

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA
(SECCIÓN DONOSTIA – SAN SEBASTIÁN)

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA:
ORGANIZACIÓN, FUNCIONAMIENTO Y ACTIVIDAD**

AUTORA: MAIALEN PAZOS CASCÓN

DIRECTOR: JOSE MARÍA BERAZA GARMENDIA

2018-2019

ÍNDICE DE CONTENIDOS

ÍNDICE DE CONTENIDOS.....	2
ÍNDICE DE TABLAS.....	4
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	5
1. INTRODUCCIÓN.....	7
1.1. OBJETIVO DEL TRABAJO	7
1.2. INTERÉS DEL TEMA.....	7
1.3. METODOLOGÍA SEGUIDA	7
1.4. ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	8
2. CONCEPTO Y FUNDAMENTOS BÁSICOS DEL CAPITAL RIESGO.....	9
2.1. ORÍGENES DEL CAPITAL RIESGO	9
2.2. CONCEPTO DE CAPITAL RIESGO.....	10
2.3. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DEL VENTURE CAPITAL.....	11
2.4. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL CAPITAL RIESGO	12
2.5. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....	15
3. FUNCIONAMIENTO DEL CAPITAL RIESGO.....	17
3.1. PROCEDENCIA DE LAS INVERSIONES EN CAPITAL RIESGO.....	17
3.2. DESTINO DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL RIESGO: ETAPAS.....	18
3.2.1. Fases de desarrollo en las que invertir	18
3.2.2. Etapas del proceso de inversión.....	19
3.3. TIPOS DE ENTRADA DEL INVERSOR DE CAPITAL RIESGO	22
3.3.1. Acciones ordinarias.....	23
3.3.2. Acciones preferentes	23
3.3.3. Préstamos participativos	23
3.3.4. Obligaciones convertibles	23
3.4. TIPOS DE DESINVERSIONES O SALIDAS	24
3.4.1. Recompra de las participaciones por parte de los antiguos propietarios (Manager buy-back)	24
3.4.2. Venta de la participación a un tercero (Trade sale).....	24
3.4.3. Venta a otro inversor de capital riesgo (Secondary buy-out).....	24
3.4.4. Venta en los segundos mercados bursátiles.....	24
3.4.5. Disolución de la sociedad participada (write-off)	25
4. ASPECTOS LEGALES Y FISCALES SOBRE EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA	27
4.1. INTRODUCCIÓN	27
4.2. RÉGIMEN JURÍDICO.....	28
4.2.1. Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR).....	28
4.2.2. Los Fondos de Capital Riesgo (FCR).....	29
4.2.3. Las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado (SGEIC)	29
4.2.4. Las Entidades de Capital Riesgo-pymes (ECR-pymes).....	31
4.3. RÉGIMEN DE INVERSIONES	31
4.3.1. Régimen de inversiones para las ECR ordinarias	31
4.3.2. Régimen de inversiones para las ECR-pymes.....	32
4.4. RÉGIMEN FISCAL.....	33

4.5. NORMAS DE CONDUCTA, SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN.....	34
4.6. COMERCIALIZACIÓN DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO	35
5. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA.....	37
5.1. ORIGEN Y ETAPAS DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA.....	37
5.2. EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA 2008-2017	39
5.2.1. <i>Captación de fondos</i>	39
5.2.2. <i>Gestión de fondos</i>	41
5.2.3. <i>Inversión</i>	41
5.2.4. <i>Desinversión</i>	48
6. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS FUTURAS	53
BIBLIOGRAFÍA	55

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1. - ASPECTOS A TENER EN CUENTA PARA LAS INVERSIONES RESPONSABLES14

TABLA 2. - ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES DE CAPITAL RIESGO.....15

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1. - COMPARATIVA DE LA EVOLUCIÓN ENTRE EEUU, EUROPA Y ESPAÑA 2008 - 2015	10
GRÁFICO 2. - FUENTES DE FINANCIACIÓN DISPONIBLES PARA CADA ETAPA DE DESARROLLO DE LA EMPRESA.....	18
GRÁFICO 3. - EVOLUCIÓN DE LA CAPTACIÓN DE NUEVOS FONDOS	40
GRÁFICO 4. - EVOLUCIÓN DE LA CAPTACIÓN DE FONDOS NACIONALES PRIVADOS POR TIPO DE INVERSOR.....	40
GRÁFICO 5. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE CAPITALES TOTALES EN GESTIÓN.....	41
GRÁFICO 6. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN ANUAL.....	42
GRÁFICO 7. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE OPERACIONES ANUALES	42
GRÁFICO 8. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR FASE DE DESARROLLO	43
GRÁFICO 9. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE OPERACIONES POR FASE DE DESARROLLO..	43
GRÁFICO 10. - COMPARATIVA DE LAS INVERSIONES EN 2017.....	44
GRÁFICO 11. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR NÚMERO DE TRABAJADORES	45
GRÁFICO 12. - EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES POR TAMAÑO DE LA EMPRESA PARTICIPADA	45
GRÁFICO 13. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INVERSIONES POR TAMAÑO DE INVERSIÓN	46
GRÁFICO 14. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR COMUNIDAD AUTÓNOMA	46
GRÁFICO 15. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD..	47
GRÁFICO 16. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INVERSIONES POR SECTOR DE ACTIVIDAD	47
GRÁFICO 17. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE DESINVERSIÓN	48
GRÁFICO 18. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INVERSIONES	49
GRÁFICO 19. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE DESINVERSIÓN POR FASE DE DESARROLLO	49
GRÁFICO 20. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE DESINVERSIONES POR FASE DE DESARROLLO	50
GRÁFICO 21. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE DESINVERSIONES POR MECANISMO DE SALIDA UTILIZADO	50

1. INTRODUCCIÓN

1.1. OBJETIVO DEL TRABAJO

El objeto principal de este trabajo es realizar un acercamiento a la actividad de capital riesgo y mostrar el papel que juega en la economía española. Para ello, voy a centrarme en definir sus fundamentos básicos; su estructura y funcionamiento; su regulación legal y fiscal; y su origen y desarrollo a lo largo de los años. Además, realizaré un análisis de la evolución de los datos de las principales variables de la actividad, desde el comienzo de la crisis económica del año 2008 hasta la actualidad.

1.2. INTERÉS DEL TEMA

El progreso y la competitividad de un país dependen en gran medida del desarrollo de su tejido empresarial. En concreto, en España el principal impulsor del desarrollo económico y de creación de empleo son las pequeñas y medianas empresas (PYMES), que son empresas que cuentan con menos de 250 asalariados. Una de las formas que existen de subdividir a las pymes es a través del número de empleados y, de esta manera, podemos diferenciar las microempresas (menos de 10 trabajadores), las pequeñas empresas (de 10 a 49 trabajadores) y las empresas medianas (de 50 a 249 trabajadores).

Según los datos proporcionados por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, en enero de 2018 se encontraban inscritas en la Seguridad Social 2.847.735 empresas, de las cuales el 99,8% eran pymes: 1.135.054 microempresas, 149.320 empresas pequeñas y 23.402 empresas medianas. Tan sólo se encontraban inscritas 4.487 empresas grandes. Además, estas pymes contaban con más de quince millones de trabajadores en total y generaban casi el 70% del total del empleo (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2018).

Las pymes tienen mayor dificultad para financiarse que las empresas de mayor tamaño, ya que su tamaño condiciona sus posibilidades de acceder a la financiación. Para hacer frente a su falta de recursos propios, además de la banca tradicional, hoy en día existen diferentes sistemas de financiación. En concreto, en este trabajo nos centramos en el capital riesgo, por considerar que es una actividad muy interesante para las pymes, porque además de aportar financiación, ofrecen un servicio de asesoramiento y apoyo en la gerencia, que aporta solvencia y credibilidad ante terceros. Por añadidura, cabe destacar la importante labor que realiza el capital riesgo dirigiendo sus inversiones principalmente a empresas que pertenecen a sectores innovadores.

1.3. METODOLOGÍA SEGUIDA

Para la realización de este trabajo se ha procedido a una búsqueda de información actualizada de los diferentes informes, estudios académicos y de la legislación vigente de la actividad de capital riesgo en España, y posteriormente se ha elaborado una síntesis de la información recogida para obtener una idea general sobre este concepto.

El análisis estadístico se ha basado en los datos publicados en los anuarios de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI)¹, ya que se consideran fiables y que representan la realidad del sector. Se han estudiado las cuatro variables de la actividad (captación de nuevos fondos, gestión de los fondos, inversión y desinversión) y el periodo considerado para el análisis se extiende de 2008 a 2017, para poder observar el efecto de la crisis económica de 2008 y de la recuperación posterior en la evolución de los datos de las diferentes variables del sector.

1.4. ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El contenido de este trabajo se divide en seis capítulos, que comprenden: la introducción, el ámbito teórico, el ámbito empírico y las conclusiones. Nos ubicamos en el primer capítulo, que desarrolla: el objetivo del estudio, el interés del tema, la metodología utilizada y la estructura del trabajo.

El estudio teórico engloba desde el segundo hasta el cuarto capítulo. En el segundo capítulo se define el capital riesgo, sus características principales, las ventajas e inconvenientes que presenta y los diferentes intermediarios financieros que lo componen.

El tercer capítulo viene a explicar la procedencia de los fondos, las diferentes fases de desarrollo de las empresas participadas en las que se puede invertir, las etapas del proceso de inversión y las distintas formas que dispone el capital riesgo para realizar sus participaciones y desinversiones.

El cuarto capítulo está dedicado a los aspectos legales y fiscales que regulan la actividad: los antecedentes legislativos y la Ley actual, las características que deben cumplir los diferentes intermediarios financieros, los diferentes regímenes de inversiones para cada tipo de entidad, el régimen fiscal y las normas de conducta sancionables.

El estudio empírico se realiza en el quinto capítulo, en el que se resumen las etapas que ha atravesado el sector de capital riesgo en España, desde su origen en el año 1970 hasta la actualidad, y se realiza un análisis de la evolución de los datos de las cuatro variables de la actividad durante el periodo 2008 – 2017. También se elabora una breve comparación de la actividad con la de otras zonas geográficas de interés: Estados Unidos y Europa.

En el sexto capítulo se exponen las conclusiones, sintetizando las principales ideas del trabajo, y se concretan las perspectivas que los profesionales de la actividad consideran para el futuro del sector. El presente trabajo finaliza con el apartado donde se detallan las referencias bibliográficas.

¹ ASCRI es el organismo que representa a la industria del *venture capital* y *private equity* en España. Publica estudios de forma regular y proporciona estadísticas e información actualizada sobre la evolución del sector y su marco legal y fiscal. También organiza actividades para los socios y público en general con el fin de difundir y reforzar la contribución del capital riesgo a la economía y el crecimiento de las pymes en España.

2. CONCEPTO Y FUNDAMENTOS BÁSICOS DEL CAPITAL RIESGO

2.1. ORÍGENES DEL CAPITAL RIESGO

En lo relativo al origen de la actividad del capital riesgo, cabe mencionar la distinción que realizan diferentes autores entre el capital riesgo organizado y el no organizado. En concreto, el capital riesgo no organizado tiene sus orígenes en el propio nacimiento de la actividad comercial, donde se exponían recursos para la consecución de empresas comerciales arriesgadas. Sin embargo, el capital riesgo organizado, que se refiere a la actividad efectuada por las entidades especializadas, nace en Estados Unidos en el año 1946.

Así, se considera como capital riesgo no organizado o espontáneo el préstamo que un familiar le puede realizar a un empresario para la puesta en marcha de un negocio del que no conoce previamente el posible riesgo que puede conllevar la promoción de dicha actividad. En un sentido similar, se define como *venture capital* escondido las operaciones en las que artesanos y pequeños empresarios recibían fondos de sus familiares y amigos para poder llevar a cabo una idea realizable pero que no gozaba de las garantías suficientes que los prestamistas tradicionales exigían (Alcalá, 1995).

Valga como claro ejemplo de la actividad de capital riesgo escondido el que mencionan tanto Alcalá (1995) como Martín (1988) en sus respectivas obras, que es la gran inversión realizada por la reina Isabel la Católica de España en la travesía marítima que Cristóbal Colón realizó en busca de las Indias en el año 1492. Aunque hubo varios potenciales inversores que rechazaron participar en el proyecto de Colón, Isabel decidió asumir el riesgo sin recibir a cambio ningún tipo de garantías de que recuperaría el capital invertido.

Por otra parte, el capital riesgo organizado no aparece hasta la finalización de la II Guerra Mundial (1946), con la creación de la primera sociedad de capital riesgo: *American Research and Development Corporation* (ARD)². Tras este conflicto bélico se buscan soluciones para estimular una economía claramente dañada y surge la idea de aprovechar la importante cantidad de capitales inactivos procedentes de las compañías de seguros y los fondos de inversión y canalizarlos para fomentar inversiones productivas (Alcalá, 1995).

El capital riesgo surgió entonces con el convencimiento de que el desarrollo de la I+D, unido a una gestión profesional llevada a cabo por entidades especializadas incentivaría el crecimiento económico. De hecho, tras el éxito de la ARD surgieron más sociedades de este tipo. En concreto, cabe destacar la creación de la *National Venture Capital Association* (NVCA)³ en 1973.

Ahora bien, esta actividad no toma un papel importante en la economía de los Estados Unidos hasta finales de los años setenta y principios de los ochenta del pasado siglo, que es cuando se producen varios cambios legislativos importantes y positivos para el capital riesgo y, a su vez, acontece la revolución tecnológica.

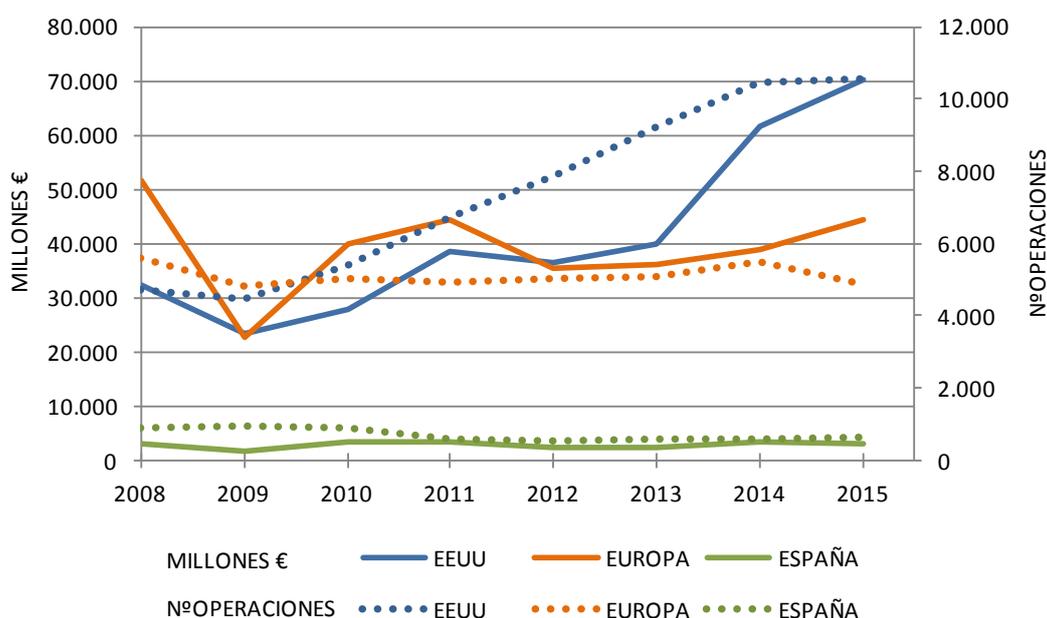
² La ARD fue fundada por George Doriot, ex decano de la universidad de negocios de Harvard y considerado el “padre del capital riesgo”.

³ La NVCA es la asociación de capital riesgo de los Estados Unidos. Sus miembros están comprometidos a financiar a los empresarios más innovadores y trabajan junto a ellos para transformar ideas innovadoras en compañías de crecimiento emergente que impulsen la creación de empleos y el crecimiento económico en los Estados Unidos.

Sin embargo, en Europa la actividad de capital riesgo se desarrolló con posterioridad y siempre a la sombra del indiscutible liderazgo que poseía Estados Unidos en el sector a nivel mundial (Alcalá, 1995). En concreto, en España este instrumento financiero no comenzó a funcionar hasta principios de los años setenta.

El gráfico 1 nos muestra el efecto de la crisis económica mundial del año 2009, tanto en el volumen de inversión en capital riesgo de Estados Unidos, como en el de Europa y España. En el año 2015 se observa claramente la recuperación del sector de capital riesgo en las tres zonas geográficas analizadas y la superioridad que detenta la actividad en EEUU, con un volumen de inversión total de 70.162 millones de euros.

GRÁFICO 1. - COMPARATIVA DE LA EVOLUCIÓN ENTRE EEUU, EUROPA Y ESPAÑA 2008 - 2015



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de NVCA, EVCA y ASCRI

2.2. CONCEPTO DE CAPITAL RIESGO

En lo que concierne al capital riesgo, la EVCA⁴ (*Invest Europe*) realiza una distinción entre dos conceptos de la literatura anglosajona: el *venture capital* y el *private equity*. En sentido amplio, denominado comúnmente como *private equity*, el capital riesgo se define como la actividad financiera que consiste en la inversión en empresas que se encuentran en las diferentes fases de desarrollo. Sin embargo, en un sentido restringido, denominado como *venture capital*, el capital riesgo se entiende como la actividad financiera destinada a las primeras fases de desarrollo de empresas de nueva creación o en proceso de crecimiento.

En ambos casos, además del soporte financiero, se desarrolla como valor añadido un apoyo gerencial en la empresa participada. La estancia dentro de las empresas participadas es temporal y las entidades de capital riesgo obtienen un beneficio del éxito

⁴ La EVCA es una asociación que tiene por objetivo co-regular el sector del capital riesgo en la Unión Europea. Su principal objetivo es tratar los problemas de asimetría o agencia que se producen en las operaciones tanto de *private equity* como de *venture capital* y, para ello, publica unos estándares y códigos de conducta para que las entidades que deciden formar parte de la asociación puedan adherirse a dichos documentos.

de las mismas. En otras palabras, el objetivo es que con la ayuda del capital de riesgo, la empresa aumente su valor y una vez madurada la inversión, el capitalista se retire obteniendo un beneficio.

Por lo que respecta a la actividad de *private equity*, se incluyen las operaciones realizadas en empresas en fases más avanzadas, que suponen inversiones de mayor envergadura para poder afrontar retos estratégicos ambiciosos, en las que tanto el riesgo como el potencial crecimiento es menor. En cambio, el *venture capital* realiza operaciones orientadas a las pymes que se encuentran en proceso de arranque o crecimiento y, por tanto, el riesgo y el potencial crecimiento que suponen es mayor.

2.3. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DEL VENTURE CAPITAL

Para la realización de este trabajo he tomado como referencia el capital riesgo en sentido restringido, el referente a las inversiones que se dedican a fomentar el crecimiento de pymes ya existentes o en proceso de creación que tengan proyectos principalmente innovadores. Esto último es otra de las características diferenciadoras del *venture capital*, que realizan inversiones en empresas que pertenecen a sectores dinámicos de la economía, de los que se espera que tengan un crecimiento superior a la media y, por tanto, se obtenga una mayor rentabilidad al realizar la desinversión. La inversión se suele dirigir hacia sectores que emplean innovaciones de diverso tipo como, por ejemplo, las empresas de contenido tecnológico, que es un sector que ofrece mayores posibilidades de expansión y desarrollo.

La importancia de estas inversiones radica en que los proyectos que apoyan, suponen un alto riesgo que las entidades financieras no quieren asumir, puesto que no se aventuran a no conseguir el reembolso de la deuda por estas empresas si el proyecto no sigue adelante o fracasa. Estas empresas no suelen contar con experiencia a sus espaldas que avalen los proyectos que quieren realizar.

Las entidades de capital riesgo constan de profesionales que realizan un estudio previo del proyecto antes de conceder la financiación, dado que no todos los proyectos resultan viables. Son los comités de inversión los encargados de valorar el plan de negocio que les presentan los emprendedores y decidir sobre la conveniencia de financiar dichos proyectos.

La financiación se puede conceder de diferentes maneras, pero la que se realiza con mayor frecuencia es la de compra de acciones por parte de las entidades de capital riesgo en las empresas que necesitan la financiación. Este tipo de financiación se realiza mediante participaciones minoritarias y de carácter temporal, con el objetivo de obtener al cabo de varios años importantes plusvalías como consecuencia de la desinversión. En el caso de realizar la financiación en forma de deuda, convertible o no, se recibe la rentabilidad de los cupones correspondientes en caso de éxito en el proyecto (Beraza, 1992).

“El capital riesgo no se debe confundir con el endeudamiento bancario tradicional. En un préstamo, la entidad financiera tiene derecho a un tipo de interés determinado y al reembolso del dinero prestado independientemente de la evolución de la empresa, garantizando, habitualmente dicho reembolso, en caso de fracaso empresarial. Sin embargo, en el caso del capital riesgo hay una entrada de dinero como contrapartida a la toma de una participación minoritaria en el capital de la empresa, por lo que la rentabilidad y el reembolso de los recursos aportados por la sociedad inversora

dependen directamente de la rentabilidad y éxito empresarial del proyecto” (UNIRISCO Galicia SCR).

Con referencia al tipo de empresa en el que se pueden tomar participaciones, la Ley 22/2014, reguladora de esta actividad, establece que no se podrá realizar la compra de acciones de empresas que coticen en bolsa en los mercados de valores oficiales, con la excepción de que tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación.

Además, como he comentado anteriormente, a diferencia de las entidades financieras, otra de las características esenciales de estas entidades se basa en el apoyo que realizan en la gestión y dirección del proyecto, trabajando muy de cerca con la compañía. Debido a su participación accionarial, estas sociedades inversoras tienen gran interés en el éxito de los proyectos financiados. Es por ello que ofrecen un valor añadido a las empresas receptoras de la inversión integrándose en su consejo de administración para aportar conocimiento y experiencia al equipo, sin pretender quitarle protagonismo al empresario.

Los inversores de capital riesgo ofrecen una gran variedad de servicios de apoyo a la gestión. Por ejemplo, suelen aportar un servicio de consultoría estratégica y planificación de marketing, asesoría técnica y comercial, reclutamiento de personal clave (directivos), acceso a sus redes de contacto, etc. De igual forma, es importante la credibilidad que aporta, en relación con los proveedores, clientes y otras redes de contacto de las empresas participadas, el hecho de que los proyectos se encuentren apoyados por empresas de capital riesgo (Zieling, 2009).

En este sentido, la implicación de las entidades inversoras conlleva una mayor expectativa de éxito en el proyecto. En cuanto a la consideración anterior, Zieling (2009) afirma haber encontrado una alta correlación positiva entre el valor de la implicación del fondo de capital riesgo y el crecimiento de la empresa participada. En el próximo apartado comento de manera más detallada este tema.

2.4. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL CAPITAL RIESGO

La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, tomando en consideración, a su vez, los trabajos académicos independientes publicados por diferentes asociaciones nacionales y consultoras internacionales, confirma el impacto positivo del capital riesgo sobre: el crecimiento de las empresas, la creación de empleo, el fomento de la inversión, la inversión enfocada a la innovación, el impulso hacia la internacionalización, la reducción de la tasa de fracaso empresarial, la mejora de la productividad y la generación de un inversor socialmente más responsable.

En primer lugar, señala que la actividad del capital riesgo hace crecer a sus empresas participadas en mayor medida que las empresas que no reciben este tipo de financiación. Por ejemplo, para el caso de España, se afirma que durante los años 2005 y 2008 los crecimientos medios anuales de las ventas registrados en las empresas participadas por esta actividad fueron superiores al 8% frente a descensos del -7,7% del grupo de empresas comparables (ASCRI, 2012b).

Adicionalmente, las entidades de capital riesgo realizan operaciones de *build up*, consistentes en la adquisición e integración de una o varias compañías para conseguir que sus empresas participadas ganen tamaño y se reduzca la fragmentación de su sector, facilitando el acceso a nuevos mercados, realizar exportaciones y ser más competitivos.

Cabe destacar la importancia que concede el informe de ASCRI (2012b) a la contribución que realiza el capital riesgo a la introducción de nuevos productos para conseguir el crecimiento de dichas empresas.

Otro de los efectos positivos atribuibles al capital riesgo es la creación de empleo. El informe citado anteriormente afirma que la creación de empleo se multiplica hasta 10 veces, según la fase de desarrollo de la empresa. De esta manera, cuanto más joven sea la empresa, mayor es la creación de empleo. Es un ejemplo claro de ello que, durante el periodo 2005 – 2008, las empresas españolas participadas por capital riesgo aumentaron su plantilla en 7.771 trabajadores, mientras que las empresas del grupo de control terminaron el periodo con 941 trabajadores menos (ASCRI, 2012b).

De la misma manera, el capital riesgo fomenta las inversiones que realizan sus empresas participadas en activos tangibles e intangibles, ya que estas empresas dejan de estar limitadas a realizar cierto nivel de inversión por su capacidad interna de generación de recursos. Según este estudio, durante el periodo 2005 – 2008, los activos totales de las empresas apoyadas por esta actividad registraron aumentos del 13% anual frente a una disminución del -3,4% para el grupo de control. En cuanto a los activos inmateriales, las diferencias son más significativas: un aumento del 33,9% medio anual en las primeras frente a la disminución del -16,7% de las segundas (ASCRI, 2012b).

En cuanto a las inversiones en empresas innovadoras, cabe destacar el importante papel que juegan las entidades de capital riesgo. Cada vez son más las entidades de este tipo que realizan inversiones en empresas que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo y pertenecientes a sectores como la medicina, biotecnología y energía. Estas inversiones consiguen aumentar la generación de patentes y la calidad de éstas. En 2011, en España se financiaron a través de la inversión en *venture capital* un total de 581 empresas tecnológicas, de las que 417 se encontraban en una fase inicial de su actividad (ASCRI, 2012b).

Teniendo en cuenta los potenciales crecimientos que tienen estos sectores tecnológicos, con la ayuda de las inversiones en capital riesgo, las empresas muestran un crecimiento más elevado del empleo y del volumen de facturación en comparación con empresas de otros sectores.

En lo que se refiere a la internacionalización, los accionistas internos de las empresas suelen mostrarse cautelosos sobre la decisión de implantarse en otros mercados. Es por ello, que el capital riesgo responde a esta necesidad apoyando a las empresas y dándoles el empujón que necesitan aportándoles la experiencia y los contactos que necesitan. Las empresas de *venture capital* que invierten en equipos españoles innovadores y consiguen la internacionalización de dichas empresas, logran apalancar la innovación de nuestro país y detentar una presencia en el sector tecnológico mundial (ASCRI, 2012b).

A propósito de la longevidad de las empresas, cabe destacar que el capital riesgo consigue que sus empresas participadas sean más sólidas y tengan una esperanza de vida mayor, reduciendo así la tasa de fracaso empresarial. El informe de impacto publicado por ASCRI (2012b) afirma que una vez pasados tres años desde el inicio de la actividad, la tasa de mortandad de las empresas nuevas participadas por capital riesgo es del 6%, mientras que las empresas no financiadas por este tipo de entidades presentan una tasa superior al 60%.

Adicionalmente, hay estudios que determinan que las entidades de capital riesgo mejoran la productividad de las empresas participadas en el corto y largo plazo tanto en

sectores tecnológicos como en sectores tradicionales. En cuanto a la productividad del capital, se observan diferencias significativas en todos los sectores excepto en el de las materias primas. En relación con la productividad del trabajo, el crecimiento es todavía más significativo en el sector de la industria, comercio y servicios; sin embargo, en materias primas y tecnología la diferencia no es relevante (ASCRI, 2012b).

Por otra parte, cabe señalar la reciente tendencia del capital riesgo en todo el mundo a realizar inversiones responsables, a través de la generación de valor en sus empresas participadas mediante las medidas adoptadas en el ámbito ESG (aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo). Aunque en España existen ejemplos de buenas prácticas, el número de firmantes de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de las Naciones Unidas es de 63 empresas españolas de un total de 2.146 (PRI, 2018).

Los factores que motivan la adopción de estas medidas son diversos: demanda de los inversionistas, ahorro de costes, mejora de la reputación, de la transparencia, descubrir nuevas oportunidades de negocio, minimización de ciertos riesgos, entre otros. Las empresas que realizan inversiones responsables consideran los aspectos no financieros, incluidos los aspectos ESG, como componentes determinantes para la toma de decisiones. Los inversores que aplican este modelo tratan de maximizar la rentabilidad a largo plazo, ajustando el riesgo, al contar con mayor información en su toma de decisiones, más allá de los meros datos financieros.

TABLA 1. - ASPECTOS A TENER EN CUENTA PARA LAS INVERSIONES RESPONSABLES

Aspectos ambientales	Aspectos sociales	Aspectos de buen gobierno
Contaminación de aire y agua	Satisfacción de clientes	Normas de contabilidad
Biodiversidad	Protección y privacidad de datos	Aportaciones políticas
Cambio climático	Diversidad e igualdad de oportunidades	Planificación de la sucesión
Deforestación	Atracción y retención de talento	Composición del Consejo
Ecosistemas	Participación de empleados	Sobornos y corrupción
Eficiencia energética	Relación con el gobierno y la comunidad	Ética empresarial
Materiales peligrosos	Gestión del capital humano	Cumplimiento
Degradación de suelos	Derechos humanos	Remuneración a ejecutivos
Agotamiento de recursos	Derechos de los indígenas	Grupos de presión (<i>lobbying</i>)
Gestión de residuos	Estándares laborales (incl. libertad de asociación, convenio colectivo, explotación infantil, trabajos forzados, salud y seguridad en el trabajo, salario mínimo)	Separación de presidente y consejero delegado
Escasez de agua	Relaciones laborales-dirección	Gestión de riesgos
	Comunicaciones de marketing	Comportamiento anticompetitivo
	Venta ética de productos	Diálogo con grupos de interés
	Seguridad y responsabilidad de productos	Estructura del comité de auditoría
	Gestión de la cadena de suministro	Código ético y canal de denuncias

Fuente: ASCRI (2012c)

En la tabla 1 aparecen detallados los aspectos que se tienen en cuenta para la realización de las inversiones responsables. Estos aspectos afectan a empresas de todos los sectores, aunque el grado de prioridad de las cuestiones dependerá del sector, de la ubicación de la compañía y de su cadena de valor.

Por último, cabe mencionar los inconvenientes que presentan este tipo de inversiones. Como he comentado anteriormente, las entidades de capital riesgo después de tomar participaciones en una empresa, comienzan a formar parte de su consejo de administración e influyen en la toma de las decisiones más importantes de esta. Como consecuencia, aunque estas entidades no se involucran en la gestión diaria de las empresas participadas, puede darse el caso de que terminen por tomar el control total de la empresa, lo que constituye una pérdida de autonomía para los inversores iniciales o emprendedores de la empresa.

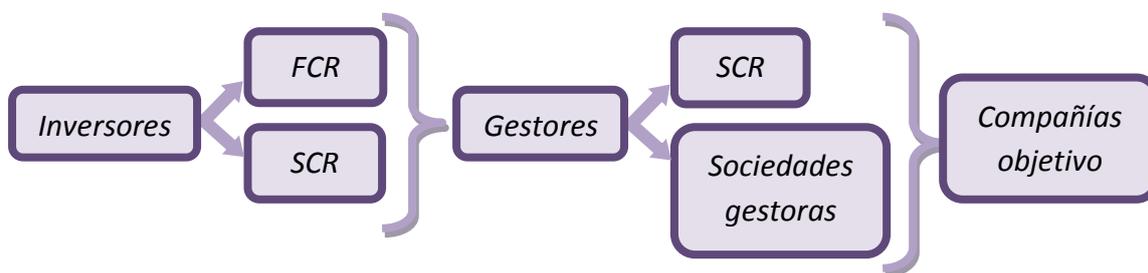
De igual manera, puede surgir un conflicto de intereses teniendo en cuenta que la duración de este tipo de inversiones es a corto y medio plazo. Se puede perder la visión o el *know-how* del negocio, ya que el nuevo equipo gestor busca rentabilizar la inversión del fondo de capital riesgo y puede exigir la firma de contratos que, en ocasiones, pueden priorizar sus intereses sobre los del proyecto financiado.

Por su parte, las entidades de capital riesgo están expuestas a un alto nivel de riesgo en sus inversiones. Al realizar inversiones en empresas con potencial de crecimiento pueden conseguir una alta rentabilidad, ya que si el proyecto resulta exitoso pueden obtener importantes plusvalías en la desinversión. Por el contrario, el proyecto puede fracasar y la entidad ni siquiera podrá recuperar su inversión inicial.

2.5. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Se consideran intermediarios financieros los bancos e instituciones financieras que actúan como intermediarios entre los que tienen dinero para prestar y los que desean obtener el dinero en préstamo. En este caso, la actividad de capital riesgo cuenta con sus propios intermediarios financieros. Principalmente, existen tres tipos de entidades de capital riesgo: los fondos de capital riesgo (FCR), las sociedades de capital riesgo (SCR) y las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo.

TABLA 2. - ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES DE CAPITAL RIESGO



Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse en la tabla 2, estas operaciones consiguen la financiación a través de diferentes tipos de inversores, y las sociedades de capital riesgo y sociedades gestoras canalizan la inversión hacia empresas con déficit de fondos, que escogen tras un proceso de estudio de viabilidad. Es un proceso cíclico en el que se captan fondos de los inversores, se realiza una inversión de carácter temporal en las empresas objetivo y más adelante se liquida la inversión para devolver el capital más las posibles plusvalías a los inversores.

Los fondos de capital riesgo se dedican exclusivamente a la consecución de fondos para la actividad de capital riesgo. Obtienen los fondos a través de diferentes tipos de inversores, como son: los bancos, aseguradoras, fondos de pensiones, empresas privadas, gobiernos o particulares.

Por su parte, las sociedades de capital riesgo pueden desempeñar la función de los fondos y conseguir capital a través de los FCR o de otro tipo de inversores. Además, las sociedades de capital riesgo también se dedican a financiar los proyectos de sus empresas objetivo y a realizar actividades de asesoramiento a empresas que estén participadas o no por ellas mismas. Todas las SCR pueden realizar sus actividades inversoras y de asesoramiento por ellas mismas o a través de una sociedad gestora de capital riesgo.

En lo relativo a las sociedades gestoras, se dedican a gestionar las inversiones de una o varias entidades de capital riesgo, así como el control y la gestión de sus riesgos.

3. FUNCIONAMIENTO DEL CAPITAL RIESGO

En este capítulo se realiza un análisis del funcionamiento de las operaciones de capital riesgo. Para ello, se explica detalladamente el origen y destino de la financiación en capital riesgo, las etapas en las que se estructuran estas operaciones, y las distintas modalidades de entrada y salida que realizan las entidades de capital riesgo respecto de las compañías objetivo.

3.1. PROCEDENCIA DE LAS INVERSIONES EN CAPITAL RIESGO

Antes de comentar la procedencia de las inversiones, cabe reiterar la dificultad existente para encontrar inversores dispuestos a invertir en los proyectos tan arriesgados que son objeto de las operaciones de *venture capital*. Las compañías objetivo de estas operaciones se caracterizan por tener un volumen de ventas que no representa una fuente de ingresos relevante, por lo que no tienen capacidad de autofinanciación, y no disponen de suficientes activos que puedan presentar como garantía o capacidad de retorno de la deuda. Asimismo, cuentan con un modelo de negocio no probado, un bajo peso de la marca, una falta de gestores con experiencia directiva, un entorno tecnológico muy cambiante, unos consumidores muy sensibles ante el precio, la no existencia de histórico de resultados, etc. Por todo ello, este tipo de empresas tan sólo pueden optar a recibir financiación por parte de las entidades de capital riesgo.

Dentro de lo que se denomina como parte inversora, el Banco de España realiza una distinción entre los socios generales y los socios limitados. Los socios generales (conocidos como *general partners*) son los gestores de las entidades de capital riesgo (SCR y Sociedades Gestoras). Su principal objetivo es el de seleccionar las compañías objetivo y participar o asesorar en la gestión de las mismas. Estos agentes obtienen comisiones por los servicios que prestan y en algunos casos realizan, además, aportaciones minoritarias, por lo que se benefician también de la rentabilidad de las inversiones (Banco de España, 2007).

Por otro lado, los inversores limitados (denominados habitualmente como *limited partners*), son socios que aportan recursos en forma de capital y no suelen tomar partido ni en la selección de las adquisiciones que se realizan ni en la gestión de las empresas compradas. Estos socios suelen agruparse en fondos o sociedades y estos, a su vez, financian entidades de capital riesgo.

Entre los socios limitados se encuentran las entidades financieras, los organismos o instituciones públicas, los fondos de pensiones, las grandes compañías, los inversores privados particulares, etc. En concreto, los organismos públicos hacen un gran esfuerzo por tratar de promover la actividad del *venture capital*, participando de forma directa mediante subvenciones o préstamos directos, o mediante la participación en fondos.

Teniendo en cuenta que los inversores limitados no suelen participar en las decisiones de inversión de las entidades de capital riesgo, ambas partes suelen firmar previamente un reglamento en el que detallan las principales características de su relación. En este acuerdo se detallan, entre otros, los sectores y fases de las empresas a financiar; el periodo máximo de permanencia de las inversiones en las empresas participadas; la remuneración de la entidad de capital riesgo (una comisión fija por la gestión y una comisión variable por los resultados); la distribución prevista de resultados de las

inversiones; y la obligatoriedad por parte de la entidad de capital riesgo de informar sobre la evolución de la actividad realizada.

3.2. DESTINO DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL RIESGO: ETAPAS

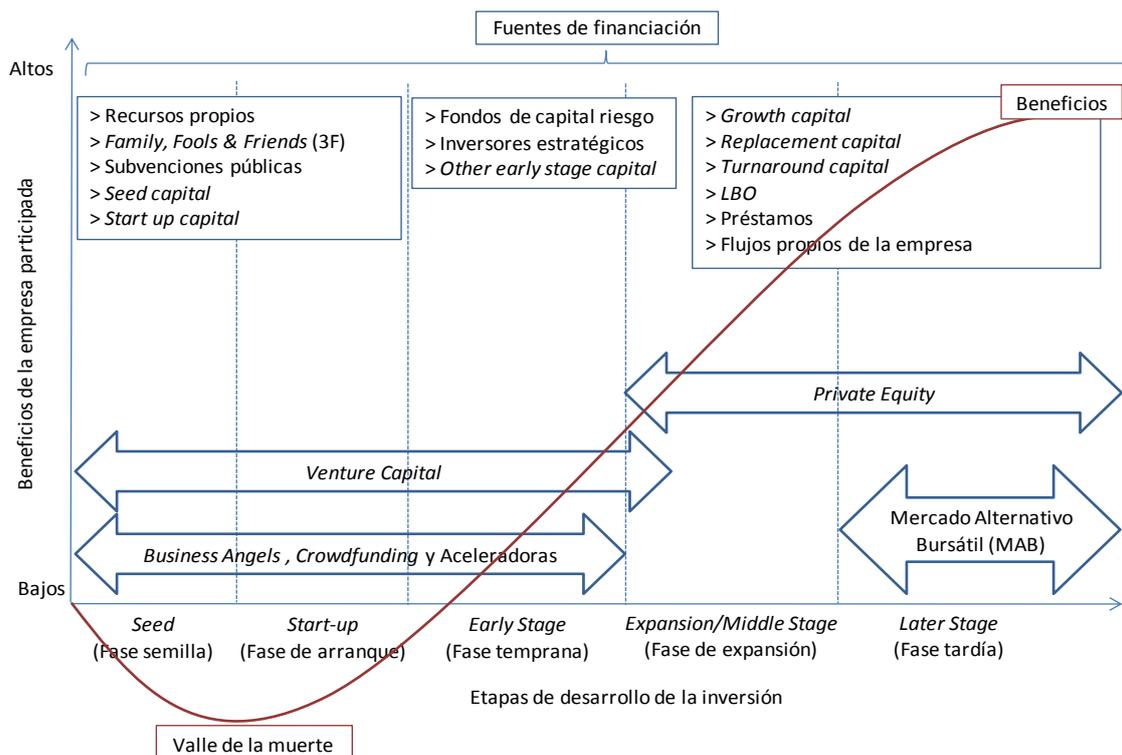
Después de haber realizado la captación de recursos, las entidades de capital riesgo buscan proyectos donde poder canalizar su inversión. A continuación se explican los diferentes tipos de inversiones que se pueden realizar según la fase de desarrollo en la que se encuentre la empresa financiada y se definen las diferentes etapas de las que consta el proceso de inversión de una empresa de capital riesgo.

3.2.1. Fases de desarrollo en las que invertir

Tal y como explican M.Recondo y R.Recondo (2017), las inversiones de capital riesgo pueden llevarse a cabo en distintas fases del desarrollo empresarial y adoptar distintas modalidades y estructuras. Dependiendo de la etapa en la que se encuentre la empresa, el tipo de inversión se denomina de forma diferente y tiene unas características particulares.

El gráfico 2 nos muestra cómo el *venture capital* realiza inversiones en empresas emergentes o algo más desarrolladas mediante operaciones de *seed capital*, *start up capital*, *other early stage capital* y, en ocasiones, *growth capital*. En cuanto al *private equity*, sus inversiones van dirigidas a empresas en etapas de crecimiento o ya consolidadas y realizan operaciones de *growth capital*, *replacement capital*, *turnaround capital* y *LBO*.

GRÁFICO 2. - FUENTES DE FINANCIACIÓN DISPONIBLES PARA CADA ETAPA DE DESARROLLO DE LA EMPRESA



Fuente: Elaboración propia

➤ Venture capital

- Capital semilla o *seed capital*: Es la inversión que se realiza en ideas de negocio o en empresas de recién creación que cuentan con un servicio o producto aún por lanzar al mercado. En este caso tan sólo se realizan pruebas del producto o servicio en cuestión o se desarrollan prototipos del mismo.
- Capital de arranque o *start up capital*: Es la inversión que se puede dedicar al desarrollo del nuevo producto o servicio, y/o al comienzo de su comercialización.
- *Other early stage capital*: Son las rondas de financiación que se realizan cuando la *start up* está en una fase de desarrollo más avanzada.

➤ Private equity

- Capital expansión o desarrollo (*growth capital*): Se refiere a la inversión que se destina al crecimiento de la empresa. En concreto, se suele financiar la producción en masa y la distribución del producto por todo el mercado.
- Capital sustitución o *replacement capital*: Este tipo de inversión se suele dar en casos de empresas familiares o de empresas que están en sucesión donde es necesario efectuar el relevo de parte del accionariado actual de la empresa. También suele darse en casos de empresas muy grandes que cuentan con alguna rama de actividad no estratégica.
- Operaciones apalancadas o *leveraged buy out (LBO)*: Consiste en la compra de empresas en las que una parte sustancial de la operación es financiada con recursos ajenos, garantizados por los propios activos de la empresa adquirida y por el capital aportado por los inversores de la operación.
- Capital de reestructuración o reorientación (*turnaround capital*): Este es el caso de las inversiones que se realizan en empresas que atraviesan momentos difíciles durante un largo periodo de tiempo. Las empresas de capital riesgo suelen implantar grandes transformaciones en este tipo de empresas financiadas para que consigan seguir adelante.

3.2.2. Etapas del proceso de inversión

En este apartado se explican las diferentes etapas del recorrido de la aportación patrimonial de un inversor, desde el momento inicial en el que se realiza la preselección del proyecto hasta el momento final en el que se efectúa la desinversión para la obtención de las plusvalías buscadas, pasando por el análisis del proyecto, la decisión de invertir y el seguimiento de la inversión para asegurar su rentabilidad.

- Primera etapa: Preselección de proyectos

En esta etapa comienza el proceso denominado *due diligence*, que se basa en la investigación y análisis de los proyectos innovadores objeto de los inversores de *venture capital*. El proceso comienza estableciendo una serie de filtros para poder realizar una preselección de los proyectos que serán analizados con mayor profundidad más adelante. Esto no implica necesariamente la participación de la entidad de capital riesgo, ya que existe la figura del *invention broker*, que puede asumir el papel de intermediario entre las partes para tratar de dar a conocer los proyectos innovadores a las entidades de capital riesgo que puedan estar interesadas en financiarlos.

Cabe destacar, que de cada 1000 emprendedores que someten sus proyectos a consideración, son 100 los proyectos suficientemente interesantes para entrevistarse con el emprendedor, y tan sólo 50 de esos proyectos merecen un serio análisis, concluyendo con la financiación exclusiva de 10 de ellos. Por tanto, únicamente se financia el 1% de los proyectos, lo que demuestra el cuidadoso estudio que realizan estas entidades antes de decidir asumir los riesgos de cada inversión (Martín, 1988).

- Segunda etapa: Análisis del proyecto

En segundo lugar se realiza un estudio de la viabilidad del proyecto. El empresario que ha sido preseleccionado para analizar su proyecto más exhaustivamente, presentará un plan de negocio que deberá contemplar la viabilidad de su idea. En dicho plan, se deben definir desde un punto de vista técnico las bases para el desarrollo del proyecto, documentando a los principales competidores y asegurando un amplio mercado objetivo. Además, es necesario que informe sobre la situación económico-financiera de la empresa y cualquier otra información que la ECR considere necesaria.

Por añadidura, Martín (1988) comenta la importancia de tener la patente o modelo de utilidad del producto debidamente inscritas en el Registro de la Propiedad Industrial antes de que el emprendedor contacte con la entidad de capital riesgo, por dos motivos: proteger la idea que pertenece al emprendedor y dar una mayor sensación de seguridad a la potencial inversora sobre la novedad del producto en el mercado y sobre la reducción de las posibilidades de plagio.

Por su parte, la ECR, que cuenta entre su personal con técnicos especialistas en determinados sectores con el fin de poder analizar los proyectos de inversión que se someten a su consideración, deberá revisar la información plasmada en el plan de negocio y podrá contrastarla con la que ellos mismos puedan recabar por su parte. Estas entidades suelen someter los proyectos a una serie sucesiva de filtros hasta que finalmente deciden llevarlos a cabo. De hecho, algunas entidades tienen sus propios criterios de inversión establecidos y si consideran que los proyectos presentados no los cumplen, los rechazan automáticamente. No obstante, los proyectos objeto de los inversores de *venture capital* apenas disponen de un historial analizable y, por tanto, el *due diligence* es más limitado.

Asimismo, las ECR también suelen decidir reunirse con el equipo directivo de la empresa para valorar la honestidad, experiencia y compromiso del mismo, ya que existiría una gran barrera para el desarrollo de la actividad si el equipo directivo no estuviera dispuesto a asumir compromisos de transparencia y honestidad. En ese sentido, la ECR deberá asegurarse de que el proyecto que va a financiar tenga un crecimiento rápido que le reporte las plusvalías esperadas en el corto plazo de la duración previsto para la inversión.

Entretanto, se suele firmar un acuerdo de confidencialidad entre las partes en el que la entidad de capital riesgo se compromete frente a la compañía objetivo a guardar confidencialidad respecto de la información y documentos que reciba durante las negociaciones y a no utilizarla para ningún otro propósito distinto al de evaluar la inversión. De igual forma, aunque es menos habitual, las partes suelen firmar un compromiso de exclusividad, donde la empresa objetivo se compromete frente a la entidad de capital riesgo a no mantener negociaciones con terceros dirigidas a proponer una operación similar o incompatible con la ofrecida por la entidad de capital riesgo (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, 2012).

- Tercera etapa: Realización de la inversión

Después de las consideraciones anteriores, la entidad de capital riesgo puede terminar decidiendo que el proyecto ofertado es viable para participar en su financiación, con lo que comenzará la tercera etapa. Ambas partes intentarán compaginar los respectivos objetivos para elaborar un plan de negocio conjunto en el que se establezcan las acciones necesarias a realizar para llevar a cabo el proyecto y analizarán los distintos instrumentos financieros para definir el que mejor se adecue a las características del proyecto⁵.

Dentro del plan de negocio se suelen definir todas las características del proyecto, como: el objeto y la misión; las personas que participan (equipo directivo, clientes, proveedores y otras personas clave para el proyecto); el análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades) y las posibles soluciones a los aspectos considerados como amenazas y debilidades; y los objetivos estratégicos (cifra esperada de ventas, márgenes, costes y posicionamiento en el mercado).

Por otra parte, con el fin de limitar los posibles conflictos durante la financiación, ambas partes suelen firmar el denominado “contrato de entrada” en el que se definen los derechos y obligaciones de cada parte e, incluso, se suelen incorporar disposiciones en las que se especifica lo que no se puede hacer. También se suelen determinar las particularidades de la liquidación de la inversión de cara a la finalización del contrato entre las partes cuando se considera que se ha cumplido el objetivo establecido⁶.

Teniendo en cuenta que el tipo de empresa objetivo de la actividad del *venture capital* habitualmente se encuentra en estados iniciales de desarrollo, el método de entrada más común es una ampliación de capital mediante la emisión de nuevas acciones. Cabe decir, que la compañía participada puede que necesite una cuantía distinta de financiación para cada etapa de desarrollo del proyecto, por lo que normalmente se realizan diversas aportaciones de recursos. Por ello, tanto en el plan de negocio como en el contrato de entrada se suelen detallar las características de la aportación y el porcentaje de la sociedad que adquiere la entidad de capital riesgo.

Respecto al gobierno corporativo, las ECR suelen exigir tener una representación mínima en el consejo de administración de la compañía participada y exigen mayorías cualificadas para la aprobación de determinados acuerdos de trascendencia para la sociedad. Asimismo, suelen requerir que las reuniones de este consejo tengan una periodicidad mínima (bimensual o trimestral), con el fin de detectar cualquier problema y poder actuar cuanto antes para solucionarlo (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, 2012).

- Cuarta etapa: Seguimiento de la inversión

Una vez firmado el contrato de entrada, la entidad de capital riesgo comenzará con la financiación del proyecto y, con ello, se inicia la cuarta etapa, en la que la ECR se dedica a realizar un seguimiento de la empresa participada para controlar el desarrollo del proyecto. Con el fin de aminorar los riesgos de este tipo de inversiones y de aumentar el valor de las mismas, los inversores de *venture capital* realizan un

⁵ Los diferentes instrumentos financieros vienen explicados en el siguiente apartado de este capítulo: “3.3. Tipos de entrada del inversor de *venture capital*”.

⁶ Las formas de liquidación de la inversión vienen explicadas en el último apartado de este capítulo: “3.4. Tipos de desinversiones o salidas”.

seguimiento más activo de su cartera de participadas que los inversores ordinarios. Este tipo de control sobre las inversiones se denomina *Hands-on approach*.

Las ECR realizan una labor de asesoramiento en sus empresas participadas, proporcionando una serie de recursos y competencias que incrementan el valor añadido de las compañías, con el propósito de revalorizar las empresas en las que invierten en el menor plazo de tiempo posible para poder realizar la desinversión y obtener los beneficios. En ese sentido, Zieling (2009) comenta la alta competencia existente entre las entidades de capital riesgo, ya que este tipo de inversores se diferencian de sus competidores a través de su implicación en las compañías participadas.

Por otra parte, cabe indicar que cualquier incumplimiento de las condiciones del contrato de entrada puede ser causa de resolución del contrato. Por consiguiente, puede exigirse al empresario la recompra de la participación o bien, reclamar responsabilidades por los perjuicios ocasionados (Beraza, 1992).

- Quinta etapa: La desinversión

En último lugar se encuentra la quinta etapa, que se corresponde con la desinversión de la operación de capital riesgo. El proyecto se ha conseguido desarrollar como habían concretado las partes, la ECR ha terminado de cumplir su función y lleva a cabo la salida de la empresa participada mediante la modalidad establecida en el contrato de entrada.

La desinversión consiste en “salir” de la empresa mediante la liquidación de la inversión para distribuir las plusvalías obtenidas entre los inversores. La decisión del momento adecuado para vender las acciones o los activos adquiridos será exclusivamente económica. La ECR participará en el accionariado de la empresa participada el tiempo suficiente para poder maximizar el valor de la misma con vistas a salir de ella en el momento óptimo. Para ello, procurará aguantar el tiempo máximo, al menos hasta que considere que la empresa o los activos están a punto de alcanzar su máxima valoración (Martínez-Echevarría, 2012).

En el mejor de los casos, como consecuencia de la desinversión, la entidad de capital riesgo habrá podido conseguir un retorno positivo de la inversión y, por ello, podrá realizar la distribución de las plusvalías entre sus inversores. Asimismo, podrán decidir retener los beneficios obtenidos para futuras inversiones. Cabe añadir, que la venta de las participaciones de la ECR por un precio superior al que las compraron, viene justificada precisamente por el valor añadido aportado a la empresa participada y para compensar el riesgo asumido durante el periodo de inversión.

3.3. TIPOS DE ENTRADA DEL INVERSOR DE CAPITAL RIESGO

En este apartado se explican los instrumentos más utilizados en la entrada del inversor de *venture capital* en la compañía participada. Como ya he comentado, el instrumento típico de participación son las acciones ordinarias, pero también existen otras modalidades de financiación que pueden ser utilizadas por este tipo de inversores, como son: las acciones preferentes, los préstamos participativos y las obligaciones convertibles.

Entre los factores que se tienen en cuenta a la hora de elegir el instrumento de participación más adecuado para conseguir los objetivos de cada tipo de proyecto, influyen los riesgos que se quieran asumir y la rentabilidad esperada, además de la

existencia o no de un segundo mercado de valores que sea ágil y eficaz, que permita la desinversión. De cualquier modo, los recursos aportados se van a canalizar vía participaciones minoritarias y sin vocación de permanencia.

3.3.1. Acciones ordinarias

Las acciones ordinarias son la fórmula más corriente para la entrada de una entidad de capital riesgo en la empresa en la que se va a participar. La acción representa una parte proporcional del capital social de la empresa y le confiere al poseedor de la misma el régimen normal de derechos y obligaciones integrantes de la condición de socio. Este tipo de títulos transmisibles otorgan asimismo una parte proporcional del patrimonio de la sociedad y de los derechos económicos (dividendo, suscripción preferente y cuota de liquidación) y políticos, como son el derecho de voto y de información (Alcalá, 1995).

3.3.2. Acciones preferentes

Las acciones privilegiadas o preferentes, son aquellas que reconocen derechos o ventajas particulares respecto de las acciones ordinarias. Estos privilegios pueden ser muy variados; no obstante, Alcalá (1995) señala que frecuentemente se otorgan prioridades en la percepción de dividendos, de forma que los accionistas privilegiados los reciben con anterioridad a los poseedores de acciones ordinarias (siempre que se hayan obtenido beneficios suficientes y se destinen a este fin).

3.3.3. Préstamos participativos

Estos préstamos se caracterizan por la participación a largo plazo del prestamista en los beneficios de la empresa financiada. Además de un interés fijo, el prestamista recibe un interés variable en función de la evolución de la empresa beneficiaria. Dicha evolución se puede determinar en función del beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Respecto al rango de exigibilidad, este tipo de préstamo queda subordinado a cualquier otro crédito u obligación de la empresa beneficiaria, situándose sólo delante de los socios de ésta (Cantalapiedra, 2017).

3.3.4. Obligaciones convertibles

Esta modalidad de participación concede al inversor una remuneración por intereses durante el periodo de tiempo fijado para la obligación y después tiene la posibilidad de convertir las obligaciones en acciones. En ese sentido, este instrumento supone un vehículo para la realización de operaciones de *venture capital* cuando el inversor no desea adquirir desde el primer momento la condición de accionista y prefiere mantener, en una primera etapa, la posición más segura del obligacionista (Alcalá, 1995).

Cuando el inversor decida convertir las obligaciones, la sociedad deberá realizar una ampliación de su capital social para poder atender a la conversión. La tasa de conversión puede permitir una cierta plusvalía por la relación de cambio entre las acciones y las obligaciones, que podrá ser fija o variable. Si por el contrario, el inversor no decide convertir las acciones, tras el periodo fijado para la conversión, las obligaciones pasan a ser simples y se les aplica una prima para compensar el interés respecto a los del mercado (Alcalá, 1995).

3.4. TIPOS DE DESINVERSIONES O SALIDAS

El ciclo de las operaciones de capital riesgo siempre culmina con la fase de salida o desinversión. Esta desinversión para desprenderse de las acciones o activos adquiridos como inversión puede realizarse mediante la recompra de la participación por parte de los socios promotores, la venta de carácter privado a distintos tipos de terceros o utilizando el mercado de valores.

3.4.1. *Recompra de las participaciones por parte de los antiguos propietarios (Manager buy-back)*

Consiste en la adquisición de las acciones que son propiedad de la entidad de capital riesgo por parte de los accionistas antiguos o por el empresario al que se le ha financiado el proyecto. Es una de las vías más acordes con uno de los fines fundamentales del capital riesgo, como es la ayuda financiera temporal a los emprendedores tan sólo para crear o desarrollar un proyecto, ya que una vez conseguido esto los emprendedores prefieren continuar con la empresa ellos solos. Además, es una de las formas más sencillas y rápidas de desinversión para las inversiones pequeñas propias de la actividad del *venture capital*.

Este compromiso de venta por parte de la entidad de capital riesgo y de compra por parte del resto de accionistas o del emprendedor se suele plasmar en el contrato de entrada, donde se pacta el plazo aproximado dentro del cual se cierra el ciclo de desarrollo del proyecto, aunque la elección de la fecha exacta queda en manos de la entidad de capital riesgo. La ECR suele exigir algún tipo de garantía por parte de los emprendedores para asegurarse del cumplimiento de la obligación de compra de las acciones (Martín, 1988).

3.4.2. *Venta de la participación a un tercero (Trade sale)*

Esta modalidad consiste en la venta de la participación de la entidad de capital riesgo a un inversor externo, que puede ser una gran empresa, un inversor institucional o un inversor privado. Tal y como menciona la Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros (2012), estos procesos de venta pueden configurarse como una negociación bilateral con un solo comprador o en forma de subasta en la que se invita a participar a una pluralidad de potenciales compradores con el fin de crear tensión competitiva y maximizar el precio.

3.4.3. *Venta a otro inversor de capital riesgo (Secondary buy-out)*

Este tipo de venta podría englobarse en el anterior apartado (venta a terceros). Como apunta Beraza (1992), se trata de la venta de las participaciones a otra entidad de capital riesgo que esté especializada en etapas más avanzadas de los proyectos (proyectos en fase de expansión o de salida a los mercados bursátiles, propios de la actividad del *private equity*). También puede darse el caso de que surja una divergencia de intereses entre la sociedad gestora y la dirección de la empresa participada y, por ello, se decida la venta a otra entidad de capital riesgo que esté interesada en el proyecto.

3.4.4. *Venta en los segundos mercados bursátiles*

Esta forma de desinversión se basa en la admisión de la sociedad participada a negociación en bolsa. Teniendo en cuenta la dimensión propia de este tipo de empresas

participadas, no pueden acceder a la cotización oficial de las Bolsas de valores oficiales. Por ello, estas empresas se suelen introducir en los segundos mercados bursátiles, que son segmentos de las Bolsas oficiales con menores requisitos de entrada que facilitan la introducción de pymes (Beraza, 1992). Cabe añadir que, las ECR son reacias a aceptar periodos de permanencia en la compañía tras la salida a bolsa y por ello, suelen reservarse en el contrato de entrada un derecho de preferencia sobre el resto de accionistas en la colocación de las acciones en caso de salida a bolsa.

3.4.5. Disolución de la sociedad participada (write-off)

Según Alcalá (1995), esta última modalidad consiste en la liquidación de la empresa en los casos en los que el proyecto haya fracasado o esté en vías de ello y aunque se haya intentado solucionar la situación, ésta sea irreversible. En estos casos suele ocurrir que el empresario de la empresa participada se guíe por el instinto de conservación de la empresa creada por él y le lleve a no darse cuenta de que su empresa no es viable, intentando desesperadamente salvarla, consiguiendo perder lo poco que aún conserva. Por otro lado, cuando el proyecto no sea rentable y se alcance el nivel de pérdidas establecido en el contrato de entrada, la ECR acudirá a dicho pacto para tratar de conseguir por lo menos lo invertido.

4. ASPECTOS LEGALES Y FISCALES SOBRE EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

4.1. INTRODUCCIÓN

La legislación específica sobre esta actividad financiera aparece recogida en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, reguladora de 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. Esta Ley trata de fomentar una mayor captación de fondos para las entidades de capital riesgo que, a su vez, permite la financiación de un mayor número de empresas, especialmente las de pequeño y mediano tamaño en sus primeras etapas de desarrollo y expansión.

Como bien indica esta Ley, los antecedentes legislativos del capital riesgo en España datan de 1976, año en que se aprueba el Real Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, sobre medidas económicas, que fue el promotor de las sociedades de desarrollo industrial, como precedentes de las sociedades de capital riesgo. El régimen jurídico del capital riesgo actual tiene sus orígenes en los artículos 12 a 16 del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales.

Desde entonces hasta la promulgación de la Ley actual, la regulación de esta actividad se ha ido incrementando y modificando en diversas ocasiones, como ocurrió con la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, que modificó profundamente las disposiciones anteriores. Esta Ley estableció las dos posibles modalidades de entidades, que son las sociedades y los fondos, estos últimos administrados por sociedades gestoras, y se le atribuyó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁷ la potestad de supervisión de estas entidades.

Aunque la regulación de la Ley 1/1999 supuso un gran avance en el régimen jurídico de esta actividad en España, no se consiguió alcanzar un volumen de inversiones en capital riesgo que se asemejara al de los países de nuestro entorno competitivo. En este contexto, y con el objetivo de neutralizar las rigideces y limitaciones de esta Ley, se aprueba la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

Esta Ley deroga la anterior y dota a las entidades de capital riesgo de un marco jurídico más completo y flexible respecto a normativas anteriores, agilizando su régimen administrativo, flexibilizando las reglas de inversión e introduciendo figuras de la operativa que utilizan en la práctica los países más avanzados en esta actividad. De esta manera se consiguió consolidar la posición del capital riesgo en el sistema financiero español. Sin embargo, el crecimiento del sector se produjo de manera desigual teniendo en cuenta el tipo de empresa financiada: tuvieron una mayor importancia las inversiones realizadas en empresas consolidadas y maduras (*private equity*) que las inversiones efectuadas en empresas en las primeras etapas de desarrollo (*venture capital*).

⁷ La CNMV es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos. Su objetivo es el de velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores.

Posteriormente, la crisis financiera comenzada en 2008 originó un impulso de respuesta global en materia de regulación financiera. De este modo, se aprobó la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativa, que se centra en regular las sociedades gestoras de las entidades sin entrar en la política de inversión, dado que estos fondos van destinados a inversores profesionales.

De la misma manera, en España se creyó conveniente armonizar la regulación de las sociedades gestoras de estos fondos de inversión alternativa por las implicaciones que su actividad podía tener en la estabilidad financiera y se aprobó la actual Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que deroga la anterior (Ley 25/2005, de 24 de noviembre).

En esta Ley se produce una novedad legislativa relativa a la financiación de la pyme. Aparece la figura de entidad de capital riesgo-pyme, correspondiente a la regulación de la actividad del *venture capital*. De esta forma, se pretende conseguir un crecimiento equitativo en las inversiones realizadas en empresas en cualquier etapa de desarrollo. Asimismo, esta Ley reduce significativamente la intervención administrativa de la CNMV sobre las ECR.

Respecto al concepto de las ECR, aparecen definidas en el tercer artículo de la Ley como aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial y cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores.

En el artículo 9, esta Ley concreta que el objeto principal de las SCR 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. Los fondos tendrán el mismo objeto principal, pero serán las sociedades gestoras de los mismos las encargadas de realizar dichas actividades.

A continuación se profundiza sobre el régimen jurídico de las entidades de capital riesgo, régimen de inversiones, régimen fiscal, las normas de conducta, supervisión, inspección y sanción, y la comercialización de este tipo de entidades.

4.2. RÉGIMEN JURÍDICO

Las entidades de capital riesgo pueden adoptar la forma jurídica de sociedades o fondos de capital riesgo y sociedades gestoras de estas sociedades y fondos, además del nuevo tipo de entidad especializada en la toma de participaciones minoritarias en pymes. El artículo 11.2 de la Ley obliga a todas estas entidades a incluir en su razón social su denominación o abreviatura correspondiente: SCR, FCR, SCR-pyme, FCR-pyme y SGEIC.

4.2.1. Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR)

La Ley establece que las SCR son sociedades anónimas que deben cumplir con un capital suscrito mínimo de 1.200.000€, desembolsado al menos el 50% en el momento de su constitución de la sociedad y el resto en un plazo máximo de tres años desde la constitución. Los desembolsos de capital se pueden realizar en efectivo, en activos aptos para la inversión de las ECR o en bienes que integren su inmovilizado. Respecto a los desembolsos adicionales al capital social mínimo o sus posteriores ampliaciones, la Ley

permite realizarlos también en inmovilizado o en activos aptos para la inversión de las ECR.

Con referencia a los estatutos sociales, deben estar compuestos por las especificaciones previstas en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio). Además, los estatutos deberán incluir la política de inversiones de la sociedad y, en su caso, la posible delegación de la gestión de las inversiones en una sociedad gestora y/o las especialidades del régimen de las acciones emitidas de clases distintas a las generales establecidas.

En lo relativo a las modificaciones estructurales, se deben notificar a la CNMV los casos de transformación, fusión, escisión y demás operaciones estructurales que realice una SCR, o bien conduzca a la creación de una SCR.

4.2.2. Los Fondos de Capital Riesgo (FCR)

La Ley los define como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores y cuyo patrimonio mínimo comprometido en el momento de su constitución debe ser de 1.650.000€. Las aportaciones para la constitución inicial y posteriores del patrimonio deben realizarse en efectivo o en activos aptos para la inversión, siempre que el reglamento de gestión del fondo prevea esas aportaciones en especie. El patrimonio de los FCR se constituirá con las aportaciones realizadas por los partícipes y los rendimientos, cuando no hayan sido distribuidos, y estará dividido en participaciones que conferirán a su titular un derecho de propiedad sobre el mismo.

La gestión y administración de estos fondos recae necesariamente en una sociedad gestora y las actividades que pueden realizar los fondos son las previstas para las SCR, correspondiendo a las mismas sociedades gestoras su realización.

Tras la puesta en común del efectivo y, en su caso, de los activos aptos que integrarán el patrimonio del fondo, se deberá formalizar su constitución en escritura pública o en documento privado. En él deberá constar la denominación del fondo, el objeto, el patrimonio en el momento de su constitución, el nombre y el domicilio de la sociedad gestora y el reglamento de gestión del fondo. A su vez, el artículo 33 de la Ley establece el contenido que deberá tener el reglamento de gestión.

Con respecto a las fusiones entre fondos de capital riesgo, se podrán realizar mediante absorción o mediante la creación de un nuevo fondo y se precisará el previo acuerdo de las sociedades gestoras de los fondos que vayan a fusionarse.

En cuanto a la disolución de un fondo, podrá producirse en los casos de cumplimiento del término o plazo, por cese de su gestora sin que otra asuma la gestión, o por las causas que se establezcan en el reglamento de gestión de dicho fondo. Esta disolución se deberá comunicar tanto a los partícipes como a la CNMV, y ésta última procederá a su publicación. Como consecuencia de la disolución, se elaborará la liquidación del fondo por su sociedad gestora o por cualquier otra entidad designada prevista en el reglamento del fondo.

4.2.3. Las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado (SGEIC)

La Ley 22/2014, de 12 de noviembre, elimina la figura de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGECR) y crea en su lugar, las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Esta Ley también ha introducido

nuevos requisitos en cuanto a su estructura y organización para garantizar el control de riesgos, de liquidez y de conflictos de intereses.

La nueva Ley las define como sociedades anónimas cuyo objeto social es la gestión de las inversiones de una o varias entidades de capital riesgo, así como el control y la gestión de sus riesgos. Como servicio complementario, las SGEIC pueden realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal. Además, pueden ser autorizadas para gestionar discrecionalmente carteras de inversión (incluidas las que son propiedad de fondos de pensiones), custodiar y administrar las participaciones de los fondos de inversión o de las acciones de las sociedades de inversión, y comercializar las acciones y participaciones de las ECR.

Otra de las características modificada en la nueva Ley es el capital social mínimo requerido, reduciéndose a 125.000€, que deberá estar íntegramente desembolsado en el momento de la constitución de la sociedad. Las acciones representativas del capital se podrán representar mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta.

Cabe decir que existen otro tipo de sociedades que pueden gestionar FCR y activos de SCR, que son las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) que cumplan las condiciones establecidas en esta Ley. Para ello, deberán presentar en la CNMV la correspondiente solicitud de autorización de modificación de sus estatutos sociales y una memoria descriptiva que acredite el cumplimiento de los requisitos establecidos por la Ley. De igual forma, las entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión, podrán gestionar activos de las SCR.

Para constituir una ECR y dar comienzo a su actividad, las SGEIC deberán remitir a la CNMV la información referente a la entidad de inversión para poder recibir la autorización. Se deben constituir mediante escritura pública y ser inscritas en el Registro Mercantil. Una vez comprobado que la documentación presentada está completa, la CNMV podrá efectuar la inscripción en su registro administrativo. En el caso de constituir una SCR autogestionada, será necesario que la propia sociedad obtenga la autorización por parte de la CNMV para actuar como sociedad gestora.

Una vez concedida la autorización, si la sociedad no da comienzo a su actividad dentro de los siguientes doce meses a la fecha de notificación, esta autorización caducará. Además, antes de realizar cualquier modificación significativa respecto de la concesión de la autorización inicial, ésta se debe notificar a la CNMV para que la autorice. De igual forma, le corresponderá a la CNMV revocar la autorización concedida a la sociedad si se produce alguno de los casos determinados por la Ley.

En relación a las funciones que las SGEIC pueden realizar, siempre deberán actuar en interés de los partícipes o accionistas de las sociedades o fondos cuyos activos gestionen. Además, las SGEIC deben disponer y aplicar procedimientos administrativos y de organización eficaces para detectar, impedir, gestionar y controlar los conflictos de intereses que puedan suceder (Artículo 61, Ley 22/2014, de 12 noviembre).

Con respecto a la sustitución de las sociedades gestoras, las SGEIC podrán solicitar conjuntamente con la nueva sociedad dicha sustitución ante la CNMV. También podrán solicitar la sustitución de estas sociedades los partícipes o accionistas de las ECR. Para los casos de declaración de concurso o cese de la sociedad gestora, será la administración concursal la responsable de solicitar el cambio.

En último término, las sociedades gestoras pueden delegar una o varias de sus funciones a una tercera entidad para que las realice en su nombre. Estas terceras entidades pueden subdelegar, a su vez, cualquiera de dichas funciones. Ambas sociedades gestoras serán solidariamente responsables ante los partícipes o accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de sus actuaciones.

4.2.4. Las Entidades de Capital Riesgo-pymes (ECR-pymes)

Este tipo de entidades pueden adoptar la forma jurídica de SCR-pymes o de FCR-pymes y deben cumplir en todo momento los requisitos generales exigidos para las SCR y FCR, respectivamente. Asimismo, deben establecer una relación de asesoramiento con sus entidades participadas.

Sin embargo, existe una diferencia en el capital social mínimo requerido para las SCR-pymes (900.000€) y en los coeficientes de inversión particulares para ambos tipos de entidades de capital riesgo, que se definen a continuación. Además, la Ley establece que las ECR-pymes deben invertir en empresas que en el momento de la toma de la participación no coticen en un mercado secundario regulado, que tengan menos de 250 empleados, que estén establecidas en Estados miembros de la Unión Europea o en terceros países aceptados y que su activo anual no supere los 43 millones de euros, o bien su volumen de negocios anual no supere los 50 millones de euros.

4.3. RÉGIMEN DE INVERSIONES

Se establecen un régimen de inversiones y coeficientes distintos para las entidades de capital riesgo ordinarias y para las entidades de capital riesgo-pymes, cuyo detalle es el siguiente:

4.3.1. Régimen de inversiones para las ECR ordinarias

La Ley 22/2014 de 12 de noviembre, al igual que la anterior Ley derogada, establece la obligación de que las entidades de capital riesgo inviertan al menos el 60% de su activo computable (el denominado coeficiente obligatorio) en acciones o participaciones representativas del capital de empresas objeto de su actividad. Se entiende por activo computable el resultado de sumar el importe de patrimonio neto, los préstamos participativos recibidos y las plusvalías latentes netas de efecto impositivo.

Por tanto, en cuanto al coeficiente obligatorio, estas entidades deben invertir en 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 similares de la Unión Europea (UE) o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

La Ley permite tomar participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de la bolsa de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la UE o de la OCDE, con la condición de que las empresas participadas excluyan sus títulos de negociación dentro del plazo de un año desde la toma de la participación. Además, la CNMV podrá autorizar la ampliación de este plazo cuando las dificultades técnicas o de demanda del mercado hagan económicamente inviable la exclusión.

Por todo ello, se consideran incluidas dentro del coeficiente obligatorio las inversiones en acciones o derechos de suscripción de acciones o participaciones en capital de

empresas, los préstamos participativos cuya rentabilidad esté totalmente ligada a los beneficios, otros préstamos participativos distintos de los anteriores (con un límite máximo del 30% del activo computable) y las acciones o participaciones en otras ECR. A diferencia de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, que establecía un porcentaje máximo del 20% para invertir en acciones o participaciones de otra ECR, la nueva Ley permite invertir hasta el 100% del activo computable.

En cuanto al coeficiente de libre disposición, se mantiene el establecido por la Ley anterior. El resto de activos no sujetos al coeficiente obligatorio de inversión podrán mantenerse en valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados, en participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad y/o participaciones en instituciones de inversión colectiva, en préstamos participativos, en efectivo y en financiación de cualquier tipo de empresas participadas que formen parte de su objeto social principal. Además, en el caso de las SCR autogestionadas, podrán invertir en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad, con un máximo del 20% de su capital social.

Por otra parte, la Ley fija unas limitaciones en relación a los grupos de empresas y diversificación de las inversiones. Se establece un porcentaje máximo del 25% sobre su activo computable para que las ECR puedan invertir en una misma empresa y un porcentaje máximo del 35% para inversiones en empresas pertenecientes al mismo grupo. No obstante, podrán invertir más del 25% en una misma empresa, siempre que se cumplan los siguientes requisitos: que los estatutos o reglamentos contemplen este tipo de inversiones, que la sociedad gestora disponga de un procedimiento interno para evitar conflictos (la inversión debe realizarse en interés exclusivo de la entidad) y que los folletos informen con detalle sobre este tipo de inversiones.

Las entidades de capital riesgo deben cumplir en todo momento los requisitos exigidos y los porcentajes de inversión en determinados activos fijados por la Ley. En concreto, el coeficiente obligatorio de inversión deberá cumplirse al finalizar cada ejercicio social. Sin embargo, la Ley permite que estos coeficientes de inversión y diversificación se incumplan durante los tres primeros años desde la inscripción de la ECR en la CNMV.

También permite el incumplimiento de los límites para los siguientes casos: para las ampliaciones y disminuciones de capital, un plazo máximo de tres años desde la ampliación o disminución de capital; y para las desinversiones de activos computables que provoquen su incumplimiento sobrevenido, un plazo de dos años a contar desde la realización de la desinversión.

Además, la CNMV podrá eximir del cumplimiento de los porcentajes con carácter excepcional o ampliar los plazos de cumplimiento, en caso de solicitarse por parte de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora, cuando se produzca la imposibilidad de cumplimiento de los porcentajes por causas de la situación de mercado o la dificultad para encontrar proyectos en los que invertir.

4.3.2. Régimen de inversiones para las ECR-pymes

En cuanto al régimen de inversiones de las entidades de capital riesgo que realizan inversiones en pymes, la Ley establece un coeficiente obligatorio mínimo de inversión del 75% del activo computable, a diferencia del 60% que se fija para las ECR ordinarias. Además, estas entidades podrán invertir en los siguientes activos objeto de su actividad: acciones u otros valores o instrumentos que puedan dar derecho a la

suscripción de participaciones o acciones, préstamos participativos, instrumentos financieros híbridos, instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que dicha entidad ya tenga una participación y, por último, en acciones o participaciones en otras ECR-pymes.

El coeficiente obligatorio de inversión deberá cumplirse al finalizar cada ejercicio social. En lo que respecta a los incumplimientos temporales de las inversiones, se tendrán en cuenta las mismas especificaciones que para las ECR ordinarias.

En relación al coeficiente de libre disposición, la Ley determina que el resto de activos no sujetos al coeficiente obligatorio de inversión se puedan mantener en el mismo tipo de inversiones que los fijados para las ECR ordinarias, exceptuando las inversiones en préstamos participativos, que las ECR-pymes no podrán realizar.

Después de las consideraciones anteriores, la Ley determina unas limitaciones de grupo y diversificación diferentes para las ECR-pymes. Estas entidades no podrán invertir más del 40% de su activo computable en el momento de la inversión en una misma empresa, ni más del 40% en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades.

4.4. RÉGIMEN FISCAL

Las entidades de capital riesgo cuentan con un atractivo régimen fiscal. Una de las ventajas más relevantes es la que aparece en el artículo 50 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (IS). Se establece una exención en el IS del 99% de las plusvalías derivadas de la desinversión en las sociedades participadas, con independencia del porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones y, siempre y cuando la desinversión se produzca entre el segundo y el decimoquinto año.

Este plazo se calculará desde la fecha de adquisición de las participaciones y, para el caso de adquisiciones en empresas cotizadas que se deben excluir de cotización en 12 meses, el plazo comenzará desde la fecha de exclusión de cotización. La exención de este impuesto no se aplicará en el primer año y a partir del decimoquinto. Pero siempre que se cumplan ciertas condiciones y requisitos reglamentarios, excepcionalmente se podrá ampliar este plazo de exención hasta el vigésimo año.

No obstante, la exención del 99% de la que estamos tratando quedará condicionada a que, al menos, el 85% de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica distinta de la financiera e inmobiliaria. Tampoco podrá aplicarse dicha exención para los casos definidos en el artículo 50.6 de la Ley del IS.

En caso de que la entidad participada acceda a la cotización en un mercado de valores regulado, para poder aplicar la exención prevista en los párrafos anteriores, la entidad de capital riesgo deberá proceder a transmitir su participación en dicha empresa en un plazo inferior a tres años, contados desde la fecha en que se hubiera producido la admisión a cotización de la empresa participada.

A excepción de las particularidades mencionadas anteriormente, las entidades de capital riesgo quedan sometidas al régimen general del IS. Esto implica, entre otras cosas, que los intereses de los préstamos que habitualmente conceden a sus sociedades participadas se integran en la base imponible de este impuesto.

Con respecto al Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), quedan exentos: los servicios de gestión que prestan las sociedades gestoras a las sociedades y fondos de capital riesgo, la transmisión por parte de la ECR de sus acciones o participaciones en otras compañías y la prestación conjunta de los servicios que integran las actividades de gestión de cartera de las ECR efectuadas en virtud de un contrato de delegación con la sociedad gestora.

En cuanto a la transmisión de acciones o participaciones en ECR, quedan exentas tanto de IVA como del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD). De igual manera, las operaciones de constitución y ampliación de capital de las ECR quedan exentas del ITP y AJD. Sin embargo, el artículo 45.1.C.11^a de la Ley ITP y AJD establece un impuesto del 1% para las operaciones de reducción de capital con devolución de aportaciones.

4.5. NORMAS DE CONDUCTA, SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

La Ley establece unas normas de conducta y un régimen de supervisión, inspección y sanción. Le corresponde a la CNMV la facultad de supervisión e inspección de las instituciones relacionadas con la actividad del capital riesgo. En cuanto a las infracciones, se sancionan con arreglo a lo previsto posteriormente.

En el Título VIII del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, se establecen unas normas de conducta generales para las SGEIC que gestionen ECR, para las SCR autogestionadas y para las personas que desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas y sus empleados. Asimismo, todos ellos están sujetos a otras normas que se dicten en desarrollo de lo previsto por la Ley.

De igual forma, los órganos de administración, dirección y los empleados quedan sujetos a las normas contenidas en sus reglamentos internos de conducta. Estos reglamentos deben desarrollar, en todo caso, los principios citados en la Ley del Mercado de Valores. El incumplimiento de lo previsto en su contenido podrá ser sancionado administrativamente.

Por todo ello, las sociedades gestoras serán las responsables del cumplimiento de la Ley respecto de las entidades que gestionen en el ejercicio de su actividad. Asimismo, quienes ostenten cargos de administración y dirección de estas entidades, incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable.

Por lo que respecta al régimen sancionador de los incumplimientos efectuados, los artículos 93, 94 y 95 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, determinan las actuaciones consideradas como infracciones leves, graves o muy graves. Análogamente, los artículos 96, 97 y 98 de esta Ley establecen la sanción aplicable para cada tipo de infracción.

Relativo a la transparencia de información, las entidades de capital riesgo están obligadas a facilitar a la CNMV cuanta información se les requiera sobre la actividad que realizan para poder supervisarla. Ésta comisión podrá realizar la cantidad de inspecciones que considere necesarias para su función de supervisión de la actividad. También tendrán derecho a solicitar y obtener este tipo de información los partícipes o socios de las ECR.

Por añadidura, el artículo 67 de la nueva Ley determina que las SGEIC deben publicar por cada ECR que gestionen un informe anual y un folleto informativo. El informe anual deberá estar integrado por las cuentas anuales, el informe de gestión, el informe de auditoría y todos los cambios producidos durante el ejercicio respecto de los partícipes y accionistas. Estos documentos se deberán someter a un informe de auditoría que habrá que remitir posteriormente a la CNMV.

4.6. COMERCIALIZACIÓN DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Se entiende por comercialización de una ECR la captación de clientes mediante actividad publicitaria para su aportación a la ECR de fondos, bienes o derechos. A estos efectos, se entiende por actividad publicitaria toda forma de comunicación dirigida a potenciales inversores con el fin de promover, directamente o a través de terceros que actúen por cuenta de la ECR o de la SGEIC, la suscripción o la adquisición de participaciones o acciones de la ECR.

En todo caso, la Ley establece que las actividades de venta, enajenación, intermediación, suscripción, posterior reembolso o transmisión de las acciones, participaciones o valores representativos del capital o patrimonio de las ECR en cuestión relacionados con la comercialización de la entidad deberán realizarse a través de los intermediarios financieros definidos.

Las acciones o participaciones de las ECR españolas se pueden comercializar exclusivamente entre inversores considerados como clientes profesionales. Se podrán comercializar entre otro tipo de inversores cuando los inversores se comprometan a invertir como mínimo 100.000€ y que tales inversores declaren por escrito que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto.

Para los casos de comercialización a inversores no profesionales, se les debe entregar con carácter previo a la suscripción o adquisición el folleto informativo de la ECR, que contendrá el reglamento de gestión o los estatutos sociales, el informe anual y, en el caso de sociedades, el acuerdo de delegación de la gestión. Adicionalmente, estos inversores deberán cumplir los extremos a los que se refiere el artículo 79.1 y 79.2 de la Ley.

Respecto a la comercialización en España de ECR constituidas en otro estado miembro de la Unión Europea (UE), estas entidades deberán estar gestionadas por una sociedad gestora autorizada en un estado miembro. La autoridad competente del estado miembro de la UE deberá presentar ante la CNMV la documentación necesaria que puntualiza el artículo 76.1 de la Ley y, por su parte, la sociedad gestora deberá aportar el certificado acreditativo de autorización para gestionar entidades de inversión de conformidad con la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011. Asimismo, estas entidades de inversión deben respetar las disposiciones normativas vigentes en España en lo que respecta al régimen de comercialización y publicidad y la CNMV será la encargada de supervisar el cumplimiento de estas obligaciones.

En cuanto a la comercialización en España a inversores profesionales de ECR constituidas en un estado no miembro de la UE gestionado por gestoras autorizadas en un estado miembro, deberán cumplir con los requisitos comentados en el párrafo anterior. Además, será preciso que la gestora aporte ante la CNMV la información a la que se refiere el artículo 77.2 de la Ley; que dicha Comisión autorice la actividad de la

sociedad gestora; y que tanto la gestora como la ECR que pretenda comercializar, queden inscritas en los registros de la citada CNMV.

Por lo que respecta a la comercialización en España de las acciones y participaciones a inversores profesionales de ECR gestionadas por gestoras no domiciliadas en la UE, se deberán cumplir con todos los requisitos comentados con anterioridad y con los extremos especificados en el artículo 78.1 de la Ley.

En el ámbito de la UE, la comercialización de ECR gestionadas por sociedades gestoras autorizadas en España por la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, deben remitir a la CNMV el certificado acreditativo que confirme que la sociedad gestora está autorizada de conformidad con la Directiva mencionada y acompañarla de un escrito de notificación con la información definida en el artículo 80.1 de la Ley. Una vez verificada la documentación presentada, la CNMV notificará la autorización para la actividad de la sociedad gestora y ésta podrá iniciar la comercialización de la ECR en el Estado miembro de acogida a partir de la fecha de dicha notificación.

5. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

5.1. ORIGEN Y ETAPAS DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Como ya hemos comentado anteriormente, en España este instrumento financiero no comenzó a funcionar hasta principios de los años setenta. Desde entonces se podrían diferenciar cinco etapas que ha atravesado la actividad hasta la actualidad, que están relacionadas con la situación económica del país en cada momento.

La primera etapa se corresponde con el inicio de la actividad, que se sitúa entre los años 1970-1986. En esta etapa, la actividad de capital riesgo en España tuvo un carácter fundamentalmente público. A principios de los años 70 se creó en Galicia la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), con el objetivo de contribuir al desarrollo del tejido empresarial en las zonas claramente atrasadas. Por ello, la mayor parte de las inversiones se realizaron en empresas en proceso de constitución o arranque.

A partir de entonces se fue desarrollando este modelo en otras regiones que establecían sus propias sociedades con recursos del Estado: en Andalucía (SODIAN), en Canarias (SODICAN), en Extremadura (SODIEX), etc. Por el contrario, en el ámbito privado sólo se pueden identificar un total de cuatro de las veintidós sociedades inversoras constituidas en el mismo período de tiempo.

De todos modos, la actividad de capital riesgo en esta etapa fue prácticamente insignificante debido a varias limitaciones del momento, como son: la escasa difusión y conocimiento del concepto entre los empresarios, la ausencia de un marco legal y fiscal específico y la falta de profesionales con experiencia suficiente en este campo (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, 2012).

La segunda etapa se sitúa entre los años 1987-1990 y se corresponde con el primer ciclo de expansión de la industria de capital riesgo española. Este crecimiento viene derivado de dos factores: la promulgación del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, que se convierte en la primera normativa jurídica que regula este sector en España y consigue una mayor afluencia de recursos financieros del sector privado debido a los beneficios fiscales a los que podían acogerse; y la entrada, también en 1986, de España en la Comunidad Económica Europea (hoy en día denominada como: Unión Europea), que estimula la incorporación de operadores internacionales en el mercado nacional.

En cuanto a las entidades privadas, las inversiones que realizaron en este período fueron principalmente de procedencia extranjera y se dirigieron a realizar un menor número de inversiones aunque de mayor tamaño en empresas de crecimiento o ya consolidadas. En concreto, la actividad del capital privado tuvo una evolución tan positiva que consiguió relegar al sector público a un segundo plano. Por su parte, los inversores públicos siguieron creciendo pero lo hicieron de manera moderada y canalizaron sus pequeñas inversiones en empresas en creación o de reducido tamaño de las áreas geográficas más limitadas (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, 2012).

Cabe añadir que, en 1986 también se dio la creación de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI)⁸, que poco a poco fue consiguiendo que se incorporaran a ella tanto los inversores públicos como los privados de la época.

Respecto a la tercera etapa, se corresponde con la caída de la inversión y se sitúa entre los años 1991-1993. En este período se produjo una recesión económica unida a una importante falta de incentivos fiscales y cierta dificultad para desinvertir en las empresas participadas, lo que provocó una disminución considerable en los volúmenes invertidos acompañados por una progresiva disminución en el número de transacciones contabilizadas.

Ante este marco económico desfavorable, los inversores públicos optaron por reorientarse hacia empresas existentes o paralizar su actividad inversora y, por su parte, los inversores privados continuaron concentrando aún más su participación en empresas consolidadas de gran dimensión (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, 2012).

La cuarta etapa comprende desde el año 1994 al 2007 y se caracteriza por ser el momento en el que se consolida la actividad. A partir del año 1994, el sector de capital riesgo volvió a crecer de forma moderada en los primeros años y con un ritmo más intenso a partir de 1997. Es a partir de 1997 cuando se observa un aumento considerable tanto de los fondos captados, ya que muchos inversores se interesaron por esta actividad financiera, como de la inversión, debido en parte al boom de internet y a la liberación de algunos sectores (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, 2012).

En este escenario favorable, se aprueba la 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. Posteriormente se aprobó la Ley de capital riesgo 25/2005, que sustituyó a la ley anterior y contribuyó al continuo crecimiento de la actividad.

La quinta y última etapa se sitúa desde el año 2008 hasta la actualidad y en ella destacan los altibajos que se producen en el sector. En primer lugar, en 2008 se da comienzo a la crisis económica española, producida por el estallido de la burbuja inmobiliaria y derivando en una desaceleración económica, un aumento de la inflación, escasez de financiación, caídas en el consumo y un aumento en el paro, entre otros. Ahora bien, no es hasta 2009 cuando se empiezan a notar las consecuencias de la crisis dentro de la actividad del capital riesgo, alcanzando mínimos históricos en todas las variables: captación de fondos, capitales totales gestionados, inversión y desinversión.

Posteriormente y hasta el año 2012, el periodo estuvo caracterizado por la inestabilidad y por la recesión, tanto en la economía general como en el sector del capital riesgo. Pero a partir de entonces el gobierno comenzó a realizar grandes ajustes para reducir la deuda pública, restablecer la confianza y facilitar el crédito a emprendedores y a pymes. En concreto, el gobierno fomentó la intermediación financiera no bancaria mediante la creación de un fondo de fondos llamado “FOND-ICO Global”⁹, que permitió que a

⁸ La asociación ASCRI, como ya se ha mencionado anteriormente, en la actualidad se denomina como: Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.

⁹FOND-ICO Global es el primer “Fondo de Fondos” público que se crea en España el 24 de mayo de 2013, dotado con 1.200 millones de euros y con el objetivo de promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus fases de desarrollo.

mediados del año 2013 el sector del capital riesgo concluyera con su problemática de captación de fondos (ASCRI, 2014).

Entretanto, España cerró 2014 con crecimiento económico durante los cuatro trimestres del año, lo que se vio favorecido por: una mejora del consumo doméstico y de la competitividad; una reducción significativa de la prima de riesgo; un gran crecimiento de las exportaciones; y la recuperación de la confianza por parte del inversor internacional (Banco de España, 2014). De igual forma, este año empezó a reflejarse la recuperación de la industria, alcanzando volúmenes en la actividad similares a los obtenidos antes de la crisis y, por tanto, el capital riesgo volvió a adquirir su relevancia como fuente de financiación.

De la misma manera, durante los años posteriores hasta la actualidad el crecimiento económico se ha ido consolidando y la economía española ha ido llevando anualmente una recuperación continuada.

5.2. EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA 2008-2017

Una vez analizado el origen y el desarrollo del capital riesgo profesionalizado hasta la actualidad, corresponde estudiar la importancia cuantitativa que ha tenido esta actividad en España en los últimos años. Concretamente se va a analizar el periodo 2008 - 2017 y, para ello, se van a tener en cuenta los datos que proporciona ASCRI¹⁰ en sus informes publicados sobre la actividad de las empresas asociadas. En ese sentido, se van a estudiar individualmente las cuatro principales variables de la actividad, que son: la captación de fondos, la gestión de los fondos, la inversión y la desinversión.

5.2.1. Captación de fondos

El concepto de "captación de fondos" se refiere a los nuevos recursos captados por la actividad de capital riesgo. En concreto, recoge la cifra de nuevos fondos levantados por los operadores en el periodo estudiado. Pueden tener origen en la creación de un nuevo fondo o en la ampliación de recursos en uno existente; en la creación de una Sociedad de Capital Riesgo o en la ampliación de una SCR existente; y en los recursos procedentes de fondos o inversores extranjeros.

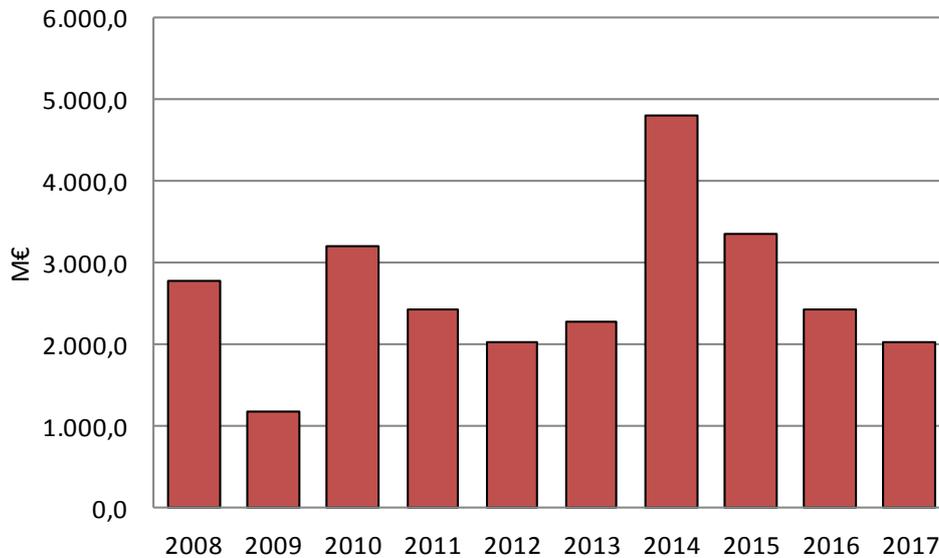
A continuación podemos observar mediante el gráfico 3 la evolución de esta variable, que sufre una drástica caída de más del 50% en el 2009 respecto al año anterior, obteniéndose unos fondos por volumen de 1.173,9 millones de euros. Es en este año cuando se evidencia la crisis económica en el sector del capital riesgo, ya que la situación del país no proporciona seguridad en los inversores.

A partir del año 2009, gracias a la disminución de las trabas para el acceso a la actividad, el aumento de su reputación y la actualización del entorno legal, la captación de nuevos fondos atraviesa unos años de altibajos hasta alcanzar su volumen máximo en el año 2014. Concretamente, se consiguen atraer fondos por valor de 4.800,7 millones de euros, gracias en parte a la importancia cuantitativa que supuso la creación del ya mencionado FOND-ICO Global.

¹⁰ ASCRI agrupa a más de 100 firmas nacionales e internacionales de capital riesgo, 70 proveedores de servicios y 10 socios inversores.

Cabe decir, que durante los años 2008 – 2017 la captación de fondos anual se distribuye en una media de un 60% proveniente de ECR internacionales, un 30% de ECR nacionales privadas y un 10% de ECR públicas.

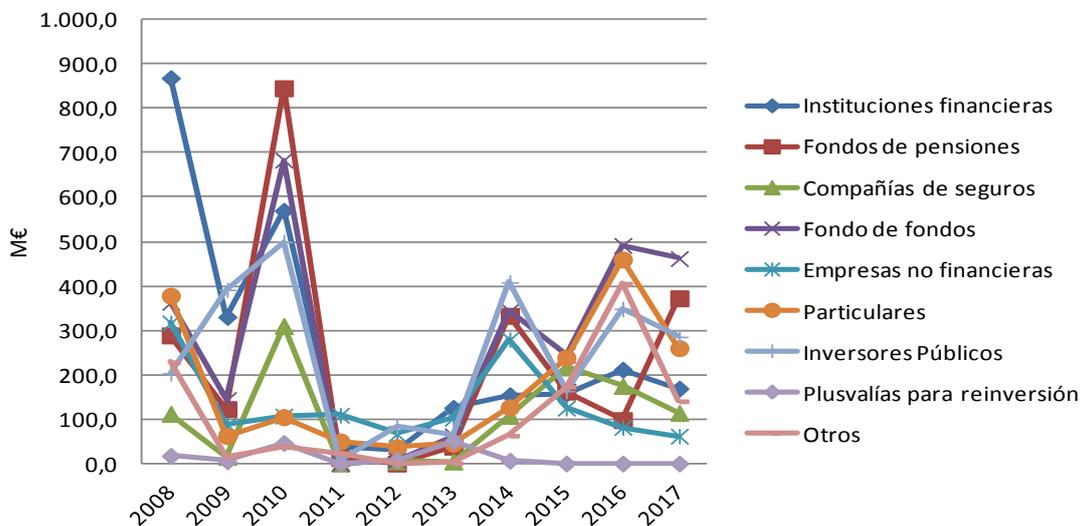
GRÁFICO 3. - EVOLUCIÓN DE LA CAPTACIÓN DE NUEVOS FONDOS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

En cuanto a los fondos nacionales privados, se puede observar en el gráfico 4 cómo en el año 2008 predominaba la procedencia de fondos por parte de las instituciones financieras y en menor medida por inversores particulares, fondos de fondos, empresas no financieras y fondos de pensiones. Sin embargo, en 2017 los fondos provinieron principalmente de fondo de fondos, fondos de pensiones, inversores públicos y particulares, quedando en un segundo plano las instituciones financieras, las compañías de seguros y las empresas no financieras.

GRÁFICO 4. - EVOLUCIÓN DE LA CAPTACIÓN DE FONDOS NACIONALES PRIVADOS POR TIPO DE INVERSOR



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

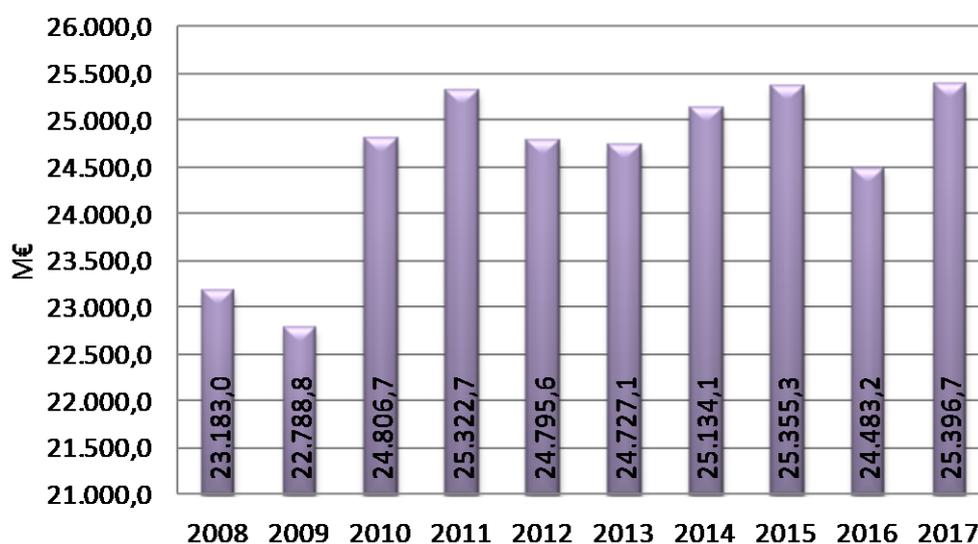
Por el contrario, con referencia a las operaciones de *venture capital*, son los inversores públicos los principales aportantes de recursos (38% en 2017), seguido de los inversores particulares (30% en 2017).

5.2.2. Gestión de fondos

La gestión de los fondos se refiere a los capitales totales gestionados. Son los recursos acumulados por todos los inversores considerados en este trabajo. En ese sentido, se incluyen la suma de los capitales sociales de las SCR, la suma de los recursos de los fondos gestionados por operadores nacionales y la suma de los recursos de los gestores de inversores extranjeros, entidades financieras y empresas.

Tal y como cabe esperar, en el gráfico 5 los capitales gestionados han tenido una evolución paralela a la captación de fondos. De la misma manera, se refleja el volumen mínimo de capital gestionado en el año 2009 con 22.788,8 millones de euros. Ahora bien, el volumen máximo lo encontramos en el año 2017, con más de 25.000 millones de euros gestionados.

GRÁFICO 5. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE CAPITALS TOTALES EN GESTIÓN



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Resulta oportuno comentar que, de media el 45% de los capitales gestionados proviene de ECR internacionales, otro 45% proviene de ECR privadas y el 10% restante de ECR públicas. Por otro lado, una media del 10% del total de los fondos son gestionados anualmente por sociedades de capital riesgo, mientras que el 90% restante de los mismos son gestionados por sociedades gestoras.

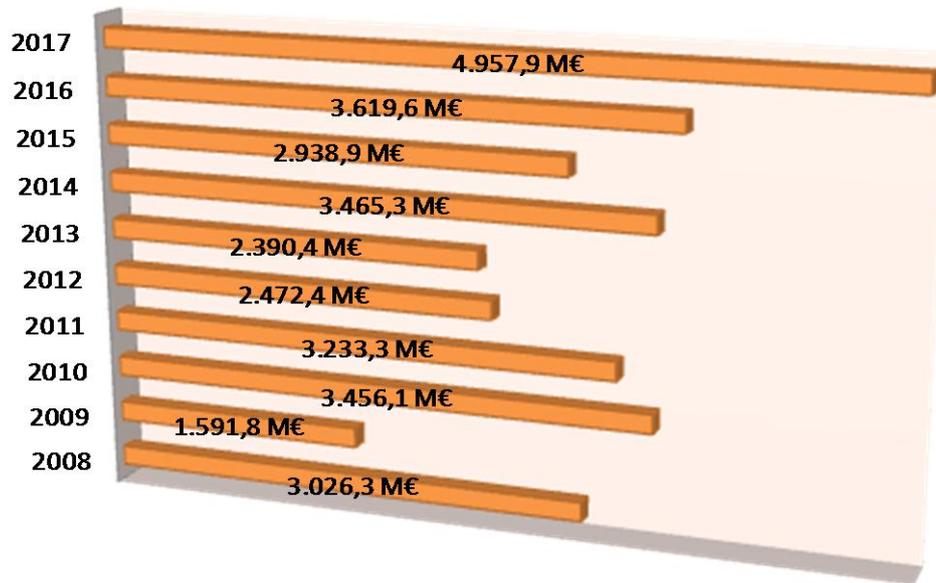
5.2.3. Inversión

En este apartado se tienen en cuenta las inversiones suscritas en el periodo analizado por todos los operadores de ASCRI.

A través del gráfico 6 podemos analizar la evolución de la actividad inversora, que también presenta su mínimo en el año 2009. El volumen de inversión cae por segundo año consecutivo situándose en 1.591,8 millones de euros en el año 2009, un 46% menos respecto al año anterior. A continuación, la actividad inversora va remontando hasta

alcanzar su máximo también en el año 2017, con un volumen de inversión de 4.957,9 millones de euros.

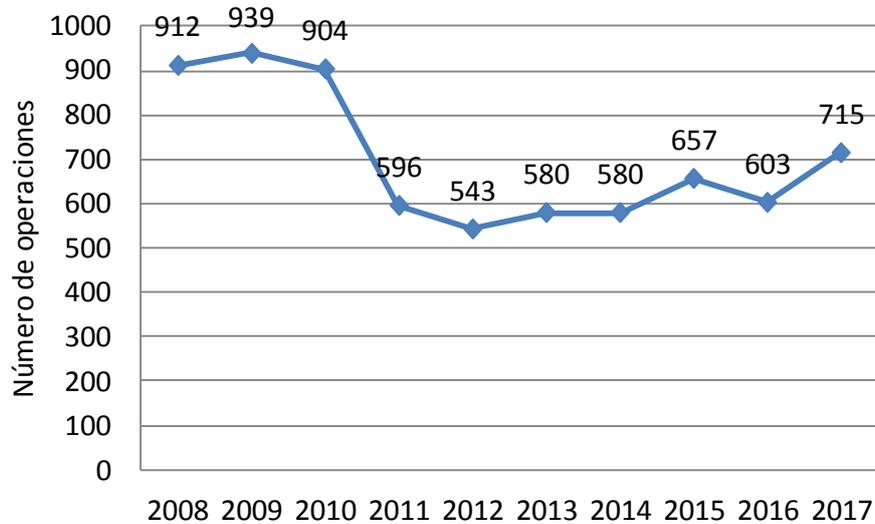
GRÁFICO 6. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN ANUAL



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Sin embargo, como puede observarse en el gráfico 7, sorprende que sea el año 2009 cuando se distingue el mayor número de operaciones. Como explicaremos más adelante, fue un año en el que no era rentable realizar desinversiones. Esto provocó que muchos de los inversores que habían cumplido con su propósito en sus empresas participadas, no pudieran realizar la salida de las mismas y tuvieran que continuar con sus operaciones pendientes de desinversión.

GRÁFICO 7. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE OPERACIONES ANUALES

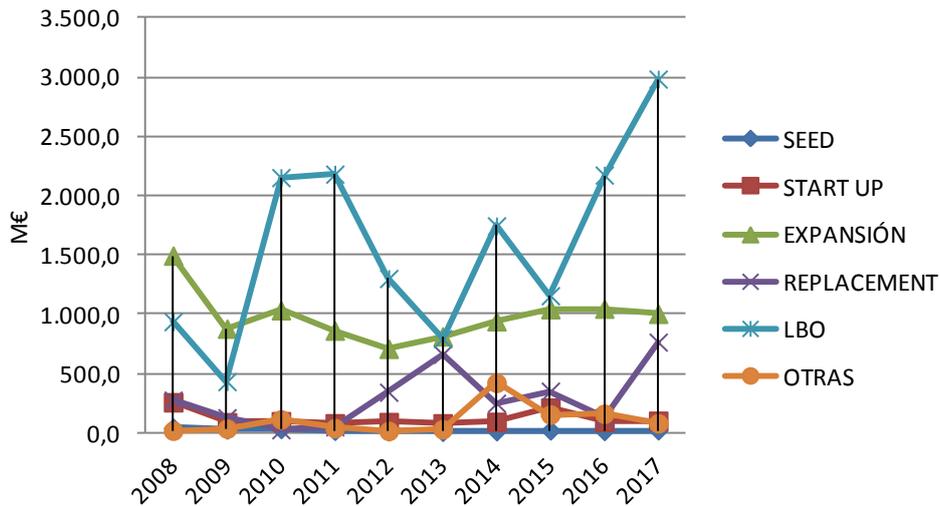


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Con referencia al volumen de inversión cabe añadir que, de media, el 67% del volumen total corresponde a inversiones realizadas por ECR internacionales, el 25% a ECR privadas y el restante 8%, a ECR públicas. En cambio, respecto al número de operaciones totales, el 66% del total de las inversiones fueron realizadas por ECR privadas, un 25% por ECR públicas y el restante 9%, por ECR internacionales.

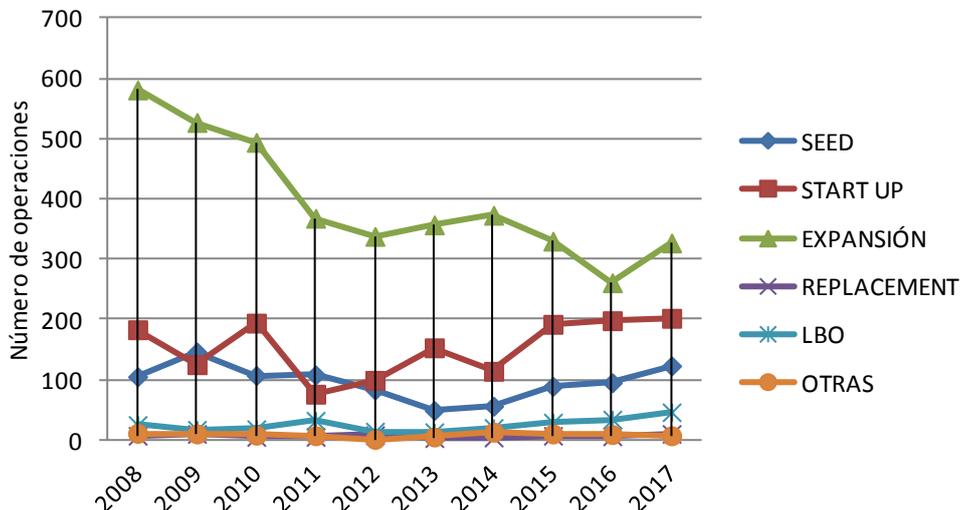
Además, el gráfico 8 nos muestra el significativo volumen de inversión que se dedica a las etapas más avanzadas de capital riesgo frente al volumen de inversión en *venture capital*; y el gráfico 9 nos presenta una imagen muy diferente, en la que se contempla cómo las etapas más tempranas implican un relevante número de operaciones en comparación con las demás etapas de inversión. Pongamos por caso el año 2017, que viene claramente representado en el gráfico 10 y en el que podemos observar que las operaciones de *venture capital* conforman el 23% del volumen de inversión y el 91% del número total de inversiones.

GRÁFICO 8. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR FASE DE DESARROLLO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

GRÁFICO 9. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE OPERACIONES POR FASE DE DESARROLLO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

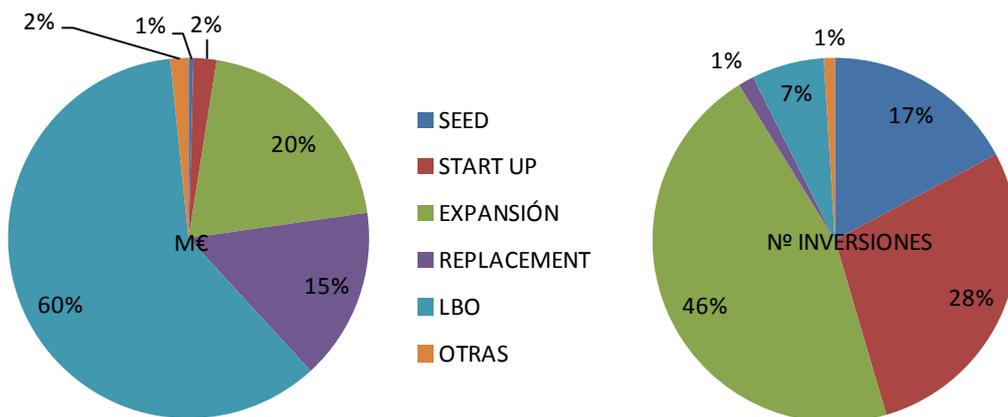
De los anteriores planteamientos se deduce que, tal y como afirma ASCRI en sus estadísticas, las ECR internacionales realizan un pequeño número de inversiones pero de gran tamaño y suelen ir dirigidas principalmente a las etapas más avanzadas; por su parte, las ECR privadas efectúan numerosas inversiones de tamaño medio y bajo y suelen estar enfocadas en su mayoría a operaciones de expansión y en menor medida a operaciones de LBO y arranque; y, por último, las ECR públicas dedican sus reducidas inversiones exclusivamente a operaciones de *venture capital*.

Por otro lado, centrándonos en la evolución de los datos, podemos observar en el gráfico 8, que en el año 2009 se produce una drástica disminución del volumen de inversión en operaciones relacionadas con todas las fases de desarrollo, destacando la disminución producida en las operaciones de expansión y LBO. Aún así, a partir del 2010 se observa cómo el volumen de inversión remonta y se normaliza.

Los segmentos más afectados por la crisis son el de las grandes operaciones (más de 100 millones de euros de capital) y el de las operaciones de middle market (entre 10-100 millones de euros de capital), fundamentalmente por la falta de financiación bancaria de acompañamiento de la que disponían en el año 2009.

Las operaciones LBO son de gran tamaño y, por ello, en el gráfico 9 no contemplamos una tremenda variación en la evolución del número de inversiones. Valga como ejemplo que, en el año 2008 se realizaron 25 inversiones LBO con un volumen de inversión de 937,7M€, mientras que en 2009 tan sólo disminuyeron a 17 el número de inversiones de este tipo con un volumen de 431,9M€, y en 2010 se realizaron 18 inversiones con un volumen 2.153,1M€.

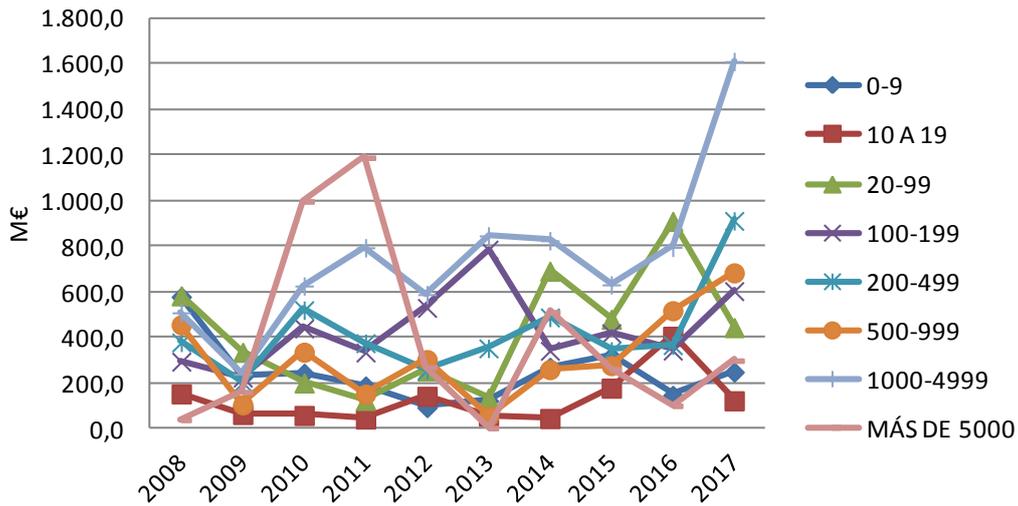
GRÁFICO 10. - COMPARATIVA DE LAS INVERSIONES EN 2017



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Como cabe esperar, en el gráfico 11 se puede contemplar una tendencia semejante del volumen de inversión por número de trabajadores que la del volumen de inversión por fase de desarrollo. Las operaciones realizadas en empresas de gran tamaño suelen ser inversiones en etapas avanzadas y de un tamaño considerable, por ello, presentan una mayor inestabilidad debido a su fluctuación.

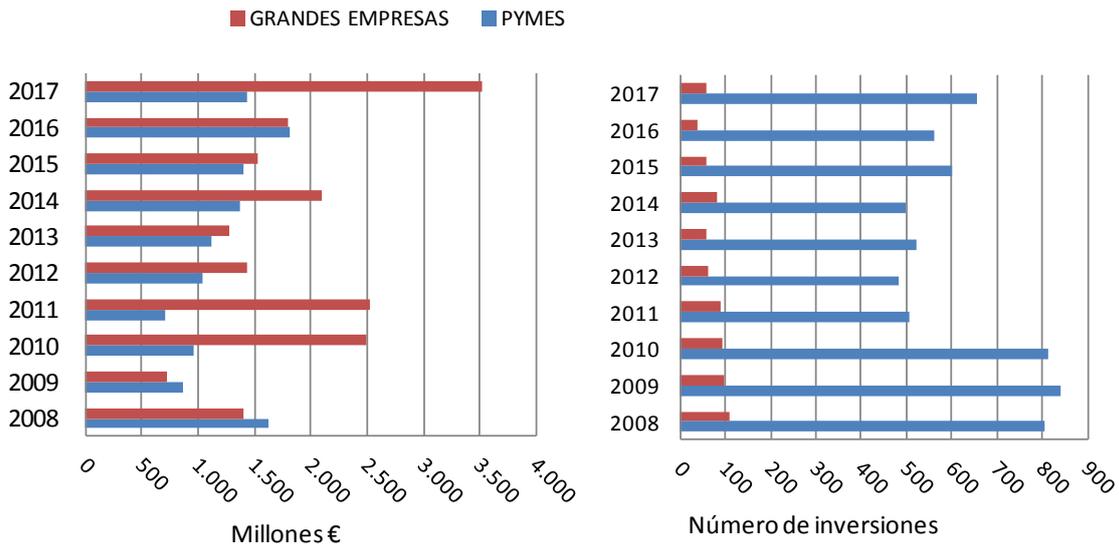
GRÁFICO 11. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR NÚMERO DE TRABAJADORES



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

No obstante, el volumen de inversión no presenta grandes diferencias en cuanto al número de trabajadores con los que cuentan las empresas en las que se invierten. De hecho, podemos observar en el gráfico 12 que, eludiendo los años 2010, 2011, 2014 y 2017 en los que se realizaron muchas inversiones de gran tamaño, ambas variables presentan cifras semejantes.

GRÁFICO 12. - EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES POR TAMAÑO DE LA EMPRESA PARTICIPADA

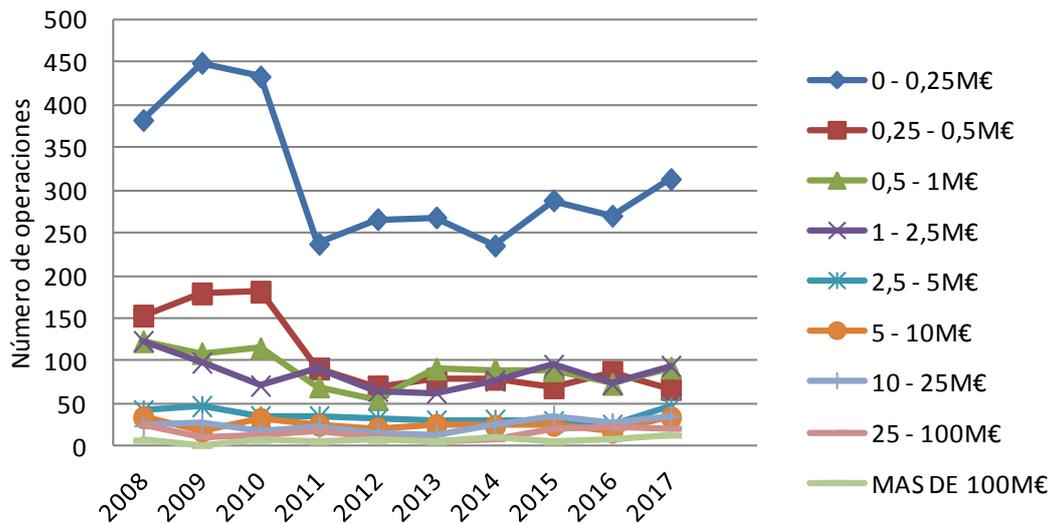


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

De cualquier modo, el mayor número de operaciones se destinan a las pymes. En 2017, un total de 656 inversiones frente a las 59 inversiones realizadas en grandes empresas. En ese sentido, el gráfico 13 nos muestra la importancia significativa de las operaciones de menor tamaño, ya que en 2017 se realizaron un total de 313 inversiones inferiores a los 250.000 euros y tan sólo trece inversiones superiores a los 100 millones de euros. De hecho, en 2017 el 86% de las operaciones realizadas fueron de pequeña cuantía (≤ 5

millones de euros) y tan sólo 103 inversiones de un total de 715 lograron una cifra superior a los cinco millones de euros.

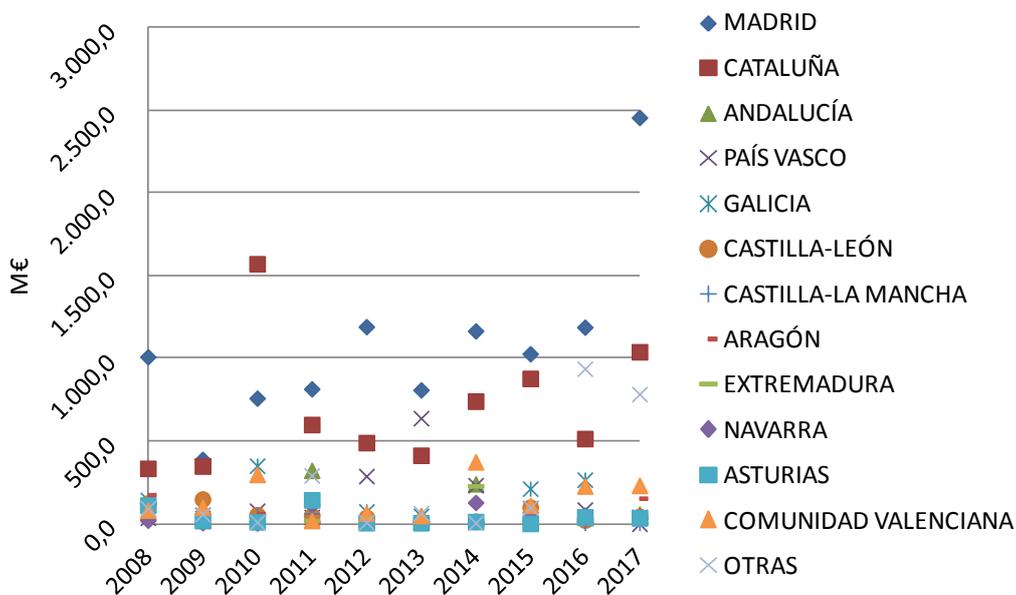
GRÁFICO 13. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INVERSIONES POR TAMAÑO DE INVERSIÓN



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

En cuanto a la distribución geográfica de las inversiones, observamos en el gráfico 14 la importancia sustancial de comunidades como la de Madrid y Cataluña, que superan con creces al resto de comunidades autónomas en cuanto al volumen de inversión destinado en sus territorios. En efecto, resulta evidente observar que el volumen de inversión destinado a cada zona está directamente relacionado con el desarrollo industrial de la misma.

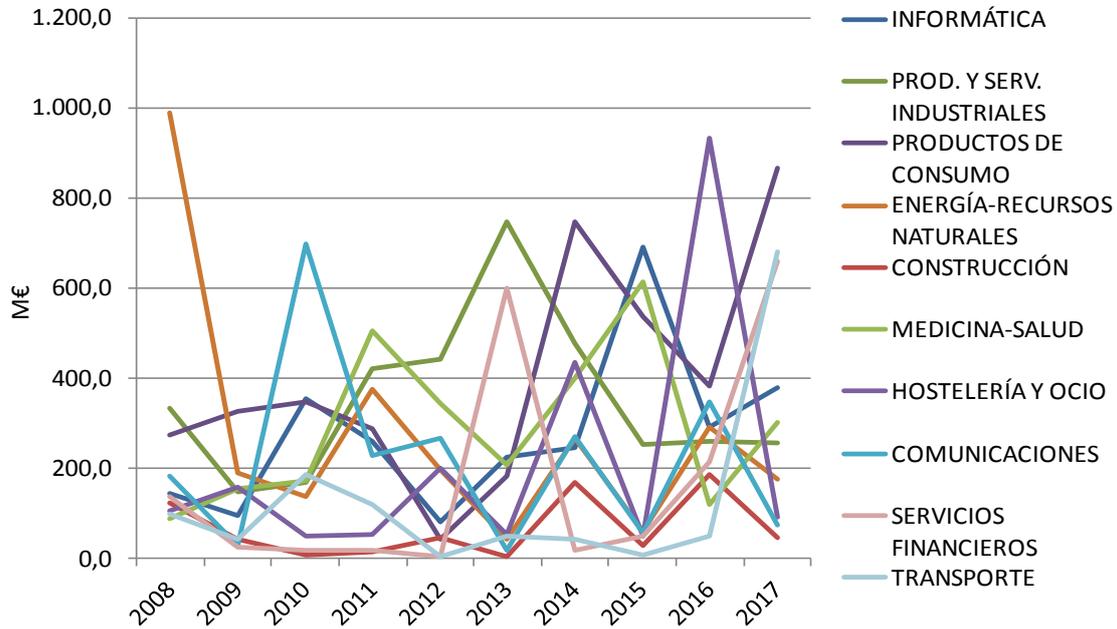
GRÁFICO 14. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR COMUNIDAD AUTÓNOMA



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

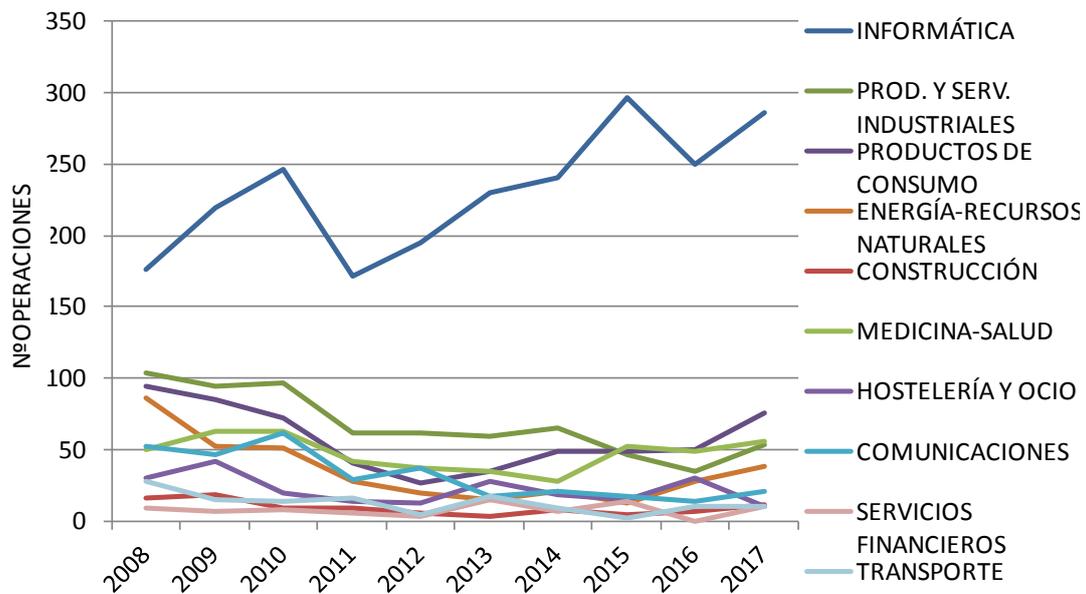
Pongamos por caso el año 2017, en el que se realizaron en Madrid un total de 148 operaciones por volumen de 2.457,1 millones de euros y, en Cataluña, 213 inversiones por volumen de 1.040,5 millones de euros. En contraste, podemos nombrar a comunidades como la de Asturias, que en 2017 recibió 33 inversiones por un valor total de 36,1 millones de euros.

GRÁFICO 15. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

GRÁFICO 16. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INVERSIONES POR SECTOR DE ACTIVIDAD



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

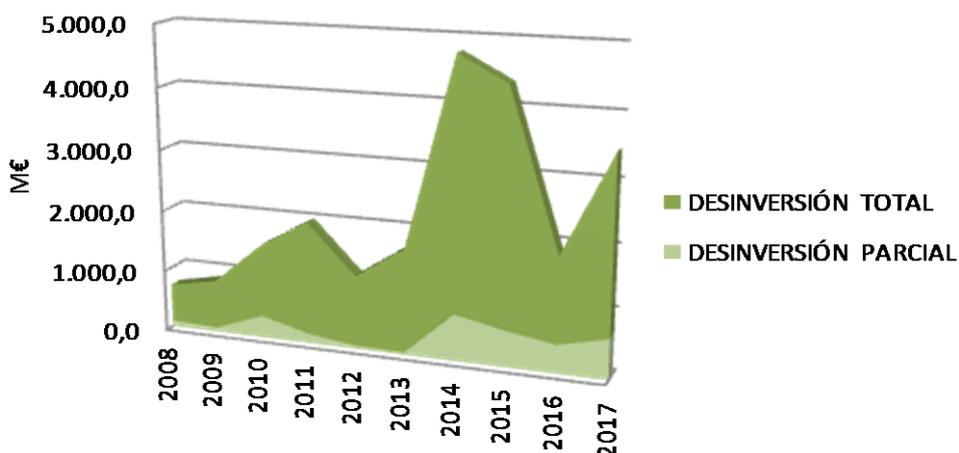
Por lo que atañe a la tipología de empresa, el gráfico 15 nos muestra la evolución del volumen de inversión de los principales sectores de actividad en los que invierte el capital riesgo. Todos los sectores presentan una fluctuación importante durante el periodo analizado y cada año destaca la inversión realizada en un sector distinto. Como cabe esperar, los mínimos en cuanto a volumen de inversión para la mayoría de sectores se encuentran en el año 2009.

Ahora bien, respecto al número de inversiones por sector de actividad, en el gráfico 16 destaca anualmente la concentración de inversiones dirigidas a empresas del sector de la informática. Sin ir más lejos, en 2017 este sector fue el receptor de 286 inversiones, que representan el 40% del total de inversiones realizadas. En contraste, en el año 2017 se sitúa en segundo lugar el sector de los productos de consumo, con 75 inversiones recibidas, que suponen el 10,5% del total.

5.2.4. Desinversión

Con respecto a las desinversiones, podemos observar en el gráfico 17 el aumento considerable que se ha dado a lo largo de los últimos años en el volumen de las desinversiones. Tanto es así, que esta variable ha pasado de tener un volumen de 711,6 millones de euros en 2008 a constituir 3.483,9 millones de euros en el año 2017.

GRÁFICO 17. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE DESINVERSIÓN



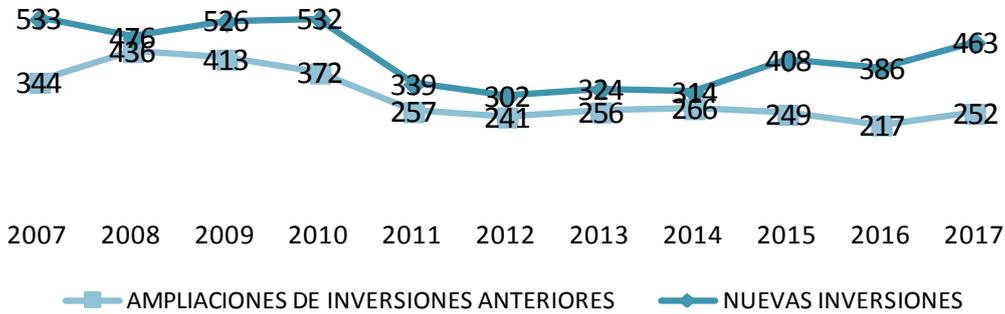
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Cabe añadir que en el año 2007, el volumen de desinversión fue de 1.601,8 millones de euros, por lo que en el año 2008 se produjo una caída del 56%. No obstante, en cuanto al número de desinversiones no fue tan drástica la disminución, ya que en 2007 se realizaron 388 desinversiones frente a las 344 que se realizaron en el año 2008.

En el orden de ideas anterior, se puede distinguir el comienzo de la influencia de la crisis en 2008, año a partir del cual comienza a ser más difícil la salida de los inversores debido a la depreciación del valor de las desinversiones. Significa entonces que, en ese momento no era rentable la desinversión y, en algunos casos, no había inversores interesados en comprar dichas participaciones para continuar apoyando las siguientes fases de desarrollo de la empresa participada y, por tanto, muchas de las empresas de capital riesgo optaron por alargar los procesos de salida.

Tanto es así que en el gráfico 18 se puede comprobar cómo en el año 2008 se realiza el mayor número de ampliaciones de inversiones anteriores. Disminuyen un 11% las nuevas inversiones respecto al año 2007 y aumentan un 27% las ampliaciones de inversiones anteriores.

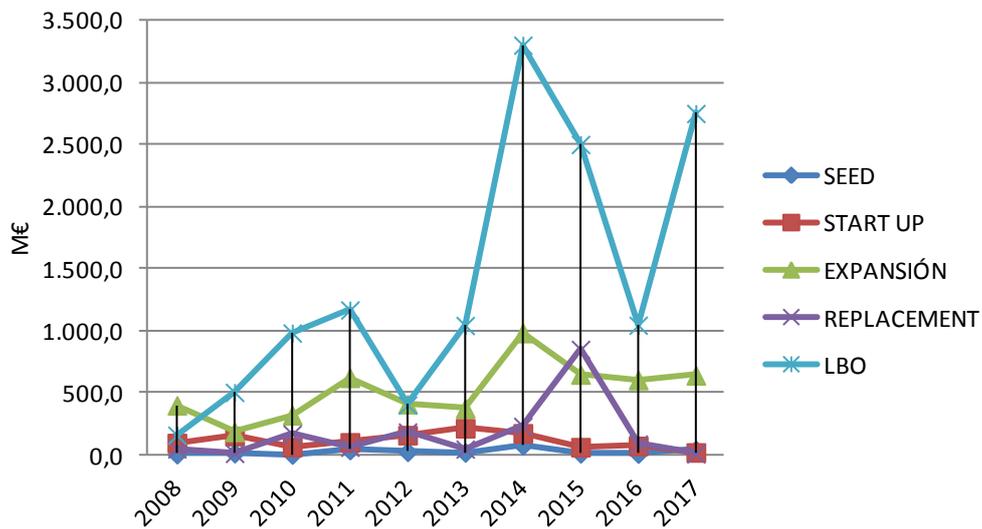
GRÁFICO 18. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INVERSIONES



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Con respecto a la fase de desarrollo de la empresa participada, el gráfico 19 nos muestra la importancia del volumen de desinversión de las operaciones LBO. Destaca el año 2014, en el que se realizaron 35 desinversiones LBO por volumen de 3.304,4 millones de euros.

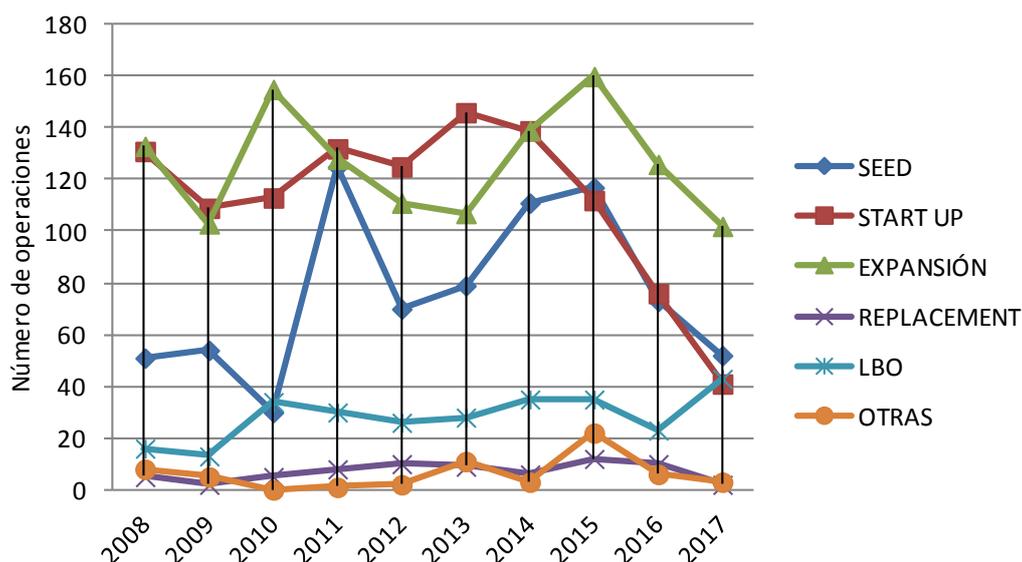
GRÁFICO 19. - EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE DESINVERSIÓN POR FASE DE DESARROLLO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Sin embargo, tal y como cabe esperar, el gráfico 20 presenta una imagen muy distinta con referencia al número de desinversiones por fase de desarrollo. Los valores relevantes aparecen en las fases de desarrollo tempranas, en concreto, suponen una media del 90% del total de las desinversiones.

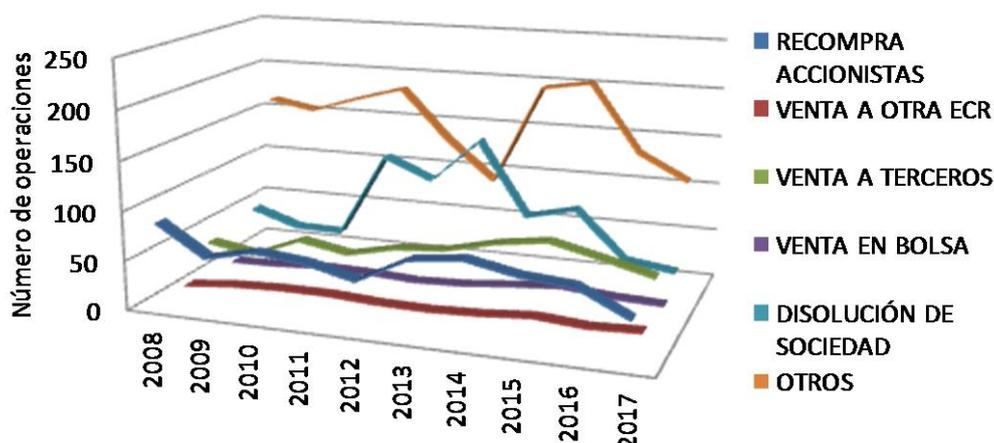
GRÁFICO 20. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE DESINVERSIONES POR FASE DE DESARROLLO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

En cuanto a las vías de desinversión, en el gráfico 21 observamos que predominan las operaciones realizadas con “otros” mecanismos. Estos se corresponden principalmente con los reembolsos de préstamos, que suponen una media del 40% del total de las desinversiones anuales. En segundo lugar, se encuentra la disolución de la sociedad participada, con mayor relevancia durante los años 2012 al 2014. A continuación, se encuentra la recompra de las participaciones por parte de los antiguos propietarios y le sigue de cerca la venta a terceros. Al final de la lista, permanecen la venta a bolsa y la venta a otras ECR.

GRÁFICO 21. - EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE DESINVERSIONES POR MECANISMO DE SALIDA UTILIZADO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI

Por otro lado, en cuanto al volumen desinvertido, es la venta a terceros el principal mecanismo de salida, con una media anual del 35% del volumen total. Posteriormente se sitúa la disolución de la sociedad, con una media anual del 17%. En tercer y cuarto lugar se posicionan la recompra por los accionistas originales y el reembolso de préstamos, ambos con una media del 13% del volumen anual de desinversión. En último

lugar, aparecen la salida a bolsa y la venta a otra ECR, con un 10% y 9% respectivamente del volumen anual.

Finalmente, cabe añadir que la trascendencia obtenida durante estos últimos años por el mecanismo de salida de “disolución de sociedades” se debe al periodo de crisis acaecido, ya que ha influido en que las empresas tengan una mayor dificultad para salir adelante y que sus proyectos no tengan el desarrollo y la repercusión esperada.

6. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS FUTURAS

El crédito bancario supone, en muchas ocasiones, una opción inalcanzable para las empresas de nueva creación y para las pymes, ya que no se ajusta al perfil o naturaleza de este tipo de proyectos emprendedores y tamaño de empresas. Sin embargo, el capital riesgo ha demostrado ser una clara alternativa de financiación para todo tipo de empresas respecto a las fuentes de financiación tradicionales.

Las entidades de capital riesgo constan de profesionales que analizan los proyectos de inversión que se le presentan y después de confirmar la viabilidad del mismo, proporcionan a los emprendedores la financiación y el asesoramiento necesario para llevarlo a cabo. Si el proyecto resulta exitoso, los inversores de capital riesgo obtienen a cambio una rentabilidad significativa al realizar la desinversión.

Cabe destacar el valor añadido que aporta la actividad de capital riesgo a sus empresas participadas mediante el apoyo en la gestión y dirección del proyecto, trabajando muy de cerca con la compañía y aportando conocimiento y experiencia al equipo de la misma para conseguir que el proyecto salga adelante. Esta implicación de las entidades inversoras conlleva una mayor expectativa de éxito en el proyecto y una mayor solvencia y credibilidad frente a los proveedores, clientes y otras redes de contacto de las empresas participadas.

En este sentido, se confirma el impacto positivo del capital riesgo sobre: el crecimiento de las empresas, la creación de empleo, el fomento de la inversión, la inversión enfocada a la innovación, el impulso hacia la internacionalización, la reducción de la tasa de fracaso empresarial, la mejora de la productividad y la generación de un inversor socialmente más responsable. Todo ello, induce a que este modelo de financiación funcione incluso en periodos de recesión económica.

Pese a todas las ventajas y resultados atribuibles al capital riesgo, en la actual economía española no tiene el peso cuantitativo que se espera. El inicio de esta actividad en España se sitúa en los años setenta y aunque se ha desarrollado mucho desde entonces, está muy lejos de alcanzar la trascendencia que ocupa en otras economías desarrolladas y, en concreto, en su país de origen, Estados Unidos.

Por ello, tal y como indica ASCRI (2018b), en España sigue siendo necesario el apoyo a este instrumento de financiación enfocado principalmente hacia las pymes, con medidas que estimulen y consoliden este sector, para conseguir unas empresas más grandes, más globales y más competitivas, que contribuyan a un mayor crecimiento de la economía española. Asimismo, en España el sector del capital riesgo necesita estabilidad regulatoria y seguridad jurídica a todos los niveles, y que este marco legal y fiscal sean homologables a las jurisdicciones del resto de Europa.

En España, las entidades de capital riesgo internacionales son las principales inversoras en el sector. En concreto, en 2017 estas entidades abarcaron el 72,5% del volumen de inversión total, frente al 25,5% perteneciente a inversores nacionales privados y el 2% de los inversores nacionales públicos. Es por eso que, ASCRI (2018b) también incide en la importancia de lograr una mayor base de inversores institucionales españoles, estimulando su participación con un mayor apoyo a nivel legislativo.

En la actualidad, los inversores internacionales se dirigen a empresas que se encuentran en etapas más avanzadas y los inversores públicos invierten prácticamente todo su capital en empresas que se encuentran en las primeras fases de desarrollo. En 2017, en

el ámbito del *private equity* las inversiones se han concentrado de forma especial en el segmento de las infraestructuras de transporte viario, energético y de telecomunicaciones; sin embargo, el *venture capital* ha dirigido sus inversiones principalmente al segmento del comercio electrónico.

Por otro lado, cabe remarcar que el año 2017 ha marcado un nuevo récord histórico para el *venture capital* y el *private equity* en España. Según la CNMV, actualmente existen en España 121 sociedades de capital riesgo, 17 SCR-pyme, 183 fondos de capital riesgo, 10 FCR-pyme y 92 Sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado.

En ese sentido, las perspectivas futuras para la actividad del capital riesgo son alentadoras. En los próximos años se espera que el sector continúe progresando y desarrollándose, tanto en la captación de fondos como en la inversión y desinversión.

La captación de recursos registrada en 2017 pone de manifiesto el excelente momento para levantar nuevos fondos. La volatilidad de los mercados, la abundante liquidez generada por las devoluciones y las rentabilidades conseguidas gracias a las desinversiones de compañías participadas, así como cierta inelasticidad hacia la inestabilidad política, explican la preferencia de los inversores en los vehículos de *private equity* y *venture capital* en detrimento de otro tipo de activos vinculados a la evolución de los tipos de interés.

De esta manera, el volumen de inversión se espera que se siga incrementando y que predominen las inversiones en las pymes españolas, aunque se seguirá notando la disparidad existente en cuanto a la atracción de la inversión en las diferentes regiones del país.

Por consiguiente, los pronósticos para las desinversiones en operaciones de capital riesgo también son favorables. Desde que se superó la recesión económica, la abundante liquidez disponible en el mercado está generando las condiciones adecuadas para dar salida a las empresas invertidas por el capital riesgo. En 2017, se realizaron desinversiones por un volumen total de 3.484 millones de euros y más del 60% del mismo correspondía a operaciones de *private equity*.

Por último, añadir que tal y como indican M.Recondo y R.Recondo (2017), en España, a diferencia de la práctica existente en otros países del entorno, los mercados de capitales no tienen un papel relevante como cauce de desinversión de los inversores de capital riesgo. Valga como ejemplo que, en 2017 se realizaron un total de 243 desinversiones y tan sólo seis de ellas utilizaron la Bolsa como mecanismo de salida. Además, desde la apertura del Mercado Alternativo Bursátil, sólo hay una entidad de capital riesgo cotizada, un fondo de fondos denominado “BBVA Capital Privado”.

BIBLIOGRAFÍA

Alcalá Olid, F. (1995). *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. España: Cívitas.

ASCRI (2009). *Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2009/07/Informe-ASCRI-2009.pdf>

ASCRI (2010). *Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2010/07/Informe-ASCRI-2010.pdf>

ASCRI (2011). *Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2011/07/Informe-ASCRI-2011.pdf>

ASCRI (2012). *Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2012/07/Informe-ASCRI-2012.pdf>

ASCRI (2012b). *Impacto económico y social del Capital Riesgo en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/01/Informe-impacto-2012.pdf>

ASCRI (2012c). *Inversión Responsable. Guía para el sector de Private Equity en España*. Obtenido de <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/03/Inversi%C3%B3n-responsable-Gu%C3%ADa-para-el-sector-de-Private-Equity-en-Espa%C3%B1a.pdf>

ASCRI (2013). *Informe de actividad: Capital Riesgo en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2013/04/INFORME-ASCRI-20131.pdf>

ASCRI (2014). *Informe de actividad: Capital Riesgo en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-ASCRI-2014.pdf>

ASCRI (2015). *Informe 2015: Capital Riesgo en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/06/Informe-ASCRI-2015.pdf>

ASCRI (2016). *Informe 2016: Capital Privado en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2016/06/ASCRI-Informe-Venture-Capital-Private-Equity-2016.pdf>

ASCRI (2017). *Informe 2017: Capital Privado en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2018/07/Informe-ASCRI-2017.pdf>

ASCRI (2018). *Informe de actividad: Venture Capital & Private Equity en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2017/05/Informe-ASCRI-2018-1.pdf>

ASCRI (2018b). *Impacto económico y social del Capital Privado en las operaciones de middle market en España*. Obtenido de <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2018/02/Informe-de-Impacto-2018-1.pdf>

Banco de España (2007). *El capital riesgo en España: Evolución reciente y comparación internacional*. Boletín Económico, abril de 2007. Obtenido de

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/07/Abr/Fich/art4.pdf>

Banco de España (2014). *Informe anual 2014*. Obtenido de <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/14/Fich/inf2014.pdf>

Beraza Garmendia, J. M. (1992). *El Capital Riesgo: una fuente de financiación para las PYMEs*. Págs. 65-99.

Boletín Oficial del Estado (1993). *Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. Artículo 45.1 C11º*. Obtenido de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1993-25359>

Boletín Oficial del Estado (2005). *Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. (Ley derogada)*. Obtenido de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2005-19412>

Boletín Oficial del Estado (2010). *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*. Obtenido de <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2010-10544>

Boletín Oficial del Estado (2011). *Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011*. Obtenido de <https://www.boe.es/doue/2011/174/L00001-00073.pdf>

Boletín Oficial del Estado (2014). *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*. Obtenido de https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-11714

Boletín Oficial del Estado (2014). *Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto de Sociedades. Artículos 21 y 50*. Obtenido de https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-12328

Boletín Oficial del Estado (2015). *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Título VIII Régimen de supervisión, inspección y sanción*. Obtenido de <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2015-11435>

Cantalapiedra Arenas, M. (2017). *Préstamo participativo*. Diccionario empresarial Wolters Kluwer. Obtenido de http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAEAMtMSbF1jTAAASNTI0sTtbLUouLM_DxbIwMDS0NDQ3OQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAhQp93TUAAAA=WKE

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2018). *Entidades de capital riesgo registradas*. Obtenido el 21 de noviembre de 2018, de <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=16>

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2018). *Cifras PYME: Datos enero 2018*. Obtenido de <http://www.ipyme.org/es-ES/ApWeb/EstadisticasPYME/Documents/CifrasPYME-enero2018.pdf>

EVCA (2017). *European Private Equity Activity 2017*. Obtenido de <https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>

Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros (2012). *El Sector del Capital Riesgo y su Influencia Clave en la Recuperación de la Economía Española*. España: Thomson.

Martín Mendoza, J. L. (1988). *El Capital-Riesgo: un sistema innovador de financiación*. España: Ediciones Fausí.

Martínez-Echevarría y García de Dueñas, A. (2012). *El Capital-Riesgo: su Operativa*. España: Aranzadi.

NVCA (2018). *NVCA 2018 Yearbook*. Obtenido de <https://nvca.org/research/research-resources/>

PRI (2018). *List of PRI signatories*. Principles for Responsible Investment. Obtenido el 29 de octubre de 2018, de <https://www.unpri.org/signatories/signatory-directory>

Recondo Zabala, M., Recondo Porrúa, R. (2017). *El mercado español de capital riesgo en 2017*. Revista española de capital riesgo. Págs. 319-361.

UNIRISCO Galicia SCR (2018). *Qué es el capital de riesgo*. Obtenido de <http://www.unirisco.com/quienes-somos/que-es-el-capital-de-riesgo/>

Zieling, N. (2009). *Factores determinantes del impacto del capital riesgo sobre las empresas*. Madrid, España: Consejo Económico y Social. CES.