

Carlos Lavilla Rubira*

EL CAPITAL RIESGO COMO FORMA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

El sector de capital riesgo español está formado en la actualidad por alrededor de 200 entidades. Durante sus más de 28 años de existencia, esta industria ha invertido más de 38.000 millones de euros en 6.500 empresas; al final del año 2013, la cartera de participadas por el sector estaba compuesta por más de 2.305 empresas. La inversión del capital riesgo se dirige fundamentalmente a financiar el nacimiento y la expansión de las empresas en las que invierte (así es en el 90 por 100 de las 2.305 empresas mencionadas), y se dirige, sobre todo, a las pymes: el 56 por 100 de las 2.305 empresas tenía menos de 20 trabajadores y el 85 por 100 menos de 200 en el momento de la inversión.

Palabras clave: capital riesgo, pyme, financiación no bancaria, recursos propios, empleo, desarrollo, competitividad.

Clasificación JEL: G32, L53.

1. Introducción

El cambio de ciclo iniciado en 2008 ha implicado importantes cambios estructurales en las principales economías europeas, entre los que se encuentra un sistema bancario europeo en pleno proceso de desapalancamiento mediante la reducción de flujos de crédito tanto a las empresas como a las familias. En consecuencia, el tejido empresarial se encuentra con un problema de financiación, cuyo efecto directo supone un retraso en la salida de la crisis. La escasez de crédito se agrava en el caso español, en el que la financiación bancaria representa el 80 por 100 de la financiación de las empresas. A los problemas de escasez hay que añadir que en España el crédito bancario es restrictivo

y a un precio más elevado que en otros países europeos, lo que limita aún más su papel de financiador de la actividad empresarial, en especial para la pyme española, cuyo peso supone el 99 por 100 de la estructura económica.

Para el crecimiento de la economía es fundamental el acceso de las empresas a la financiación, de ahí que la cláusula 27 del Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera, acordado en 2012, exponga que «la intermediación financiera no bancaria debe reforzarse» y que habrán de prepararse «propuestas para el fortalecimiento de los mecanismos de intermediación financiera no bancaria, incluyendo los mercados de capitales y el capital riesgo». Sin duda el capital riesgo es uno de los principales instrumentos de intermediación financiera no bancaria y, en concreto, el principal mecanismo para proporcionar financiación a través de recursos propios a largo plazo a las empresas no

* Presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI).

cotizadas, es decir, a la casi totalidad de las empresas y de las iniciativas de emprendimiento en España. Este reconocimiento por parte del Gobierno se materializó en 2013, cuando se puso en marcha el primer fondo de fondos de capital riesgo público en España, dotado con 1.200 millones de euros, lo que viene a complementar y a apoyar a un sector que, a pesar de la crisis, ha seguido desarrollando su actividad, contribuyendo a impulsar la competitividad del tejido empresarial español, en un contexto económico complicado.

Este artículo tiene como objetivo introducir la actividad de capital riesgo, analizar sus características, conocer su evolución en los últimos años, describir su nuevo marco legislativo y el papel que juega en la economía.

2. Concepto del capital riesgo

El capital riesgo, en términos generales, consiste en la aportación de recursos propios tomando una participación temporal mayoritaria o minoritaria en el capital de empresas no cotizadas, con el objetivo de financiar el nacimiento, crecimiento o desarrollo ulterior de las mismas.

Junto con la financiación bancaria, la financiación de los mercados de capitales y la financiación directa por parte de los empresarios, el capital riesgo constituye uno de los pilares básicos de la financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas.

Las peculiaridades del capital riesgo frente a otras fuentes de financiación se pueden resumir en los siguientes puntos.

— La existencia de un inversor especializado (entidad de capital riesgo ECR¹) que, además de recursos,

¹ Según la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras en España, las entidades de capital riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de Valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Se pueden encontrar los siguientes intermediarios financieros de capital riesgo: Sociedad de Capital Riesgo (SCR), Fondo de Capital Riesgo (FCR), Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGECR).

aporta capacidad de gestión y de creación de valor a la empresa participada.

— La aportación de recursos a la empresa se hace, normalmente, a través de suscripción de acciones, aunque también se pueden utilizar otros instrumentos financieros, tales como los préstamos participativos, préstamos subordinados o suscripción de obligaciones convertibles.

— Las adquisiciones que llevan a cabo las entidades de capital riesgo tienen un carácter temporal.

— El período en el que se mantiene la inversión es largo (entre tres y siete años).

— Los retornos se materializan una vez finalizado el período de inversión a través de un mecanismo de salida, que puede estructurarse mediante venta a otras empresas, colocación en el mercado de valores, venta a otra entidad de capital riesgo o venta al propio equipo directivo o a los accionistas originales.

La inversión de capital riesgo puede realizarse en cualquier etapa de la vida de una empresa:

— En la creación de la empresa

— En su crecimiento o expansión (crecimiento orgánico, compra de competidores, apertura de nuevos mercados)

— En su transmisión (venta por la familia accionista, venta por una gran empresa).

Partiendo de esta particularidad se establecen los dos términos fundamentales que hacen referencia al sector. La inversión de *Venture Capital* es la aportación de capital en una empresa que se encuentra en fase inicial o de desarrollo temprana, mientras que el *Private Equity* se dirige a empresas en crecimiento o ya consolidadas². El sector de capital riesgo anglosajón distingue los dos tipos de actividad, utilizando los términos *Venture Capital* y *Private Equity*. En España, por el contrario, el término capital riesgo engloba ambos tipos de inversión, si bien cada vez es más habitual hacer la

² En esta categoría de inversión entrarían además las operaciones de expansión, las operaciones de capital sustitución y *buy outs* (operaciones en las que en la adquisición de la empresa participan los actuales directivos de la empresa adquirida).

ESQUEMA 1

CARACTERÍSTICAS DEL VENTURE CAPITAL VERSUS PRIVATE EQUITY

<i>Venture Capital</i>	<i>Private Equity</i>
Gestión del crecimiento	Gestión de los flujos de caja
Apoyo al emprendedor	Apoyo a los directivos expertos
Tecnología innovadora	Sectores tradicionales ya establecidos
<i>Due diligence</i> financiera limitada	<i>Due diligence</i> financiera amplia
Generalmente inversión minoritaria	Generalmente inversión mayoritaria
Desinversión incierta	Desinversión clara
Alto riesgo	Riesgo limitado

FUENTE: ROURE, J. (2005). El ciclo del capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.

misma distinción para indicar las diferentes modalidades de inversión.

Aunque el *Venture Capital* y el *Private Equity* tienen elementos comunes entre sí, tales como la participación de un inversor profesional y la aportación de capital y gestión en compañías que no cotizan en bolsa, también presentan unas características propias, tal y como se resume en el Esquema 1.

3. Impacto del capital riesgo en la economía española

Desde el año 2005, ASCRI ha publicado diversos estudios midiendo el impacto económico y social de esta actividad en la economía española. Las conclusiones de los siete estudios publicados hasta el momento, aun realizándose para períodos de tiempo distintos, coinciden en señalar que las compañías respaldadas por el capital riesgo estimulan la economía y la dinamizan, al crecer más rápidamente, generar más empleo, invertir con más fuerza e internacionalizarse más que las compañías no financiadas por este instrumento. Asimismo, se ha demostrado que el capital riesgo impulsa el desarrollo de nuevas empresas, las cuales, en líneas generales, perduran mejor en el tiempo, por lo que se puede decir que

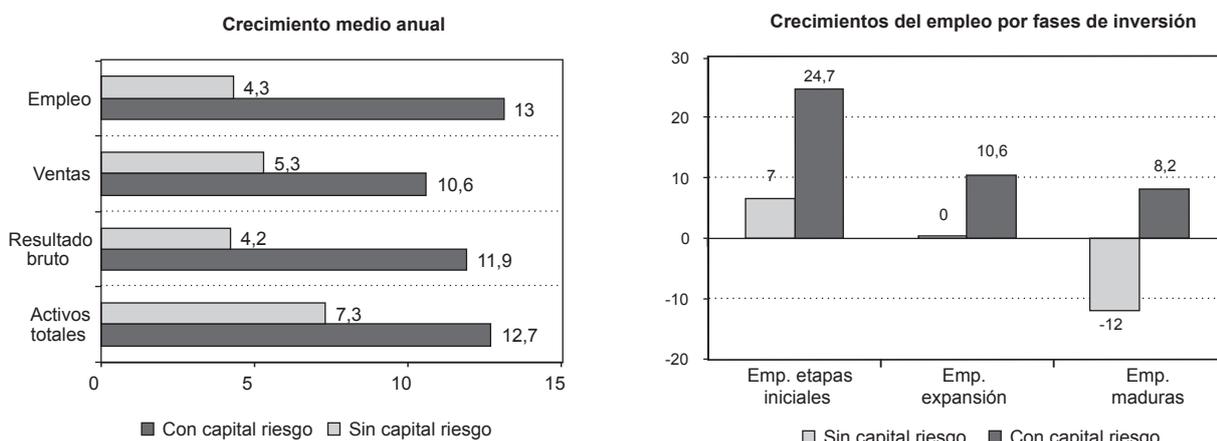
este tipo de financiación reduce la tasa de fracaso empresarial.

En el Gráfico 1 se pueden ver los resultados de la evolución de los principales indicadores empresariales de las empresas participadas por el capital riesgo en España, entre 1996 y 2008, en comparación con empresas similares que no dispusieron de este tipo de financiación. Este análisis muestra que en las empresas participadas por capital riesgo, el empleo, el resultado bruto y las ventas crecieron notablemente más rápido que en empresas comparables no financiadas por el capital riesgo.

Desde la perspectiva del empleo también se ha comprobado que la creación de puestos de trabajo se produce, independientemente de la fase en la que se encuentre la empresa invertida, a tasas muy superiores a sus comparables que no contaron con recursos del capital riesgo.

Los resultados positivos que muestran estos estudios se explican por factores de creación de valor que son característicos de la inversión de capital riesgo, que se añaden a la inyección de recursos: profesionalización de la gestión, estabilidad financiera, credibilidad frente a terceros, apertura a nuevos enfoques de negocio, mejor alineación de intereses entre propiedad y gestión y experiencia en otros mercados y sectores, entre otros.

GRÁFICO 1
IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL CAPITAL RIESGO
(En %)



NOTA: Muestra formada por 1.158 empresas participadas por capital riesgo y sus respectivas comparables que no han contado con este tipo de financiación. Ambos conjuntos son similares en términos de distribución geográfica, sector económico y tamaño de las empresas.
FUENTE: «Informe de impacto económico y social del capital riesgo en España 2011», elaborado por José Martín Pellón, de la Universidad Complutense de Madrid.

4. Orígenes y trayectoria del capital riesgo

La inversión de capital riesgo comenzó en Estados Unidos, tras la Segunda Guerra Mundial, cuando un conjunto de inversores privados impulsaron la sociedad *American Research & Development*, con el objetivo de invertir en *start ups* tecnológicas con un alto componente de riesgo, buscando, junto a otros objetivos, estimular el crecimiento de la economía norteamericana.

En España, este instrumento financiero llegó con cierto retraso pero con el mismo espíritu. Los antecedentes de esta actividad se remontan a principios de los años setenta, con la creación por parte del Estado de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia, Sodiga. La puesta en marcha de esta sociedad de inversión tenía el objetivo de promover el tejido empresarial, impulsando proyectos de la región que se encontraban en procesos de constitución o arranque. Posteriormente, tras

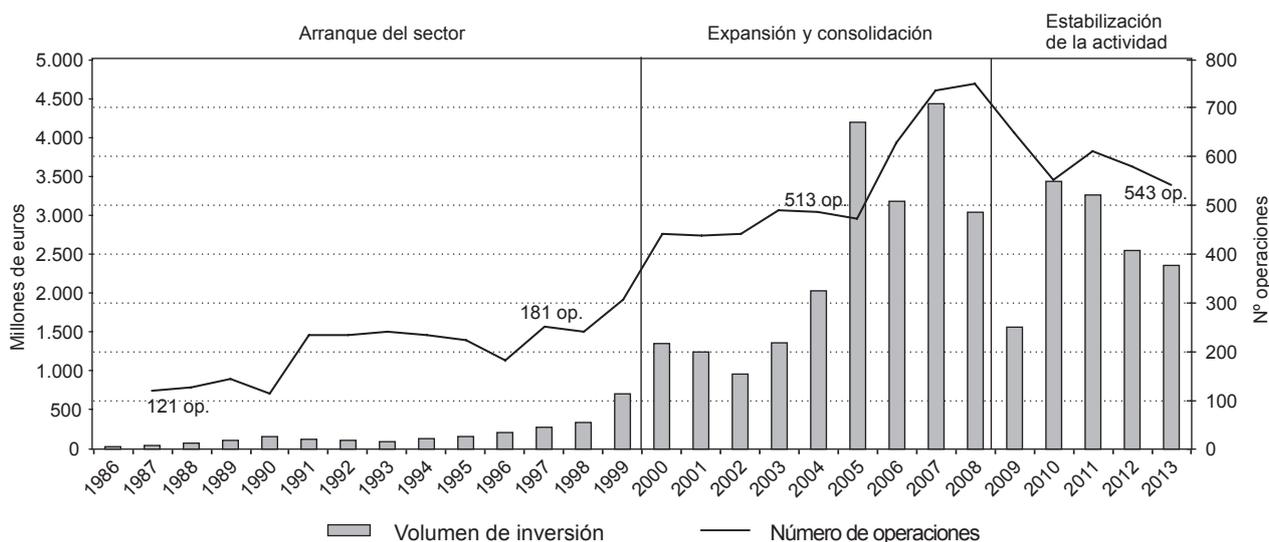
la aprobación del Decreto 18/1976, este instrumento se fue replicando a través de la creación de sociedades similares en otras regiones, hasta alcanzar un total de 22, las cuales, por regla general, tenían un accionariado mayoritariamente público. En estos primeros años la actividad de capital riesgo era poco significativa, debido a la escasa difusión y conocimiento del concepto entre los empresarios y a la ausencia de un marco legal y fiscal específico.

A partir de este período, las etapas que determinan la evolución del sector en España se pueden concretar en las siguientes:

1ª etapa. Nacimiento del sector en España y de la Asociación (1986-1999)

Coincidiendo con la primera legislación específica del sector (Ley 1/1986) y la entrada de España en la

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN ESPAÑA
(Volumen y número de operaciones)

FUENTE: ASCRI/webcapitalriesgo.

Unión Europea, comienza un primer período de crecimiento marcado por la incorporación de entidades internacionales al mercado nacional de capital riesgo y por la creación de las primeras entidades privadas nacionales. En esta etapa predomina la financiación a empresas existentes, liderada por entidades privadas. El inversor público continuó dirigiéndose a empresas de pequeña dimensión o en proceso de puesta en marcha y en términos relativos su actividad fue perdiendo peso. Tanto los inversores públicos como privados se fueron incorporando a la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), constituida en 1986.

A finales de esta etapa, en 1999, se aprueba la segunda ley del sector: Ley 1/1999 de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras, que supuso un factor determinante para el impulso del sector en la siguiente etapa (Gráfico 2).

2ª etapa. Consolidación de la actividad (2000-2008)

El año 2000 marcó un importante salto cuantitativo en la actividad, ya que por primera vez en la trayectoria del capital riesgo en España se alcanzó un volumen de inversión y captación de fondos superior a los 1.000 millones de euros. Desde entonces la inversión registrada ha superado siempre esta cifra, y a lo largo de esta etapa se mantuvo en una senda de crecimiento.

La publicación de la Ley de Capital Riesgo 25/2005, que sustituyó a la anterior, constituyó un catalizador del desarrollo y consolidación del sector en España. La nueva regulación introdujo diversas modificaciones dirigidas a dotar de mayor flexibilidad la actividad, dinamizarla y modernizarla, incorporando novedades como la creación de la figura «fondo de fondos³» o la

³ Fondos que toman participaciones en otros fondos de capital riesgo.

adquisición de empresas cotizadas con el objeto de su exclusión del mercado. Asimismo, esta ley atribuyó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el grueso de las competencias regulatorias en materia de acceso a la actividad y supervisión. Este marco legislativo situó a España entre los países europeos con una legislación más favorable para el desarrollo del sector de capital riesgo. El dinamismo del sector a lo largo de este período no solo se manifestó en términos de volumen, sino también en términos de mayor madurez, al incorporar características propias de los principales mercados internacionales de capital riesgo: mayor competencia, al aumentar el número de operadores nacionales gracias al impulso de la captación de fondos, mayor presencia de operadores internacionales y operaciones más grandes y sofisticadas.

Esta etapa posicionó a España entre los principales mercados europeos de capital riesgo, junto con Reino Unido, principal mercado en Europa, Francia, Alemania e Italia. Actualmente, la aportación del sector de capital riesgo a la economía española está en torno al 0,23 por 100 del PIB, en línea con la media europea: (0,25 por 100) y con mercados de capital riesgo tan importantes como el francés o alemán, donde la contribución al PIB es del 0,29 por 100 y el 0,18 por 100 respectivamente. Sin embargo, este porcentaje está alejado del de Reino Unido, líder indiscutible europeo de esta industria, cuyo peso respecto al PIB se sitúa en torno al 0,50 por 100⁴ (Gráfico 3).

3ª etapa. Recesión económica, cese del crecimiento de la actividad (2009 - 2013)

La crisis económica también afectó al capital riesgo, tanto en España como en el resto del mundo, al ser un sector muy vinculado al ciclo económico. En este período, el conjunto de la actividad se reduce como resultado de la dificultad para captar nuevos fondos, mientras que la falta de financiación bancaria de acompañamiento

complica la estructuración de operaciones de tamaño mediano grande, la cartera de empresas participadas por el conjunto del sector sufre los efectos de la recesión y la falta de compradores frena la desinversión.

Sin embargo, el sector mantiene la actividad principal que lo caracteriza como financiador de la pyme, invirtiendo cada año en unas 500 empresas, de las cuales el 85 por 100 son pymes. En este período destaca el papel de los fondos internacionales de capital riesgo, cuya actividad en España a través de la inversión en operaciones de gran tamaño, sostiene el mercado nacional de capital riesgo y demuestra la confianza en el tejido industrial español. Paralelamente, el *Venture Capital* que hasta antes de la crisis tenía un peso reducido en el conjunto de la actividad, comienza a tomar protagonismo a través de entidades nacionales, impulsando la inversión en *start ups*, especialmente las tecnológicas, y configurándose como un actor relevante en la financiación de este tipo de empresas⁵.

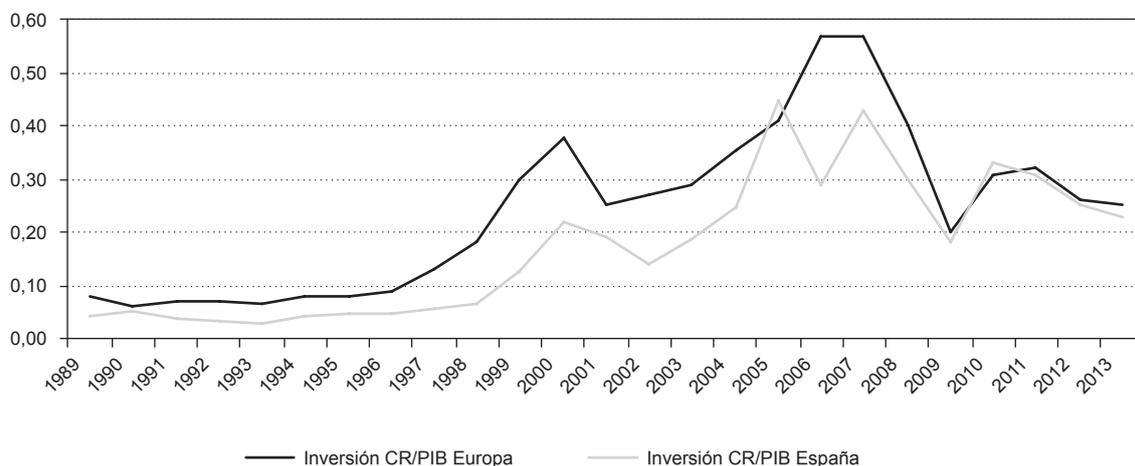
2014 ¿Inicio de una nueva etapa?

En el segundo semestre del 2013 se produjo un cambio de escenario económico al combinarse varios factores positivos. Por una parte, los principales indicadores macroeconómicos comenzaron a recuperarse como resultado de las reformas económicas llevadas a cabo y del aumento de la competitividad de las empresas españolas. Simultáneamente, la percepción del inversor internacional cambió significativamente y España de nuevo comenzó a atraer inversión extranjera (en 2013 España ocupaba el noveno puesto en el *ranking* de países que recibieron mayor volumen de inversión extranjera). Esta tendencia se ha mantenido en la primera parte de 2014, registrando crecimientos importantes en las principales variables de actividad del capital riesgo inversión, captación de recursos y desinversión). Cabe notar, en especial, el aumento de la captación de fondos por parte

⁴ Según datos EVCA / PEREP_Analytics, 2014.

⁵ De las 543 operaciones cerradas en 2013, 377 fueron operaciones de *Venture Capital*.

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN COMO PORCENTAJE DEL PIB EN ESPAÑA Y EUROPA
(En %)

FUENTE: ASCRI/webcapitalriesgo y EVCA/PEREP_Analytics.

de las entidades nacionales, cuya dificultad para levantar nuevos fondos para la inversión estaba comprometiendo el desarrollo de su actividad inversora.

El dinamismo de la actividad se produce coincidiendo con un nuevo marco legal, resultado de la transposición de la Directiva Europea de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa, cuyos detalles se describen en el apartado 5.

5. Nuevo marco regulador⁶

A partir de 2014 se establece un nuevo régimen regulatorio de las entidades de capital riesgo en España; Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades

gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, la Ley).

La Ley tiene por objeto *i)* transponer la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa (en adelante, la AIFMD), que entró en vigor el 21 de julio de 2011 y que fija el marco armonizado de condiciones de autorización, comercialización, conducta y organización de las gestoras de los fondos de capital riesgo a nivel europeo; *ii)* regular la nueva figura de entidades de capital-riesgo pymes (ECR-Pymes), para promover la financiación de empresas en sus primeras etapas de desarrollo; y *iii)* revisar el régimen de capital-riesgo para fomentar una mayor captación de fondos, que permita la financiación de un mayor número de empresas.

Las principales novedades para el sector de capital riesgo en virtud del Proyecto de Ley se pueden resumir en los siguientes puntos:

⁶ Para este apartado se ha contado con la colaboración de Isabel Rodríguez, socia de King&Wood Mallesons SJ Berwin.

Ámbito de aplicación de la Ley

La Ley pasa a ser de aplicación, además de a las gestoras de entidades de capital riesgo, a aquellas que gestionen entidades de tipo cerrado, entendiéndose como tales aquellas que cuenten con políticas predefinidas de inversiones y de reparto de retorno entre los inversores que puedan estar operando en España con forma de sociedad mercantil, invirtiendo en valores no cotizados, pero que no cumplieran con el régimen de inversiones y de diversificación previsto en la legislación anterior. La nueva Ley excluye de su ámbito de aplicación aquellas entidades cuyos estatutos o documentos constitutivos restrinjan la captación de capital a un único inversor.

Sin perjuicio de lo anterior, las sociedades que gestionasen entidades de capital riesgo (ECR) antes de la entrada en vigor de esta Ley y que no vayan a efectuar nuevas inversiones, podrán seguir gestionándolas sin necesidad de adaptarse a las exigencias del nuevo texto.

Nuevo régimen de autorización e información

En la nueva normativa se produce una simplificación sustancial del régimen de intervención administrativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), si bien se mantiene el requisito de autorización previa para las sociedades gestoras y sociedades de capital riesgo autogestionadas. Por tanto, para la constitución de fondos y sociedades de capital riesgo, cuya gestión se delegue a una sociedad gestora previamente autorizada, sólo se necesitará llevar a cabo un registro *ex post*. De este modo, se produce la eliminación de cargas administrativas que lastraban la competitividad del capital riesgo en torno a 19.000 euros anuales.

Por el contrario, la Ley establece un régimen más detallado sobre la información que las SGEIC deberán facilitar tanto a los inversores como a la CNMV, debiendo publicar, por cada una de las ECR o entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICCs en adelante), que gestionen, un informe anual y un folleto informativo.

Específicamente, el folleto informativo deberá editarse con carácter previo a su inscripción en el registro administrativo y el informe anual estará integrado por las cuentas anuales, el informe de gestión, el informe de auditoría, la información sobre remuneraciones de altos directivos, así como todo cambio material en la información proporcionada a los partícipes o accionistas que se haya producido durante el ejercicio objeto del informe.

Creación de nuevas entidades de inversión

La Ley introduce en el ordenamiento jurídico la creación de los siguientes tipos de entidades: *i)* las EICCs que, careciendo de objetivo comercial o industrial, recaban capital de inversores mediante actividades comercializadoras para su ulterior inversión, sin estar sujetas a un régimen de inversión específico, diferenciándose de este modo de las entidades capital riesgo; *ii)* ECR– Pymes, consideradas como un tipo especial de ECR que, pudiendo adoptar la forma jurídica de fondo o sociedad de capital riesgo, deberán mantener al menos un 75 por 100 de su activo computable en préstamos participativos, instrumentos híbridos, acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital e instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la ECR-Pyme ya tenga una participación a través de alguno de los instrumentos anteriores, todo ello en aras a financiar a las pequeñas y medianas empresas para, finalmente, acabar con la fuerte dependencia de éstas de los créditos bancarios, sobre todo en las fases de desarrollo y expansión; y finalmente *iii)* las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) para reemplazar a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGEICR).

Comercialización y gestión transfronteriza

Por otra parte, se establece, por primera vez en el ordenamiento jurídico español, el régimen específico

para la comercialización de acciones o participaciones de entidades españolas de capital riesgo, mediante actividad publicitaria a colectivos tales como: *i)* inversores considerados clientes profesionales; *ii)* directivos, administradores o empleados de la sociedad gestora; *iii)* así como inversores que comprometan, al menos, 100.000 euros y declaren, por escrito, en un documento distinto al acuerdo de suscripción, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto.

Asimismo, se permite a las gestoras con «pasaporte europeo» gestionar entidades de capital riesgo, toda vez que éstas estén establecidas en algún Estado miembro de la Unión Europea, permitiendo de esta manera la gestión transfronteriza de entidades de capital riesgo autorizadas por el organismo regulador de otro Estado miembro de la Unión Europea.

Flexibilización del coeficiente obligatorio de inversión

Sigue vigente la obligación de las ECR de mantener al menos un 60 por 100 de su activo computable en *i)* acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad; *ii)* la inversión en acciones y participaciones en el capital de empresas no financieras que cotizan o se negocian en un segundo mercado de una bolsa española, en un sistema multilateral de negociación español o en mercados equivalentes de otros países y *iii)* la concesión de préstamos participativos a las mismas.

Sin embargo, la nueva Ley amplía el tipo de activos a los que se puede destinar esta inversión obligatoria, incluyendo: *i)* inversiones a través de préstamos participativos (sin limitación, siempre que se dirijan a empresas que sean objeto de su actividad, cuya rentabilidad esté completamente ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa); y/o *ii)* la inversión en acciones o participaciones de otras ECR. Este último punto supone una importante novedad respecto a la deroga-

da LECR, al desaparecer los denominados fondos de fondos.

Asimismo, la Ley amplía los supuestos en los que se permite el incumplimiento temporal del coeficiente obligatorio de inversión: *i)* aportación de recursos adicionales a las ECR y *ii)* disminución de capital en una Sociedad de Capital Riesgo autogestionada.

Otras novedades

Asimismo, la Ley establece otras novedades con respecto a la legislación anterior, principalmente relacionadas con los requisitos de estructura y organización de las SGEIC, con el objetivo de garantizar el control de riesgos, liquidez y de conflictos de interés, así como para cumplir con una política de remuneraciones adecuada.

Las SGEIC, cuando sus activos bajo gestión superen unos determinados umbrales (100.000.000 de euros, o 500.000.000 de euros sin apalancamiento y sin derechos de reembolso los cinco primeros años), deberán cumplir con los requisitos establecidos en la AIFMD.

6. Principales magnitudes del sector

Actualmente, el sector de capital riesgo en España cuenta con unas 201 entidades activas, de las cuales 104 son nacionales con mayoría de capital privado, 17 son nacionales con mayoría de capital público y 88 son internacionales, de las cuales 18 cuentan con una oficina en España. El conjunto del sector gestiona aproximadamente 25.000.000 de euros, de los que alrededor de 14.000 millones proceden de inversores extranjeros.

Las tres principales magnitudes que describen al sector son las siguientes: captación de recursos a largo plazo por parte de entidades de capital riesgo, inversión de sus recursos en empresas y desinversión de participaciones y retorno de los recursos a los aportantes de fondos.

Captación de recursos

El inicio de la crisis a partir de finales de 2008 afectó a todas las variables de actividad de capital riesgo y en especial a captación de nuevos recursos⁷, debido a la falta de liquidez por parte de los inversores en un escenario de incertidumbre económica. Del máximo alcanzado en 2007, cuando la captación de fondos en España situó en 5.300 millones de euros, se pasó en los siguientes años a unos 2.000 millones de euros de captación anual. De esta cifra, la parte correspondiente exclusivamente a la captación de fondos por las entidades privadas nacionales experimentó una caída drástica, pasando de los 3.587 millones de euros levantados en 2007 a los 238 millones de euros en 2011, registro mínimo desde el año 2000, que pone de manifiesto la enorme dificultad en la que se ha encontrado el sector para llevar a cabo su actividad de captación, tanto en España como a nivel internacional. En 2013, el Gobierno, a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), creó y puso en marcha el primer fondo de fondos público (Fond-ICO Global), dotado con 1.200 millones de euros⁸ y gestionado por la entidad de capital riesgo pública Axis. Este instrumento ha sido una iniciativa determinante para el futuro del sector de capital riesgo, lo que unido al cambio de percepción de la economía española a partir del tercer trimestre de 2013, ha supuesto un cambio de tendencia reactivando la captación de nuevos fondos de las gestoras españolas. En el primer semestre del 2014 la captación alcanzó un total de 2.112 millones de euros, de los cuales 1.155 millones de euros correspondían a captación nacional privada.

⁷ Esta variable incluye los recursos captados por entidades privadas españolas, el volumen imputado a partir de las inversiones efectivas en España durante el año de las ECR internacionales y los recursos obtenidos de los P.G.E y autonómicos por las entidades de capital riesgo públicas.

⁸ En sus dos primeras adjudicaciones Fond-ICO Global ha aportado a un total de 14 Entidades de Capital Riesgo unos 437.000.000 de euros (que, con el efecto multiplicador sobre otros inversores, supondrá obtener unos compromisos de inversión totales de 1.325 millones de euros).

En la composición de los proveedores de recursos al capital riesgo destacan las empresas no financieras, particulares e inversores públicos, que aportaron el 23 por 100, 15 por 100 y 13 por 100, respectivamente, como promedio en el período 2009-2013, así como las instituciones financieras (20 por 100), que redujeron su peso a la mitad respecto al anterior período en el que se posicionaban como principal aportante. Destaca el reducido peso de los inversores institucionales nacionales, como los fondos de pensiones, que no superan el 1-2 por 100 de aportación de los fondos de capital riesgo captados anualmente, frente a la relevancia de este tipo de inversor a nivel internacional en los fondos europeos y norteamericanos de capital riesgo, a los que suelen aportar entre el 22 por 100 y el 48 por 100, respectivamente⁹, de los recursos captados por el sector.

Inversión

Desde el año 2000 la inversión de capital riesgo en la economía española siempre ha superado los 1.000 millones de euros de inversión anual, alcanzando su máximo en 2007, cuando se invirtieron 4.431 millones de euros. El último dato disponible para el primer semestre del 2014 arroja un total de inversión de 1.174 millones de euros de inversión en más de 200 empresas. La inversión de capital riesgo en España destaca por dirigirse fundamentalmente hacia la pyme (entre el 80 por 100 y el 90 por 100 de las operaciones de inversión anuales son de menos de cinco millones de euros en empresas en fase de arranque y expansión). Estas inversiones están protagonizadas por las ECRs nacionales. Por el contrario, los fondos internacionales de capital riesgo destacan por su papel a la hora de financiar compañías en operaciones de gran tamaño, dotando al mercado español de mayor peso (en el primer semestre 2014 estos fondos contribuyeron al 70 por

⁹ Según datos de la EVCA para Europa y del Private Equity Growth Capital Council para Estados Unidos.

100 del volumen invertido). No obstante, también hay que señalar el aumento de interés de los fondos internacionales de *Venture Capital*, cuya actividad financiadora de *start ups* españolas en coinversión con fondos nacionales está creciendo en los últimos años, debido en parte al crecimiento del ecosistema emprendedor en España.

Desinversión

Con la desinversión o salida de la empresa de capital riesgo de la empresa invertida acaba el ciclo de actividad del capital riesgo. A principios de los años noventa, la desinversión era bastante moderada y de media no alcanzaba los 120.000.000 de euros. El desarrollo de esta variable ha sido bastante más lento que el del resto de los indicadores de actividad de capital riesgo y hasta el año 2005 no se produjo un salto significativo. Ese año se registraron 1.337 millones de euros de desinversión (a precio de coste). En el primer semestre 2014, la desinversión se situó en 1.769 millones de euros en 170 operaciones. Este dato positivo se justifica por el apetito de los inversores extranjeros, tanto industriales como financieros, por las empresas españolas, la apertura de los mercados de deuda y bolsa y unas valoraciones atractivas de las compañías tanto para el vendedor como el comprador.

7. Conclusiones

El resultado de las reformas estructurales llevadas a cabo en la economía española a partir de 2012 se

está empezando a materializar de forma lenta pero sostenida. Entre los elementos dinamizadores destaca la pyme como motor del crecimiento económico; por ello, fomentar e impulsar su acceso a la financiación, tanto propia como ajena, con recursos a largo plazo se presenta como un objetivo fundamental de política económica.

En este sentido, el capital riesgo es uno de los principales instrumentos de intermediación financiera no bancaria, y en concreto el principal mecanismo para proporcionar recursos propios a las empresas no cotizadas en cualquier fase, actividad o región; por ello, la actividad de este sector debe seguir siendo considerada como esencial para contribuir al desarrollo del tejido empresarial español.

Referencias bibliográficas

- [1] ASCRI (varios años): «Informe Venture Capital & Private Equity».
- [2] DELOITTE (2010): «Mejores prácticas y oportunidades de evolución de la industria de capital riesgo». Fundación de Estudios Financieros.
- [3] IEB (2012): «Radiografía del Private Equity tras la crisis financiera».
- [4] MARTÍ PELLÓN, J. (2001): «El Capital Inversión en España, 2000». Cívitas.
- [5] MARTÍ PELLÓN, J. (2012): «Impacto económico y social del capital riesgo 2011».
- [6] PRIVATE EQUITY GROWTH COUNCIL (2013): «Long Term Commitments: The Interdependence of Pension Security and Private Equity».
- [7] ROURE, J. (2005): *El ciclo del capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.

*En el próximo número de
Información Comercial Española. Revista de Economía*

Europa del Este. 25 años después de la caída del muro

*Esther del Campo García
y Ruth Ferrero Turrión* Presentación

Cristina Manzano Porteros El reordenamiento internacional en estos 25 años,
con especial consideración a Europa

Ignacio Molina A. de Cienfuegos La ampliación de la Unión Europea

Francisco J. Ruiz González La Rusia de Putin y sus relaciones con Occidente

Rubén Ruiz Ramas Regímenes neopatrimonialistas en Asia Central

Ruth Ferrero Turrión Las migraciones intraeuropeas del Este de Europa

*Simón Sosvilla Rivero y María
del Carmen Ramos Herrera* Mecanismos cambiarios y adaptación a
la Unión Europea

Esmeralda Linares Navarro La estrategia de offshoring en países de
Europa del Este

Coordinadores: **Esther del Campo García
y Ruth Ferrero Turrión**

Últimos números
publicados:

*La agenda comercial
bilateral de la UE*

*50 Aniversario
de la primera Ley
de Competencia en España*

*Claves de los mercados
internacionales para las
pymes*

*Relaciones UE-Norte de
África*

Números en preparación

Empleo juvenil

*Desarrollo y economía
global*

*España y las relaciones
transatlánticas*

