son menores (30%-40%).

En cuanto a la estructura de los fondos, las figuras más utilizadas en el Reino Unido (*Limited Partnerships*) y en España (ECR asociada a un fondo) tienen un funcionamiento muy similar en la práctica. Es interesante señalar que, en línea con lo comentado anteriormente acerca del alcance más internacional que tiene el programa español frente al británico, la totalidad de los ECF hasta la fecha se han constituido como *Limited Partnerships* registradas en el Reino Unido, mientras que en las convocatorias de Fond-ICO Global se han seleccionado fondos con otras estructuras, como por ejemplo: la SICAR de Luxemburgo, la *Commanditaire Vennootschap* holandesa, los *Fonds Professionnel de Capital Investissement* (FCPI) franceses, el *Fondo Comune di Investimento Chiuso* de Italia o la *Limited Partnership* (LP) británica.

3.3. Procedimiento de adjudicación

En la actualidad el programa de ECF está vigente y disponible para que los candidatos presenten sus ofertas en cualquier momento, es decir, se configura como un proceso continuo. Los ECF no tienen una cuantía específica asignada para cada año, y animan a los candidatos a contactar con el BBFL informalmente para discutir su posible candidatura. Fond-ICO Global estructura la asignación de recursos mediante convocatorias sistemáticas de procesos competitivos de selección de fondos, asegurando que se respetan los principios de transparencia, publicidad, libre concurrencia y objetividad. Como ya se ha comentado, hasta el momento se han abierto y anunciado los resultados de siete convocatorias, encontrándose la octava en proceso de adjudicación.

Los criterios de selección para elegir los mejores fondos entre todos los candidatos presentados son prácticamente iguales en ambos programas: (1) estrategia de inversión, (2) equipo gestor responsable de la inversión, (3) base inversora y captación de capital para coinvertir con los fondos públicos y (4) condiciones económicas y remuneración. Estos criterios se desglosan y explican con diferente grado de detalle: mientras que el programa ECF distingue en cada categoría pre-requisitos, criterios principales y secundarios, Fond-ICO Global las descompone en criterios cuantitativos y cualitativos, concretando en cada clase una serie de requerimientos ponderados de distinta forma según su importancia, e incorporando variaciones entre las distintas categorías de los fondos candidatos. En ambos programas es necesario cumplir unas condiciones previas de corte, que de no estar presentes impedirían al fondo candidato continuar en el proceso. En general, la evaluación del programa de Fond-ICO Global se encuentra más tabulada y cuantificada, especificándose los criterios y asignándose puntos a cada clase o categoría, mientras que la selección de los ECF parece realizarse de forma algo más abierta, aunque siempre cumpliendo con los criterios mencionados.

Tanto Fond-ICO Global como los ECF indican claramente la documentación necesaria para presentar una solicitud tratando de estructurar un proceso simplificado y ágil que no resulte demasiado oneroso para los candidatos. Al igual que el BBFL, Axis podrá solicitar información adicional y realizar cualquier tipo de *due diligence* que estime conveniente antes de tomar su decisión. Una vez aceptada la solicitud por parte de Fond-ICO Global, el equipo gestor tiene 18 meses para obtener el capital privado y preparar la documentación necesaria para cerrar el fondo, plazo bastante más flexible que los seis meses de los ECF¹²⁾.

3.4. Condiciones económicas del fondo

En cuanto a las condiciones económicas, es necesario distinguir dos aspectos: a) las comisiones de gestión, el retorno preferente a los inversores o *hurdle rate* o la remuneración del *carried interest* a los gestores y b) la estructura especial de remuneración de los ECF que debe seguir el fondo entre el aportante público y los inversores privados.

a) Respecto a las condiciones generales del fondo, ambos programas establecen explícitamente que deben estar en línea con las prácticas habituales de la industria. Las bases de las distintas convocatorias de Fond-ICO Global establecen algunas indicaciones que deben cumplir las comisiones de gestión, o el retorno preferente¹³⁾ a diferencia de los ECF, que no proporciona ningún detalle al respecto, dejando a cada fondo candidato que lo establezca en su propuesta. En cualquier caso, los requisitos señalados por Fond-ICO Global en sus convocatorias no hacen sino explicitar las prácticas en vigor en el mercado y por tanto detallan o explicitan el principio general que comparten los dos programas.

b) La estructura de remuneración detallada en el programa ECF es la siguiente: Una vez que el ECF ha cubierto sus gastos y obligaciones (incluida la comisión de gestión), los ingresos obtenidos de las desinversiones se distribuirán entre los inversores siguiendo el siguiente orden de prioridad.

1. En primer lugar, un retorno preferente al BBFL, calculado como un interés sobre los fondos invertidos en el ECF. Esta tasa de retorno se determinará al inicio de la vida del fondo en función de las condiciones de financiación del gobierno del Reino Unido existentes en esos momentos. En la actualidad el tipo de interés aplicable es del 3%¹⁴⁾.

2. Devolución de las aportaciones de capital a todos los inversores (BBFL e inversores privados)

3. Distribución de beneficios a los inversores privados y al BBFL según un ratio pre-fijado que se habría propuesto en la solicitud inicial del fondo ECF y, en su caso, a los gestores del fondo vía *carried interest* también determinado al solicitar el fondo.

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

En el caso de Fond-ICO Global, los fondos que se constituyan con recursos públicos como resultado de las distintas convocatorias, funcionarán con las condiciones de mercado habituales en la industria, y siempre en régimen de igualdad de trato entre todos los inversores. A la hora de establecer la remuneración del fondo, Fond-ICO Global no será objeto de ningún trato preferente ni tampoco lo serán los inversores privados. Como se dice explícitamente en las convocatorias del programa, los términos y condiciones para la inversión en el fondo, deberán ser iguales para todos los partícipes del mismo. Esta es una de las principales diferencias entre ambos programas. La asimetría de los retornos que se produce en los ECF entre el inversor público y los inversores privados, contrasta con el trato igualitario de todos los inversores en Fond-ICO Global.

3.5. Derechos del inversor público y de los inversores privados

El programa de ECF menciona, por ejemplo, que siguiendo la práctica del mercado, cada fondo tendrá un Comité de Inversores que incluirá representantes del BBFL y de algunos o todos los inversores privados. En el mismo sentido, sea cual sea la participación de capital público, Fond-ICO Global tendrá derecho a designar un miembro en el Comité de Supervisión del fondo y a mantener dicho derecho durante todo el tiempo en que siga siendo titular de una participación.

En cuanto a la toma de decisiones, como se ha comentado en el apartado anterior, no hay diferencia entre los derechos de Fond-ICO Global como inversor público respecto a los de los inversores privados, rigiendo en todo momento el principio *pari passu*, por lo que en todos los fondos de los que forme parte, Fond-ICO Global votará en la toma de decisiones en función del porcentaje de su participación. Esta situación difiere en parte de la establecida en el programa de ECF. Si bien en principio el BBFL participará en aquellas decisiones que, de forma habitual en estos casos, requieren la aprobación de la mayoría de los inversores¹⁵, el inversor público renuncia en parte a estos derechos: A pesar de que su participación a menudo pueda ser mayoritaria, se estaría desincentivando a otros inversores a aportar recursos al fondo si pudiera tomar decisiones importantes sin tenerlos en cuenta, por lo que se requiere el acuerdo con la mayoría de los inversores privados en estos casos.

Los requisitos de información a proporcionar por el fondo siguen las prácticas habituales del mercado en ambos fondos, por lo que tanto el BBFL o Axis como los inversores privados recibirán informes periódicos sobre la actividad del fondo y sus inversiones. Además de estos informes, el programa de ECF establece que los fondos constituidos deben proporcionar información adicional acerca de, por ejemplo, el impacto de sus inversiones en el *equity gap* entre otros aspectos. El único requisito adicional que se solicita por parte de Fond-ICO Global, es la obligación de ser notificado ante cualquier hecho que afectara materialmente a su posición como titular de participaciones del fondo.

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

3.6. Requisitos de la inversión en las empresas participadas

Los fondos financiados con recursos públicos adjudicados tanto a través del programa español como del británico, deberán ser gestionados por profesionales del sector privado, con el fin de invertir principalmente en el capital social de las empresas participadas, si bien se permite un cierto margen para otros instrumentos como deuda *mezzanine*. Las inversiones en instrumentos puros de deuda quedan explícitamente excluidas del programa ECF. El programa Fond-ICO Global, no menciona esta prohibición de forma expresa, pero se entiende que salvo en los casos en que la convocatoria contemple específicamente la categoría de los fondos de deuda (como fue el caso de la tercera), la inversión en títulos puros de deuda queda excluida del programa.

En ambos programas el objeto de inversión son PYME no cotizadas con perspectivas de crecimiento, pues el objetivo último es la reactivación y el impulso de la economía de la zona estimulando capital privado en aquellas empresas que tienen por sí mismas dificultades de acceso a la financiación. Los ECF se dirigen a empresas jóvenes o de reciente creación, cubriendo desde *start-ups* hasta empresas en fase de expansión. Fond-ICO Global, en función de cada categoría, abarca empresas en cualquier fase de su desarrollo, por lo que es posible invertir también en incubación o en compañías establecidas, quedando estos casos en cambio excluidos de la actividad de los ECF¹⁶. Además, los ECF deben necesariamente realizar sus inversiones en empresas con problemas de acceso a financiación, es decir, afectadas por el *equity gap*. De hecho, el programa menciona que si el segmento de la industria que se está considerando para invertir estuviera bien atendido en cuanto a financiación, no se considerará que el ECF esté cubriendo un auténtico *gap* o fallo en el mercado. El programa es claro acerca de este requisito, pero también lo es en exigir que la inversión se seleccione con criterios económicos.

En cuanto al límite de la inversión en cada empresa participada, mientras que el programa ECF fija claramente el límite de 5 millones de libras, Fond-ICO Global no especifica ninguna cuantía para la inversión del fondo, fijando unos rangos muy amplios por categoría.

Por último, existen diferencias en el tratamiento de los requisitos de inversión regional en la zona. Mientras que los ECF sólo pueden invertir en empresas o líneas de negocio que estén orientados predominantemente a la economía del Reino Unido, Fond-ICO Global exige unos volúmenes mínimos de inversión en España¹⁷, puesto que uno de sus objetivos fundamentales es proporcionar vías alternativas de financiación para las empresas españolas, pero no condiciona en modo alguno el resto de inversiones del fondo receptor.

En la siguiente tabla se muestran las principales conclusiones del análisis realizado, de forma más sintetizada.

Tabla 3. RESUMEN DEL ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS PROGRAMAS FONDICO GLOBAL Y ENTERPRISE CAPITAL FUNDS		
Similitudes		Diferencias
Estructura y objetivos del programa		
Intervención pública directa	Tipo de intervención pública	
Colaboración público-privada (<i>Public Private Partnership o PPP</i>)	Diseño del programa	
Co-inversión de recursos público-privados en un fondo de capital riesgo	Entidades gestoras (Axís y BBFI)	
El sector público no interviene en la gestión del fondo	Fecha de inicio	ECF 2005; Fond-ICO Global 2013
Gestión privada profesional con criterios de mercado	Detención	ECF: 400 millones £ en 2005, 400 millones adicionales 2015-2017 Fond-ICO Global: 1.300 millones € en 2013, 300 millones adicionales en 2015
Filiales operativas de gestión profesional	Fondos financiados	En Diciembre 2016: ECF 23 fondos ; Fond-ICO Global 48
participadas al 100% por organismos públicos (ICO y BBF)		
Estructura y características de los fondos		
Principalmente, fondos que invierten en capital expansión o en <i>venture capital</i>	Tipo de fondos financiados	Fondos ECF solo <i>venture capital</i> o capital expansión Fond-ICO Global también fondos de incubación e incluso de deuda Los ECF no distinguen tipos de fondos Fond-ICO Global utiliza distintas categorías y los requisitos varían (incubación, <i>venture capital</i> , capital expansión o deuda)
Práctica habitual de la industria: 10 años prorrogables 2 más	Número de fondos a financiar	ECF no especifica; Fond-ICO fija un nº máximo de fondos por categoría en cada convocatoria ECF especifican esta duración Fond-ICO Global no menciona duración pero la sigue al ser la habitual en la industria
No especificado en ninguno de los dos programas	Duración	
Orientados en principio a gestoras nacionales e internacionales	Tamaño del fondo	
	Gestora del fondo	Todos los ECF hasta la fecha son de gestoras domiciliadas en el Reino Unido Fond-ICO Global marca componente internacional (1/3 fondos son de gestoras no españolas) En el caso de Fond-ICO Global los límites varían por categoría
Se establece como % de los recursos totales del fondo con un máximo monetario	Límite de la aportación pública	
Estructuras jurídicas habituales en la industria	Estructura del fondo	Todos los ECF utilizan <i>Limited Partnership</i> // Fond-ICO Global financia fondos con una ECR española y diferentes estructuras de otros países de la UE
Tabla 3. RESUMEN DEL ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS PROGRAMAS FONDICO GLOBAL Y ENTERPRISE CAPITAL FUNDS (continuación)		
Similitudes		Diferencias
Procedimiento de adjudicación		
Proceso competitivo	Adjudicación	ECF: proceso continuo, en cualquier momento; Fond-ICO Global: convocatorias
Mismos criterios para seleccionar los fondos que financiar: (1) estrategia de inversión (2) equipo gestor responsable de la inversión (3) captación de capital privado (4) condiciones económicas Desglosan cada criterio y ordenan los requisitos según su importancia	Criterios de selección	El programa ECF explica e interpreta los criterios de forma más abierta Fond-ICO Global los concreta, tabula y evalúa con mayor detalle
Proceso lo menos oneroso posible para el solicitante	Proceso	
Documentación a aportar claramente especificada	Plazo para constituir el fondo	ECF 6 meses, Fond-ICO Global 18 meses
Posibilidad de solicitar información adicional		
Condiciones económicas del fondo y otros derechos de los partícipes		
Comisión de gestión, <i>hurdle rate</i> y <i>carried interest</i> en línea con prácticas de mercado	Condiciones económicas (I)	ECF no dan ninguna indicación más, Fond-ICO Global establece unos límites por categoría
	Condiciones económicas (II)	ECF presentan asimetrías en sus retornos entre inversor público e inversores privados En Fond-ICO Global rige el principio <i>pari-passu</i> entre todos los inversores
Derecho a un representante en el Comité de Supervisión o de Inversiones	Otros derechos de los partícipes	ECF: el inversor público vota según participación, pero con acuerdo mayoritario de otros inversores Fond-ICO Global: el inversor público votará según su participación
Informes periódicos a todos los inversores sobre la actividad del fondo	Requisitos de información	ECF exige información adicional (sobre el impacto en el <i>equity gap</i> etc.) Fond-ICO Global sólo si se algún cambio afecta a su posición en el fondo
Requisitos de inversión en las empresas participadas		
Principalmente títulos de capital, algo de <i>mezzanine</i>	Activo en que invertir	ECF prohíbe explícitamente invertir en deuda Fond-ICO Global puede invertir en deuda, y lo ha hecho (3ª convocatoria)
PYME no cotizada con potencial de crecimiento	Tipo de empresa	ECF exige además que esté afectada por el <i>equity gap</i>
	Madurez de la empresa	ECF se centra en <i>start-ups</i> y empresas jóvenes Fond-ICO Global orienta en cada categoría, pero financia empresas en cualquier fase de desarrollo
	Tamaño de la inversión	ECF establece un límite de 5 millones £ (ampliable en ocasiones, máximo absoluto 15 millones) Fond-ICO Global fija límites por categorías, amplios (v.g. Máx 100 millones€ en capital expansión)
	Inversión regional	ECF exige que las participadas se enfoquen principalmente en el Reino Unido Fond-ICO Global exige en cada categoría un nivel de inversión en España y libertad en el resto de inversiones

IV. CONCLUSIONES

Entre las razones aducidas habitualmente para justificar la participación pública en la industria de capital riesgo está la voluntad de promover la actividad emprendedora como motor de innovación y crecimiento económico. De igual forma, la intervención estatal tiene razón de ser en los casos en que existe un fallo estructural en el mercado, como ocurre con frecuencia en la financiación de las PYME y

empresas jóvenes, donde se ha detectado la presencia de un *equity gap* persistente. Y, entre las posibles formas de actuación pública, la experiencia indica que las iniciativas de coinversión público-privadas están resultando sumamente eficaces en mercados de muy diferente índole y grado de desarrollo.

En este sentido, son numerosas las iniciativas públicas para promover la industria de capital riesgo que proliferan en Europa en la actualidad. En este trabajo se han elegido, en particular, dos programas públicos exitosos, puestos en marcha en dos países con una trayectoria bastante diferente en el mercado de capital riesgo, como son: España y el Reino Unido. De hecho, el mercado español tiene aún mucho camino por recorrer y un potencial por desarrollar, mientras que la industria británica está más consolidada, además de ser un referente en el ámbito europeo.

Como se ha expuesto en el apartado anterior existen muchos aspectos comunes entre el programa Fond-ICO Global y el de *Enterprise Capital Funds*. Ambos son programas públicos orientados a suplir las carencias de financiación en PYME y empresas jóvenes mediante un programa de colaboración público-privada. Los dos programas estructuran la inversión del sector público como una coinversión en fondos de gestión privada que movilizan también recursos de inversores privados para, posteriormente, invertir en las empresas participadas. Los criterios de selección de los fondos candidatos y las condiciones de funcionamiento de los mismos son similares en ambas iniciativas, debiéndose en general acomodar a lo que se consideran las mejores prácticas en el mercado.

A pesar de estos paralelismos, los dos programas muestran ciertas divergencias. Por una parte, si nos fijamos en el tamaño, el programa español ha tenido un mayor alcance más amplio en sus tres años y medio de vida, con un compromiso de inversión de más de 1.100 millones de euros en 48 fondos. De hecho, las cifras del programa del ICO más que duplican los resultados del programa británico, que lleva en vigor desde 2005. Por otro lado, el tratamiento recibido por el inversor público también es diferente, ya que el programa Fond-ICO Global sigue un principio estricto de *pari passu*, mientras que el programa ECF muestra algunas asimetrías entre inversores públicos y privados (a favor de unos u otros dependiendo del aspecto tratado). Las diferencias también se plasman en cuestiones formales, como son los criterios de selección contemplados en los dos programas. En el caso de Fond-ICO Global las condiciones necesarias para que los fondos sean seleccionados están explicadas con mucho detalle y cuantificadas para cada requisito exigido, mientras que el programa ECF expone dichos requisitos de una forma más abierta. No obstante, esto no se traduce en una mayor flexibilidad en la práctica del programa británico, más bien parece que Fond-ICO Global es menos restrictivo en su implementación.

En resumen, la conclusión más evidente del análisis comparativo entre los *Enterprise Capital Funds* del Reino Unido y el programa español Fond-ICO Global es que ambos han sido cuidadosamente planificados y diseñados y están gestionados de forma eficiente, lo que les convierte en iniciativas exitosas de coinversión público-privada.

Desde su puesta en funcionamiento en 2013, la actividad de capital riesgo española ha experimentado una notable recuperación, reconociendo el mercado desde el principio el relevante papel de Fond-ICO Global en esta mejoría, ya que además de inyectar fondos en la industria, el sector público ejerció una función catalizadora al actuar como inversor ancla, mejorando la confianza de los inversores privados. Se trata de una opinión generalizada, que podemos ver plasmada por ejemplo en el Premio de Honor «Impulso al Capital Riesgo» recibido por esta iniciativa en 2015 en la 8ª edición de los Premios al Capital Riesgo en España, así como en los resultados de los informes elaborados periódicamente por KPMG sobre las «Perspectivas del Capital Riesgo en España», donde se destaca la contribución del programa en la dinamización del sector de capital riesgo (KPMG, 2016).

También en el caso de los *Enterprise Capital Funds* existe un consenso general sobre la eficacia de los mismos a la hora de gestionar el problema de financiación (*gap* inferior a 2 millones de libras) en empresas jóvenes con altas perspectivas de crecimiento, sin detectarse en las asignaciones de fondos duplicidades o desplazamiento indebido de recursos (BALDOCK, 2016). Se identifica, sin embargo, una necesidad de reexaminar el tamaño y perfil de los ECF para que su impacto en el ecosistema emprendedor británico sea más significativo y duradero. En este sentido, VAN DER SCHANS (2005) señala la importancia del *British Business Bank* en el diseño y seguimiento de estos fondos y en la correcta integración de los mismos dentro de su amplia labor de atención financiera a PYME.

Por tanto, el sector público ha de continuar impulsando el mercado de capital riesgo en Europa y los programas de coinversión público-privados, como los dos analizados en este trabajo, deberían establecerse como elementos permanentes en la industria.

V. BIBLIOGRAFÍA

- ACS, Z. J., AUDRETSCH, D. B., BRAUNERHJELM, P. & CARLSSON, B. (2012). Growth and entrepreneurship. *Small Business Economics*, 39 (2), 289-300.
- ASCRI (2016). *Informe del Capital Privado en España 2016*, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.
- AXIS/ICO (2016). Bases para la selección de sociedades gestoras de fondos para la inversión por Fond-ICO Global, octava convocatoria, diciembre.
- BALDOCK, R. (2015). An assessment of the business impacts of the UK's Enterprise Capital Funds. *Government and Policy*, 34 (8), 1556-1581.
- BBB (2014). Enterprise Capital Funds. Guidance for Prospective Managers. British Business Bank, noviembre.
- BBB & ICAEW (2015). *The business finance guide*. British Business Bank e Institute of Chartered Accountants in England and Wales, agosto.
- BERNSTEIN, S., LERNER, J., SØRENSEN, M. & STRÖMBERG, P. (2010). Private Equity and Industry Performance. *NBER Working Paper* 15632, National Bureau of Economic Research. Obtenido de <http://www.nber.org/papers/w15632> (último acceso: 15 de febrero de 2015).
- BIS (2009). *The Supply of equity Finance to SMEs: revisiting the Equity Gap*. SQW Consulting. A report to the Department for Business Innovation and Skills.
- (2012). SME Access to External Finance. Department for Business Innovation and Skills, *BIS Economics Paper*, 16, enero.
- CARLSSON, B., ACS, Z. J., AUDRETSCH, D. B. & BRAUNERHJELM, P. (2009). Knowledge Creation, Entrepreneurship, and Economic Growth: A Historical Review. *Industrial & Corporate Change*, 18 (6), 1193-1229.
- Comisión Europea (2016). *Annual Report on European SMEs 2015/2016: SME recovery continues*, Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs, noviembre.
- (2015). *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. COM (2015) 468 final, septiembre.
- (2014). Amendments to the existing aid scheme «Enterprise Capital Funds». C (2014) 135 final, enero.
- DE LOS RÍOS SASTRE, S., RODRÍGUEZ GARCÍA, I. & SAÉNZ-DÍEZ ROJAS, R. (2015). Claves para el éxito de las iniciativas públicas en el sector del capital

- riesgo: análisis de Fond-ICO Global. *Anuario de Capital Riesgo 2014* , Instituto de Capital Riesgo, Madrid.
- DTI (1999). Addressing the SME Equity Gap: Support for Regional Venture Capital Funds. *Consultation Document from de Department of Trade and Industry* .
- ECB (2016). *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - SAFE* (April 2016 to September 2016). European Central Bank, noviembre.
- EVCA (2014). Private equity's contribution to building European businesses, Essential work 2014-2019, noviembre.
- EY (2014). Member State policies to facilitate access to finance for SMEs: United Kingdom, Ernst and Young, junio.
- GEM (2016). *Global Entrepreneurship Monitor - Informe GEM España 2015* , Centro Internacional Santander Emprendimiento.
- HELLMANN, T. & PURI, M. (2000). The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies* , 13 (4), 959-984.
- HMT & SBS (2003). Bridging the Finance Gap: Next Steps in Improving Access to Growth Capital for Small Businesses. *A report from Her Majesty's Treasury and Small Business Service*.
- Invest Europe (2016). 2015 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments, mayo.
- KORTUM, S. & LERNER, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics* , 31 (4), 674-692.
- KPMG (2016). Perspectivas del Capital Riesgo en España, tercera edición, febrero.
- LERNER, J. (2009). *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed, and What to Do About It* . Ed. Princeton University Press.
- MASON, C. & PIERRAKIS, Y. (2013). Venture capital, the Regions and Public Policy: the United Kingdom since the Post-2000 Technology Crash. *Regional Studies* , 47 (7), 1156-1171.
- MICHELACCI, C. (2003). Low Returns in R&D Due to the Lack of Entrepreneurial Skills. *Economic Journal*, 113, 207-225.
- MURRAY, G. C. (2007). *Venture capital and government policy* . En Landström H. (Ed.), *Handbook of Research on Venture Capital* . Cheltenham: Ed. Edward Elgar Publishing.
- SAMILA, S. & SORENSON, O. (2010). Venture Capital as a Catalyst to Commercialization. *Research Policy* , 39 (10), 1348-1360.
- STRÖMBERG, P. (2009). *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings* , septiembre. Obtenido de <http://ssrn.com/abstract=1429322> (último acceso: 20 de noviembre de 2016).
- VAN DER SCHANS, D. (2015). The British Business Bank's role in facilitating economic growth by addressing imperfections in SME finance markets. *Venture Capital* , 17 (1-2), 8-25.

FOOTNOTES

1

En este sentido, son interesantes las reflexiones realizadas en el seno de la asociación europea de capital riesgo sobre los posibles efectos del Brexit en aspectos técnicos y legales del mercado de *private equity* en Europa, todo ello si finalmente el Reino Unido sale de la UE. Consúltese a este respecto <http://www.investeurope.eu/policy/key-topics/brexit>.

2

El término capital riesgo en este artículo engloba tanto las inversiones realizadas en las primeras fases de desarrollo de las empresas (*venture capital*), como la inversión en empresas más consolidadas (*private equity*), conforme a la acepción del mismo comúnmente utilizada en España. No obstante, en ocasiones se utilizarán los términos en inglés con la intención de distinguir entre ambos tipos de operaciones.

3

Los avances conseguidos por los 28 Estados miembros, así como las novedades sobre esta iniciativa, pueden consultarse en http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm.

4

Entre otros, pueden consultarse Strömberg (2009) y Bernstein et al. (2010), así los trabajos allí citados.

5

Hasta octubre de 2015, denominada *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA).

6

Por citar algunas de sus iniciativas, recordemos el programa *InnovFin - EU Finance for Innovators* , destinado principalmente a la financiación de empresas innovadoras o el programa COSME (*Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises*). Para más información sobre las actividades del FEI puede consultarse <http://www.eif.org/what-we-do/equity/single-eu-equity-instrument/innovfin-sme-vc/index.htm>

7

Entre otros, *Silicon Valley* o Tel-Aviv que ocupan los puestos primero y cuarto, respectivamente, en el ranking del *Startup Ecosystem Report 2015*, presentan en sus orígenes una intervención del sector público que resultó crítica en el impulso de la región durante sus primeros años de crecimiento.

8

Acerca del papel del emprendimiento empresarial como conexión entre la creación de conocimiento y el crecimiento económico, se pueden consultar entre otros: MICHELACCI (2003), ACS et al. (2012), CARLSSON et al. (2009) y SAMILA & SORENSON (2010).

9

La sociedad Axis acaba de celebrar su 30 aniversario, siendo una gestora muy activa en la industria de capital riesgo española y promoviendo desde sus inicios proyectos considerados pioneros. Para más información sobre los fondos gestionados por Axis, puede consultarse <http://www.axispart.com>.

10

Se recomienda consultar BBB (2014) o BBB & ICAEW (2015), para más detalle acerca del programa.

11

La presencia de inversores extranjeros que no sólo aporten capital sino también *know-how* , experiencia y lo que se conoce como las mejores prácticas (*best practices*) del sector, con el fin de desarrollar una industria de capital riesgo local y convertirla en parte del mercado global de esta actividad, es habitualmente reconocido como un factor clave en el éxito de los programas públicos de capital riesgo. En este sentido, consultar las recomendaciones de LERNER (2009) o la experiencia del programa *Yozma* de Israel en DE LOS RIOS et al. (2015) entre otros.

12

No obstante, en las primeras convocatorias de Fond-ICO Global el plazo otorgado fue también de seis meses, pero las más recientes parecen haber adoptado ya definitivamente el plazo de 18 meses.

13

Por ejemplo, se establece un *hurdle rate* mínimo del 8% para todas las categorías, y una comisión de gestión máxima del 2% para capital expansión, 2,5% para fondos de *venture capital* y 3% para fondos de incubación.

14

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

15

Por ejemplo, para decidir sobre la extensión de la vida del fondo, la sustitución del gestor del fondo o posibles cambios en las condiciones de funcionamiento del fondo.

16

Los ECF consideran empresas jóvenes a las PYME que sean de reciente creación y que aún no estén operando en ningún mercado o que lleven funcionando menos de siete años desde la comercialización inicial de sus bienes o servicios. Fond-ICO Global especifica los requisitos sobre la madurez de la empresa participada, como en otras ocasiones, según la categoría del fondo: el capital expansión se enfoca a empresas de al menos 3 años de vida, mientras que los fondos de *venture capital* invierten en empresas ya constituidas pero de menos de 5 años y, los de incubación en empresas de menos de 2 años.

17

Los volúmenes mínimos de inversión en compañías españolas van desde un 50% del total del fondo para *venture capital* y capital expansión (o dos veces la inversión de Fond-ICO Global) hasta un 90% en el caso de los fondos de incubación.