

Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo

Néboa Zozaya González y Jorge Rodríguez Guerra



MINISTERIO
DE INDUSTRIA, TURISMO
Y COMERCIO

SECRETARÍA GENERAL
DE INDUSTRIA
DIRECCIÓN GENERAL DE
POLÍTICA DE LA PEQUEÑA
Y MEDIANA EMPRESA

© Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa
Elabora, coordina y distribuye:
Dirección General de Política de la PYME
www.ipyme.org
Madrid, marzo 2007

Índice

- I. Introducción y definición del capital riesgo (pág. 3)
- II. El sector del capital riesgo en el mundo. Situación actual y perspectivas (p. 5)
- III. La situación actual del capital riesgo en España (pág. 8)
- IV. Políticas públicas de fomento del capital riesgo (pág. 12)
- V. Conclusiones (pág. 14)

- Glosario de términos financieros (pág. 15)
- Bibliografía utilizada (pág. 16)
- ANEXO (pág. 17)

I. Introducción y definición del capital riesgo

El presente informe se distribuye de la siguiente forma. En un primer apartado se definen los conceptos relacionados con el capital riesgo (CR). En un segundo bloque se aborda una visión general del sector del capital riesgo a nivel mundial y sus perspectivas de futuro, aportando datos comparativos, sobre todo entre Estados Unidos, Europa y España. En la tercera sección se analiza la situación actual del CR en España, y en una cuarta se repasan las principales medidas públicas tomadas para impulsar este sector, tanto en el ámbito nacional como en el comunitario. Por último, las tablas y gráficos del anexo profundizan en la caracterización del sector, presentando datos concretos sobre distintos aspectos del CR.

El capital riesgo es una actividad financiera desarrollada por entidades especializadas, consistente en la aportación de capital (fondos propios) de forma temporal (3-5 años) y generalmente minoritaria a empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y que no coticen en primeros mercados de valores. Tiene por objeto contribuir al desarrollo y expansión de la empresa (capitalizarla, profesionalizarla y asesorarla) para que su valor aumente (Asociación Española de Entidades de Capital riesgo – ASCRI-).

El inversor de riesgo busca tomar participación en empresas que pertenezcan a sectores dinámicos de la economía, de los que se espera que tengan un crecimiento superior a la media. Cuanto más diversificada esté la cartera de una empresa de CR, mayor probabilidad tendrá el inversor de recuperar el montante inicial invertido, al compensarse las pérdidas de los proyectos fracasados con el beneficio de un proyecto exitoso.

Finalmente, el inversor buscará su salida de la empresa para materializar los rendimientos obtenidos y revertir el flujo de fondos hacia los proveedores. Las principales estrategias de salida que se plantean (y que se recogen bajo el término desinversiones) son la venta a un inversor estratégico, la Oferta Pública Inicial de las acciones de la compañía o la recompra de acciones por parte de la empresa.

Por fase de desarrollo, es posible clasificar el capital riesgo en los siguientes apartados (ver gráfico 1 del anexo):

- **Semilla** (*seed*): aportación de recursos en una fase anterior al inicio de la producción masiva (definición/diseño del producto, prueba de prototipos, etc.). Todavía existe riesgo tecnológico.
- **Arranque** (*Start-up*): financiación para el desarrollo inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación.
- **Otras fases iniciales**: recursos para cubrir el desfase de tesorería en empresas de reciente creación que no han alcanzado el punto muerto.
- **Expansión**: Financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o el acceso a nuevos mercados.
- **Sustitución**: Adquisición de acciones existentes en poder de otra entidad de capital riesgo o de otro accionista o accionistas antiguos.
- **Adquisición con apalancamiento** (*Leveraged Buy-out - LBO*): Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos

(financiación de entresuelo). Son frecuentes en capital riesgo las adquisiciones protagonizadas por los propios directivos de la empresa (MBO) o por directivos de otra empresa similar (MBI).

- **Reorientación:** Recursos aportados a una empresa en dificultades financieras para facilitar su reflotamiento.
- **Refinanciación de deuda:** Sustitución de deuda por recursos propios para reducir el nivel de endeudamiento de la empresa.

Conviene precisar que, aunque en castellano es corriente utilizar el término capital riesgo al referirse a todas las fases de desarrollo de esta actividad, en el mundo anglosajón existe una clara distinción entre las inversiones en proyectos empresariales que se encuentran en etapas tempranas (*venture capital*) y aquellas que se centran en empresas ya consolidadas (*capital inversión* o *private equity*). En este informe entenderemos el “capital riesgo” en su sentido más amplio. Utilizaremos el término *venture capital* para referirnos al CR invertido en las fases empresariales iniciales (semilla, arranque y otros estados iniciales). Con CR clásico nos referiremos al *venture capital* más el CR en fase de expansión.

La importancia del CR radica en su capacidad para apoyar el desarrollo de empresas innovadoras o de elevado crecimiento, de modo que éstas sean capaces de alcanzar su potencial y generar empleo y crecimiento. Según un estudio elaborado por Martí Pellón¹, la presencia de un inversor de CR en el capital de una empresa genera un efecto positivo sobre la misma (en términos de empleo, facturación, resultados, inversión en activos y recaudación fiscal, entre otros²), lo que se traduce en un crecimiento superior de la empresa y, por tanto, en un impacto económico en la zona donde se desarrolla su actividad.

¹ Martí Pellón J (2004 y 2007) Impacto económico y social del capital riesgo en España.

² Este autor compara un grupo de 1.453 empresas participadas por entidades de CR con 802 empresas comparables no financiadas con CR. Los resultados resultan apabullantes: la plantilla agregada de las compañías con creció entre 1993 y 2001 a una media del 14,7% anual frente al 5,7% registrado por el grupo de empresas sin CR. El volumen de ventas y el resultado bruto de explotación crecieron a una media del 24,7% anual, frente al 8,6% y 8,9% del grupo de control. Los activos totales crecieron a una media del 23,4% frente al 10% del grupo de control. El valor del activo de las empresas con CR se incrementó un 23,4% anual en los tres primeros años que siguieron a la inversión, frente al 10% en las empresas de control. El incremento anual y acumulativo registrado en la recaudación del impuesto de sociedades entre los años cero y tres se estimó en el 24,3%, por encima del 12,6% calculado para las empresas similares no financiadas con CR.

II. El sector del capital riesgo en el mundo. Situación actual y perspectivas

El sector del capital riesgo experimentó en el año 2000 un *boom* hasta entonces sin precedentes que finalizó con la explosión de la “burbuja bursátil” en los mercados de valores tecnológicos. Durante los cuatro años siguientes, las inversiones globales en capital riesgo descendieron, para aumentar de nuevo en 2005 hasta alcanzar los niveles del año 2000.

Tradicionalmente, las empresas estadounidenses han sido las mayores participantes en las operaciones mundiales de CR, aunque la inversión del resto del mundo está aumentando año tras año. El gráfico 2 del anexo muestra los países con mayor participación en el sector mundial del CR.

Si bien las cifras muestran un importante incremento de su actividad (ver gráfico 3 del anexo), el capital riesgo sigue cumpliendo un papel muy específico en la actividad de intermediación financiera. Se invierte mayoritariamente en empresas de tamaño medio-grande que se encuentran en una fase avanzada de su ciclo de negocio, siendo muy reducido el papel de estos inversores en el apoyo a la financiación de nuevas iniciativas empresariales. El CR todavía no constituye una forma de financiación extendida entre las PYME. Según el Flash Eurobarometer 2005, en términos medios ocho de cada diez PYME recurre a un banco para obtener financiación, mientras que sólo el 2% acude a empresas de CR (ver gráfico 4). Por otro lado, tan sólo el 6% de las PYME consigue atraer inversiones de capital (ver gráfico 5).

En términos absolutos, Estados Unidos continúa siendo con diferencia el mayor mercado de capital riesgo del mundo, captando el 61% de los nuevos recursos aportados y el 62% del volumen mundial de operaciones de buyout³. La cuantía invertida en capital riesgo clásico (etapas iniciales + expansión) fue de 18.600 millones de euros frente a los 12.700 de Europa, si bien en Europa se realizaron el 73% de las operaciones mundiales de CR clásico. La cuantía media de la inversión en *venture capital* en EE UU roza los 6 millones de euros, frente a los 0,9 millones de Europa⁴.

En proporción con su Producto Interior Bruto (PIB), Estados Unidos se sitúa claramente por encima de la media mundial en inversión en capital riesgo, tanto en fases iniciales como en las de expansión-sustitución (ver gráfico 6 del anexo), aunque algunos países europeos como Suecia o Bélgica muestran una mayor intensidad inversora. El papel que juega el capital riesgo invertido en España como porcentaje del PIB nacional es comparable al de otros países desarrollados, pero se mantiene todavía a cierta distancia de los países más evolucionados en estos términos (ver tabla 1).

El mercado de CR europeo no está todavía tan desarrollado como el estadounidense. Se acusa una falta grave y persistente de inversores informales y de otros inversores de capital semilla en Europa, fundamentalmente a causa de la menor rentabilidad ofrecida por las inversiones europeas (la rentabilidad media a diez años de la inversión en CR en Europa es del 6,3 %, frente al 26 % de EE UU⁵). Por término medio entre los países analizados por el Global Entrepreneurship Monitor 2005, la proporción que representa el capital semilla sobre los fondos totales aportados por el capital riesgo apenas se sitúa en el 0,04%, siendo la mayor proporción la de Suecia, con un 0,11% (la de España es 0,01%). Por otro lado, la importancia de la inversión informal tipo

³ Global Investment House (2006) Global Research – Private Equity.

⁴ Money for Growth: The European Technology Investment Report 2005, PriceWaterhouseCoopers..

⁵ Cifras hasta finales de 2004. Fuente: Venture Capital Returns Held Steady, NVCA y EVCA.

business angel es muy superior a la inversión realizada por el CR en todos los países desarrollados, si bien existe cierta heterogeneidad. En Estados Unidos, la inversión en CR supone el 18,5% de la inversión total en CR y en inversión informal, mientras que en España este porcentaje asciende al 11,7% (ver tabla 1). Se calcula que las inversiones informales en Europa representan menos del 10% de las realizadas en Estados Unidos.

Tabla 1. Comparación de la inversión relativa en CR. Estados Unidos y algunos países europeos. 2005.

	EE UU	España	R. Unido	Suecia
% Inversión en private equity / PIB		0,29	1,33	1,06
% Inversión en CR clásico / PIB	0,17	0,08	0,11	0,31
% Inversión capital semilla / CR clásico	0,04	0,01	0,02	0,11
% Inversión CR clásico / Inversión informal ⁶	18,47	11,72	16,38	29,78

Fuente: GEM (2004), EVCA.

Las inversiones en buyout son más globales que las inversiones en etapas iniciales, cuya aportación mayoritaria es de entes locales. Por este motivo, entre otros, España se ha situado en los últimos años entre los líderes del *Private Equity* europeos, detrás del Reino Unido y Francia, pero alcanzando incluso a Alemania e Italia. Sin embargo, el volumen de inversión que se dedica en España al segmento de *Venture Capital* sigue siendo algo inferior al de la media europea (en España, el 4,5% del volumen del sector, en Europa el 6,4%). En 2005 España fue, junto con Alemania, el país europeo que mayor proporción de inversiones extranjeras en CR recibió con respecto al montante total (ver gráfico 7 del anexo), gracias a las megaoperaciones que tuvieron lugar en dicho año.

Cabe también destacar la mayor orientación relativa del CR estadounidense hacia proyectos de elevada intensidad tecnológica⁷. Así, en 2004 este país destinó el 0,16% de su PIB al CR clásico *high-tech*, frente al 0,04% europeo y el 0,01% español. Según datos de la Comisión Europea, el 80% de la inversión total en CR de Estados Unidos se destinó a sectores de elevada intensidad tecnológica, en comparación con el 34% de la UE y el 25% de España⁸. Concretamente, las tecnologías de la información son las predominantes en las inversiones en CR high-tech de EE UU⁹. En cambio, en Europa (y en España) es el sector de las comunicaciones el que mayor inversión en CR recibe (ver gráfico 8 del anexo).

Un aspecto clave de la inversión de CR es la estrategia de salida, es decir, el punto en el que el inversor puede transferir su inversión a otros inversores, liberando fondos que pueden reciclarse en nuevas empresas. En media, el tiempo transcurrido desde la inversión inicial hasta la salida se ha incrementado hasta los cinco años, frente a los menos de tres años de mediados de los años 90¹⁰. El mercado europeo acusa también cierta debilidad en este aspecto con respecto a los EE UU.

Existen diversas imperfecciones de mercado que dificultan el desarrollo de un mercado de CR eficiente. Por el lado de la oferta, destacan las asimetrías de información entre agentes, los costes de transacción, las distintas percepciones sobre riesgo y recompensa y la falta de oportunidades de salida. Por el lado de la demanda, la falta de control y las restricciones en la libertad gestora inhiben los niveles de inversión en CR.

⁶ Inversión informal tipo Business Angels.

⁷ La inversión norteamericana en biotecnología es 4,6 veces mayor que la europea. En cambio, los países europeos están más especializados en productos de consumo.

⁸ Se contempla el volumen de inversión en CR, excepto para EEUU, que se contempla el CR clásico.

⁹ Comisión Europea (2006) The SME Financing Gap: theory and evidence.

¹⁰ Ernst & Young y Dow Jones Venture One (2006) Global Venture Capital Insights Report.

Sin embargo, estos problemas no explican por sí mismos la brecha existente entre EE UU y la UE en capital riesgo. Dicha discrepancia está más ligada a la menor asunción de riesgos existente en Europa, tanto por parte de los emprendedores (más reacios a crear una empresa y, cuando lo hacen, más inclinados hacia la financiación bancaria tradicional) como de los inversores. La menor inversión media europea en empresas y sectores de elevada intensidad tecnológica no favorece la rentabilidad obtenida. A esto se une la fragmentación (con la consecuente reducción en liquidez, capitalización y eficiencia) y relativa juventud del mercado europeo de CR, que provoca que Europa esté dividida en pequeños mercados de CR con numerosos fondos no capaces de afrontar la especialización y equipos experimentados necesarios para gestionar inversiones atractivas¹¹.

En la actualidad, el sector del CR está consolidado y cuenta con buenas expectativas de futuro. Los inversores en capital riesgo auguran un clima inversor estable y fuerte en 2007, con oportunidades en diversos sectores industriales y regiones globales¹², sin bien esperan que el número global de operaciones de CR se reduzca con respecto al año anterior¹³. China y la India son los destinos geográficos con mayor crecimiento esperado en este tipo de inversiones en los próximos cinco años (según la US National Venture Capital Association -NVCA). Los sectores de mayor atractivo para los inversores mundiales de CR son los de telecomunicaciones, biotecnología, tecnologías de la información y energías alternativas¹⁴.

¹¹ European Comisión (2006) Financing Growth – The European Way.

¹² Los fondos de CR seguirán globalizados, ya que los mercados son cada vez más globales, la competencia internacional mayor, los costes de creación de una empresa más elevados, las oportunidades de inversión en los mercados emergentes mayores y los avances tecnológicos continuos e importantes (Ernst & Young, 2006).

¹³ Encuesta realizada por la US National Venture Capital Association (NVCA).

¹⁴ Ernst&Young LLP.

III. La situación actual del capital riesgo en España

El sector del capital riesgo mantiene su senda de crecimiento en España, aunque el volumen de activos apenas representa el 2% de la inversión colectiva. Según datos de One to One, el Capital riesgo ha participado en el 20% del total de las operaciones de compraventa de empresas que se han realizado en el año 2005, convirtiéndose en el segundo actor más importante, por delante de las entidades financieras.

En 2006, el número de operaciones¹⁵ cerradas batió un nuevo récord histórico al alcanzar 612 operaciones, un 19% más que en 2005 y un 24% más que en 2004¹⁶. El volumen de la inversión en CR ha pasado de 969 millones de euros en el año 2002 a 2.715 millones en 2006, cifra inferior a la de 2005 debido a las 7 megaoperaciones que tuvieron lugar en dicho año (Ono/Auna, Amadeus, Cortefiel, Recoletos, Mivisa, Panrico y Applus+) (tabla 2).

Tabla 2. Evolución de las principales magnitudes. España, 2002-2006.

	2002	2004	2005	2006
Número de operaciones	451	494	513	612
Volumen inversión (mill €)	969	1.996	4.118	2.715
Número de desinversiones	233	253	317	340
Volumen desinversiones (mill €)	388	515	1.491	1.302
Captación anual de nuevos fondos (mill €)	860	2.111	4.042	3.108

Fuente: ASCRI

El año 2006 ha sido también muy activo en el apartado de desinversiones, que alcanzaron un volumen de 1.302 millones de euros en unas 340 operaciones (tabla 2). El 37% del volumen desinvertido lo fue mediante la venta a terceros y el 27% mediante la venta a otra entidad de capital riesgo, mientras que un 26% del número de operaciones de desinversión fueron recompradas por los accionistas originarios.

A finales de 2005, los capitales totales gestionados en España ascendieron a 12.814 millones de euros, un 35% más que en 2004, de los cuales un 15,6% eran gestionados por sociedades de CR y el restante por sociedades gestoras. Los recursos procedentes del extranjero siguieron siendo la principal fuente de capitales gestionados (el 51%). El sector público aportó el 8,7% de los capitales totales en gestión (ver gráfico 9 del anexo). En 2006, la captación de nuevos fondos fue de 3.108 millones de euros, de los cuales un 64% fueron captados por actores nacionales, frente al 23% del 2005 y el 55% de 2004 (gráfico 10). Destaca el nuevo fondo asesorado por Mercapital, con 550 M€ comprometidos. En 2005, los principales aportantes de nuevos fondos fueron inversores extranjeros (el 42,7% de EE UU y el 32% de la UE, siendo Francia y el Reino Unido los países europeos que más recursos aportaron), debido a las operaciones de gran tamaño realizadas. Los fondos de pensiones (en su mayoría de EEUU) son los principales aportantes de los nuevos recursos levantados en España en 2005, con una contribución del 40,9% del total, frente al 18% del periodo anterior. Les siguen en importancia las instituciones financieras (24,6%) y los fondos de fondos (12,4%) (gráfico 11).

¹⁵ Por operación se entiende el número de intervenciones de un mismo gestor en una empresa. Así, si el gestor participa en dos rondas en el mismo año se computan 2 operaciones.

¹⁶ A fecha actual sólo se conocen los principales resultados del año 2006, pero no su desagregación concreta. Por eso, aunque se citan datos de 2006, la mayoría de datos de tablas y gráficos corresponden a 2005 y 2004.

De las 513 operaciones de CR que tuvieron lugar en 2005 en España, el 38,4% se realizaron en microempresas (empresas con menos de 10 empleados), el 37,8% en empresas con entre 10 y 100 empleados, y solo el 1% en las empresas más grandes (las de más de 5.000 empleados). Se observa una mayor participación de las empresas de menor tamaño en el tiempo. En cambio, atendiendo al volumen de las operaciones de CR, las empresas de menos de 100 empleados han perdido peso desde 2002. Las empresas de más de 5.000 empleados son responsables del 15% del volumen total invertido en CR tanto en 2004 como en 2005 (tabla 3).

Tabla 3. Distribución de las inversiones en CR por tamaño de la empresa invertida. España, 2002-2005

	Volumen inversiones (%)			Nº operaciones (%)		
	2002	2004	2005	2002	2004	2005
0 a 9 trabajadores	12,6	6,8	6,6	35,9	37,2	38,4
10 y 99 trabajadores	35,0	10,9	6,3	39,2	36,2	37,8
100 a 599 trabajadores	20,4	20,0	26,1	16,1	17,2	15,8
500 a 4.999 trabajadores	29,9	47,0	45,7	8,4	8,7	7,0
Más de 5.000 trabajadores	2,1	15,2	15,3	0,2	0,6	1,0
TOTAL	100	100	100	100	100	100

Fuente: ASCRI

El sector está evolucionando hacia operaciones de mayor volumen. Concretamente, de las 513 operaciones cerradas en 2005, un 65,9% fueron operaciones de menos de un millón de euros, un 24,5% operaciones entre 1 y 10 millones de euros, un 5,1% entre 10 y 25 millones y un 1,9% entre 25 y 100 millones. En cambio, en el año 2002 no hubo ninguna operación de más de 100 millones de euros. Esta tendencia se observa de forma más clara al considerar el volumen invertido en CR (tabla 4). El importe medio por operación ascendió en 2006 a 4,4 millones de euros, frente a los 8 millones registrados en 2005 o a los 4 de 2004. En las nuevas operaciones, el importe medio se estimó en 6,3 millones, mientras que en 2005 y 2004 alcanzó 11,6 y 7,2 millones, respectivamente (ASCRI 2006).

Tabla 4. Distribución del número y volumen de operaciones de CR por tamaño de la inversión. España, 2002-2005.

	2002		2004		2005	
	Nº Operac.	%	Nº Operac.	%	Nº Operac.	%
Menos 1 mill €	328	72,7%	360	72,9%	338	65,9%
Entre 1 y 10 mill €	101	22,4%	96	19,4%	126	24,6%
Entre 10 y 100 mill €	22	4,9%	35	7,1%	36	7,0%
Más de 100 mill €	0	0,0%	3	0,6%	13	2,5%
TOTAL	451	100%	494	100%	513	100%
	Volumen	%	Volumen	%	Volumen	%
Menos 1 mill €	85,5	8,8%	81,6	4,1%	82,8	2,0%
Entre 1 y 10 mill €	286,4	29,5%	322	16,1%	335	8,1%
Entre 10 y 100 mill €	597,3	61,6%	900,3	45,1%	880,4	21,4%
Más de 100 mill €	0	0,0%	691,9	34,7%	2.819,5	68,5%
TOTAL	969,3	100%	1.995,8	100%	4.117,7	100%

Fuente: ASCRI

Las diez operaciones más destacadas de 2006 por volumen de inversión en CR se muestran en la siguiente tabla, especificando la empresa participada, el sector al que pertenece, la entidad de CR que realizó la inversión y el tipo de operación realizada.

Tabla 5. Las diez principales operaciones de CR en 2006 en España.

Empresa participada	Entidad CR	Sector	Tipo de operación
Iberostar	Carlyle, Vista	Grupo turístico	MBO
Telepizza	Permira	Alimentación	MBO
Thames Water	SCH Infraestructuras	Gestión del agua	MBO
Grupo Levantina	Charterhouse, Impala	Construcción	MBO
Dorna	Bridgepoint	Marketing deportivo	MBO
Sten	3i	Encofrados	Expansión
Vips	Goldman Sachs	Restauración	Expansión
La Sirena	3i	Congelados	MBO
Gasmedi	Mercapital	Suministro de gases medicinales	MBO
Eurolac	Advent	Alquiler de maquinaria	MBO

Fuente: ASCRI

Los sectores que mayor inversión en CR recibieron en 2005 fueron los de comunicaciones (37,5%), productos de consumo (22,1%) y otros servicios (15%). En cuanto al número de operaciones, destaca el sector de productos de consumo y de informática, que acumularon el 16% y el 14% del total, respectivamente (ver tabla 7 del anexo).

Desagregando por Comunidades Autónomas, Madrid ha concentrado el 67,4% del volumen total invertido en CR en España debido a las grandes operaciones (frente al 47,8% de 2004), seguido de Cataluña (16,3%) y Valencia (4,4%). Respecto al número de operaciones, Madrid y Cataluña estuvieron casi a la par, realizando la primera comunidad 106 operaciones en 2005 y la segunda 99 (ver tabla 8 del anexo).

El 56% del volumen de inversiones de 2006 se dirigió a operaciones Management Buy-out -MBO- (operación por la que un fondo financia al equipo directivo la compra de su compañía), y el 28% a operaciones de expansión (en 2005 la distribución fue del 80% MBO y el 15,8% expansión, a causa de las megaoperaciones que tuvieron lugar en dicho año). Atendiendo al número de operaciones, la mayoría de ellas (el 57%) fueron realizadas en las fases empresariales de expansión (tabla 9 y gráficos 12 y 13 del anexo).

Si se tiene en cuenta sólo el *venture capital* –inversión de CR en etapas semilla, arranque y otros estados iniciales de la empresa-, el volumen invertido no fue muy alto (186 millones de euros), aunque superó en un 63% al registrado en 2004. Sin embargo, las 218 inversiones realizadas representaron el 47% del número total de inversiones en capital riesgo en 2005. Se observa la escasa inversión dedicada a empresas en fase embrionaria (23% del volumen y 5% del número de operaciones de *venture capital*) (tabla 10 del anexo). Este tipo de inversión en capital riesgo está focalizado en empresas de menor tamaño que el CR general, dirigiéndose un 52,5% de su volumen y casi un 64% de su número de inversiones a microempresas (tabla 11 del anexo). A lo largo de 2005, los sectores que mayor volumen de inversión de *venture capital* recibieron fueron Energía y Recursos Naturales (23,3%), seguido de los sectores Construcción (14%), Otros Servicios (12,6%) y Hostelería/Ocio e Informática con un peso del 6,6% y 6,2%, respectivamente. Por número de inversiones, Informática (18,8%) y Biotecnología (8,3%) fueron los sectores que más inversión atrajeron.

De las 124 entidades de capital riesgo (ECR) que participaron en el sector en 2005, 38 fueron catalogadas como grandes, 34 como medianas y 52 como pequeñas¹⁷. El 89%

¹⁷ Se consideran grandes las que tienen a su cargo más de 120 millones de euros, medianas las que gestionan entre 30 y 120 millones de euros y pequeñas las que gestionan menos de 30 millones de euros.

de las ECR grandes son Sociedades Gestoras de Fondos, mientras que el 75% de las ECR pequeñas son sociedades de capital riesgo (SCR). Cada ECR grande gestionaba, por término medio, unos 266,5 millones de euros, una ECR mediana unos 62 millones, y una pequeña unos 11,2 millones de euros.

El empleo total de la cartera de participadas en España ascendió a 362.344 personas en 2005, frente a las 307.593 del año anterior. La media se sitúa en casi 190 trabajadores por empresa, aunque esta cifra se incrementa hasta 306 si se consideran sólo las nuevas inversiones anuales¹⁸. Según un trabajo elaborado por Martí Pellón (2007), al menos el 5,9% de la creación media de empleo entre 1993 y 2001 debe atribuirse al capital riesgo.

¹⁸ ASCRI 2006

IV. Políticas públicas de fomento del capital riesgo

La mayoría de países de la OCDE considera una prioridad desarrollar sus sectores de capital riesgo. La Unión Europea formuló ya en 1997 un Plan de Acción del Capital riesgo para eliminar las persistentes cargas administrativas y regulatorias que impedían crear un único mercado de CR, y poder reducir así la brecha con Estados Unidos en este ámbito.

Los actuales planes de la Comisión Europea¹⁹ para potenciar el crecimiento mediante inversiones de capital riesgo pasan por implantar un mercado único de los fondos de CR que permita realizar inversiones transfronterizas sin burocracia, por reforzar la cooperación de los inversores en inversión semilla, prestando una atención particular a los inversores informales mediante la identificación y difusión de buenas prácticas, y por favorecer la creación de más fondos profesionales de CR, que realicen mayores inversiones, por ejemplo al aplicar instrumentos comunitarios (tales como los instrumentos del Competitiveness and Innovation Framework Programme (CIP) o la iniciativa JEREMIE)²⁰. La Comisión pretende triplicar en 2013 el volumen medio invertido en Europa en capital riesgo en etapas iniciales con respecto al PIB, lo que implicaría alcanzar unos incrementos medios anuales del 15% del PIB en las inversiones nacionales en capital semilla y de arranque¹⁹.

En España también se han tomado medidas de fomento del CR como una alternativa real de inversión. En 2005 se desarrolló un nuevo marco regulador para las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras (Ley 25/2005 que deroga la Ley 1/1999). El objetivo último de esta ley es “flexibilizar y modernizar el régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo, de manera que se imprima el impulso imprescindible a la competitividad y oportunidades de inversión del sector para situarlo en un nivel equiparable al de los países de nuestro entorno”.

Entre otras iniciativas nacionales, destacan:

- el programa de NEOTEC CR SOCIEDAD DE FONDOS, SCR, SA, que actúa como fondo de fondos para servir de puente entre los proyectos de reciente creación y el capital riesgo, cuyos fondos iniciales para el período 2006-2010 alcanzan los 176 millones de euros, siendo sus principales accionistas el CDTI con 60 millones de euros, el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) con 50 millones de euros, y grandes empresas privadas españolas, que aportan el resto de los fondos.
- el fondo I+D UNIFONDO, gestionado por la sociedad de capital riesgo UNINVEST, cuyo objetivo es financiar empresas de base científica y tecnológica de nueva creación o de desarrollo incipiente que surjan en el entorno universitario y de otros centros de investigación e innovación (spin-offs).

La empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA), empresa de capital público adscrita al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio a través de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, participó en 2006 en varios fondos de capital riesgo, que se especifican en la siguiente tabla.

¹⁹ “Risk Capital Summit 2005” y “Better Financing for Entrepreneurship and SME Growth 2006”.

²⁰ Comisión Europea (2006) Financiar el crecimiento de las PYME – añadir valor europeo.

Tabla 6. Nombre del fondo de Capital riesgo, porcentaje de participación de ENISA en dicho fondo, inversión aprobada e inversión desembolsada por ENISA. España, 2006.

Fondo	% ENISA	Aprobado (€)	Desembolsado (€)
Banesto-ENISA_SEPI Desarrollo, FCR	33,30	10.154.000	10.154.000
Neotec CR Sociedad de Fondos, SCR, SA	1,57	2.000.000	58.700
I+D Unifondo FCR	5,40	1.000.000	200.000
Fondo GED Sur, GCR	2,27	1.000.000	50.000
MCC Desarrollo, SPE, SA	1,25	600.000	600.000
MCC Promoción, SPE, SA	1,13	600.000	131.510
Uninvest, SGEGR, SA	3,10	12.500	12.500
TOTAL		15.366.500	11.206.710

Fuente: ENISA

V. Conclusiones

El sector del capital riesgo se ha consolidado en los últimos años tanto a nivel mundial como nacional, alcanzando niveles históricos de inversión y siendo protagonista de las principales operaciones empresariales. Las condiciones actuales de los mercados – ciclo de expansión económica, elevada liquidez empresarial, fuerte competencia internacional, desarrollo tecnológico sin precedentes- sitúan al capital riesgo como una de las alternativas de financiación empresarial más atractivas y ventajosas. La literatura económica aporta evidencia sobre los extraordinarios beneficios del CR sobre los indicadores económicos: contribuye a crear cinco veces más empleo, permite multiplicar por cuatro la facturación alcanzada por otras empresas no financiadas con CR e impulsa el desarrollo de nuevas empresas²¹.

Aunque la mayor parte del volumen invertido por el sector del capital riesgo se destina a grandes operaciones de empresas en fases de expansión (sobre todo a la compra de empresas por los directivos o *Management Buy-Out*), cada vez son más comunes las inversiones en fases iniciales o *venture capital* (en 2005, representaron el 47% de las operaciones nacionales cerradas en CR). Sin embargo, al sector español de CR le queda todavía un largo camino por recorrer para alcanzar el desarrollo que ha logrado el CR en otros países de su entorno. La inversión nacional con respecto al PIB es todavía escasa; se requiere una mayor intensidad inversora en capital semilla y de arranque; y la proporción de CR invertido en empresas de elevada intensidad tecnológica es todavía escasa.

Las nuevas medidas impulsadas por el sector público (tanto a nivel nacional como comunitario) para estimular el sector del CR son numerosas y variadas. En España, el nuevo marco legal (Ley 25/2005), aprobado hace un año, ha facilitado la creación de nuevas entidades de capital riesgo. No obstante, para desarrollar el sector de manera óptima y maximizar el beneficio que las empresas nacionales puedan extraer de él, es necesario que éstas, sobre todo las PYME, se familiaricen con el capital riesgo y no lo vean como una amenaza sino como una posibilidad de crecimiento y prosperidad.

²¹ Martí Pellón J (2007)

Glosario de términos financieros

Entidad de capital riesgo (ECR): entidad financiera cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la UE o del resto de países de la OCDE. Las ECR pueden adoptar la forma jurídica de **sociedad de capital-riesgo** o de **fondo de capital-riesgo**. Pueden tomar participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en las bolsas de valores siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. Para el desarrollo de su objeto social principal, la ECR podrá facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación. Asimismo, podrá realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de la entidad de capital-riesgo. En el caso de los fondos de capital riesgo, las actividades anteriores serán realizadas por las sociedades gestoras. Debe mantener, como mínimo, el 60 por 100 de su activo computable en acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad. Dentro de este porcentaje, podrá dedicar hasta 30 puntos porcentuales del total de su activo computable a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital riesgo, y hasta 20 puntos porcentuales del total de su activo computable en la adquisición de acciones o participaciones de entidades de capital-riesgo.

Sociedad de capital riesgo (SCR): sociedad anónima cuyo objeto social principal coincide con el de las ECR (la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que no coticen en Bolsa; facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación y realizar actividades de asesoramiento) Estas actividades podrán ser realizadas por ellas mismas o a través de una sociedad gestora de entidades de capital riesgo. El capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50 por 100 y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo, en activos aptos para la inversión de las entidades de capital-riesgo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20 por 100 de su capital social.

Fondo de capital riesgo: patrimonio separado sin personalidad jurídica perteneciente a una pluralidad de inversores cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Su objetivo principal es el mismo que el de las ECR, y corresponde a la sociedad gestora la realización de las actividades (facilitar préstamos participativos y otras formas de financiación y realizar actividades de asesoramiento). El patrimonio mínimo inicial del fondo de CR será de 1.650.000 euros.

Fondo de fondos: fondos de inversión cuyo patrimonio está invertido a su vez en un conjunto de fondos de inversión.

Nuevos recursos captados: recogen la cifra de nuevos fondos levantados por los operadores en el período estudiado. Pueden tener origen en la creación de un nuevo fondo o ampliación de recursos de uno existente por parte de un gestor nacional; en la creación de una SCR o ampliación de capital de una SCR existente; o en recursos procedentes de fondos o inversores extranjeros asignados a través de una oficina de representación radicada en España. Esta cantidad de capital es distinta que la de fondos invertidos por tres razones:

- los proveedores invertirán inicialmente entre un 80% ó 95% de los fondos comprometidos.
- durante los primeros años, podría ser necesario deducir los honorarios de gestión del fondo.
- el reembolso a los inversores comienza normalmente antes de que tenga lugar la última aportación.

Bibliografía utilizada

ASCRI (2006) Informe anual.

Comisión Europea (2006) Financiar el crecimiento de las PYME – añadir valor europeo.

Ernst & Young y Dow Jones Venture One (2006) Global Venture Capital Insights Report.

European Commission (2006) Financing Growth – The European Way.

European Commission (2005) SME Access to Finance- Flash Eurobarometer.

European Commission (2006) The SME Financing Gap: theory and evidence.

EVCA Barometer, June 2006.

Global Entrepreneurship Monitor (2004) Financing Report.

Global Entrepreneurship Monitor (2005) Informe ejecutivo GEM España.

Global Investment House (2006) Global Research – Private Equity.

Ley 25/2005 sobre el capital riesgo. BOE núm. 282.

Martí Pellón J (2004) Impacto económico y social del capital riesgo en España.

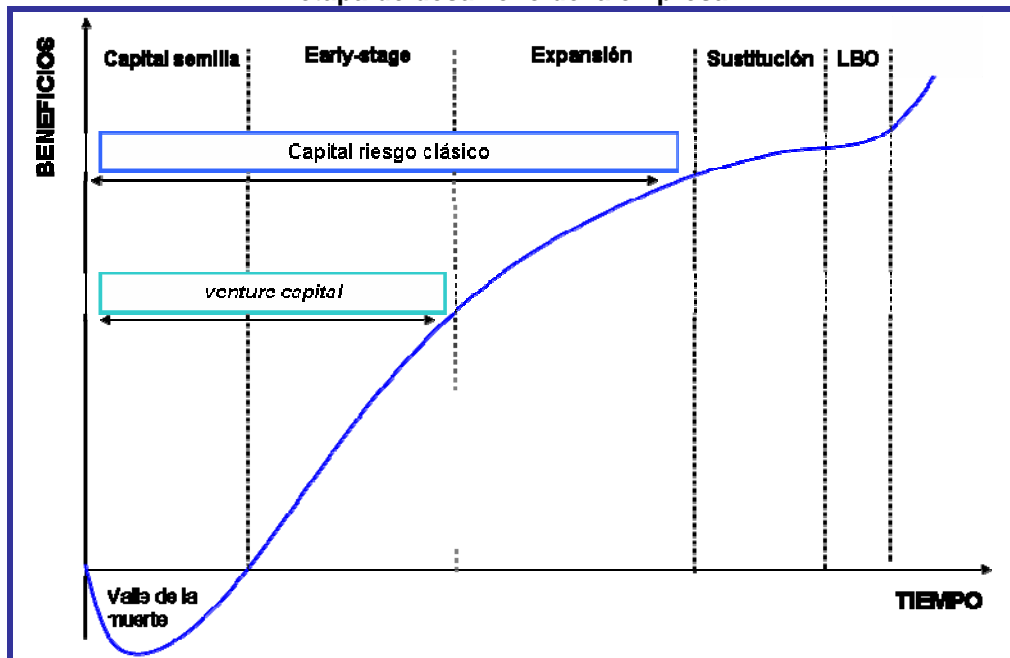
Martí Pellón J (2007) Impacto económico y social del capital riesgo en España. ASCRI.

PriceWaterhouseCoopers (2005) Money for Growth: The European Technology Investment Report.

PriceWaterhouseCoopers (2006) Innovation and SME Finance. Advancing Innovation and SME Finance.

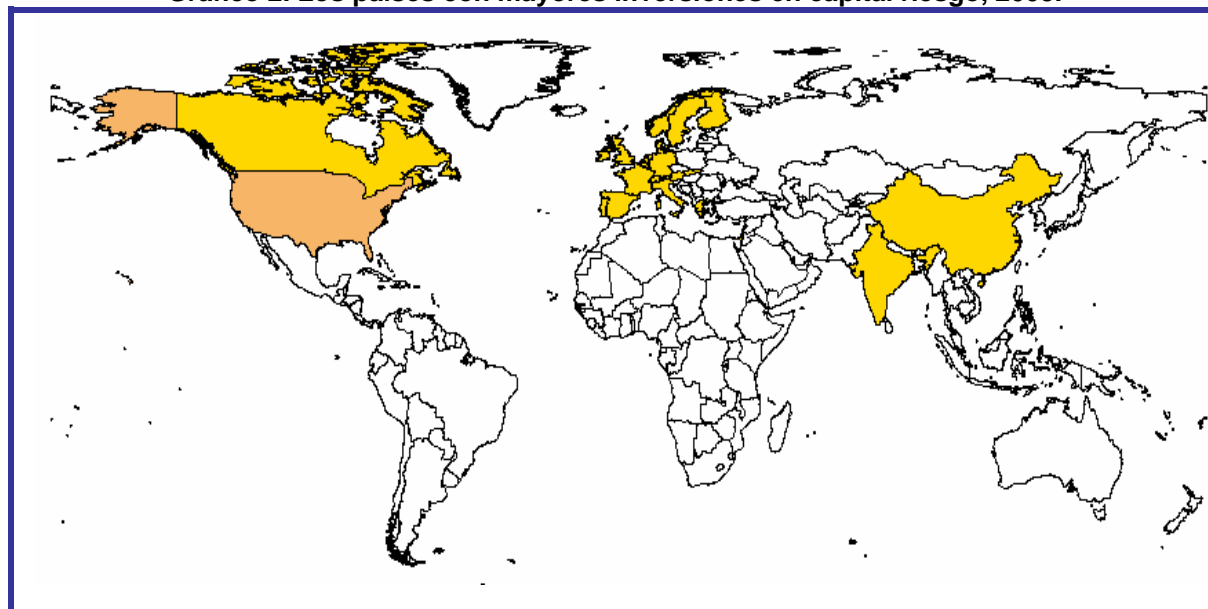
ANEXO

Gráfico 1. Clasificación del capital riesgo o *private equity* según la etapa de desarrollo de la empresa.



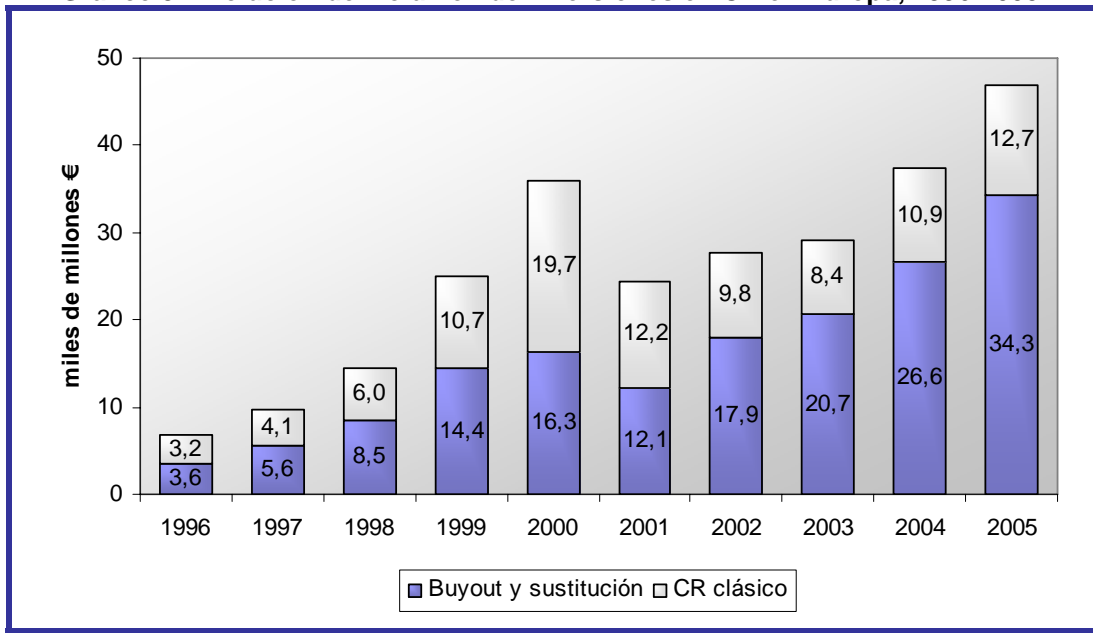
Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI.

Gráfico 2. Los países con mayores inversiones en capital riesgo, 2005.



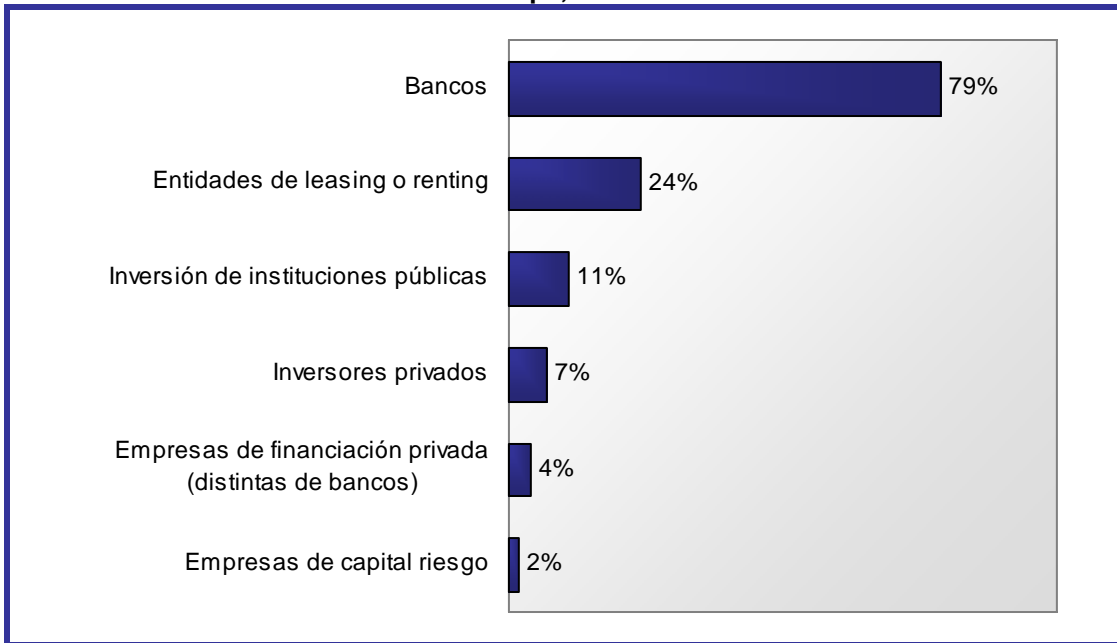
Fuente: Ernst & Young (2006) Venture Capital Insights Report.

Gráfico 3. Evolución del volumen de inversiones en CR en Europa, 1996-2005.



Fuente: European Private Equity Survey 2005. PriceWaterHouseCoopers.

Gráfico 4. Instituciones utilizadas por las PYME para obtener financiación. Europa, 2005²².

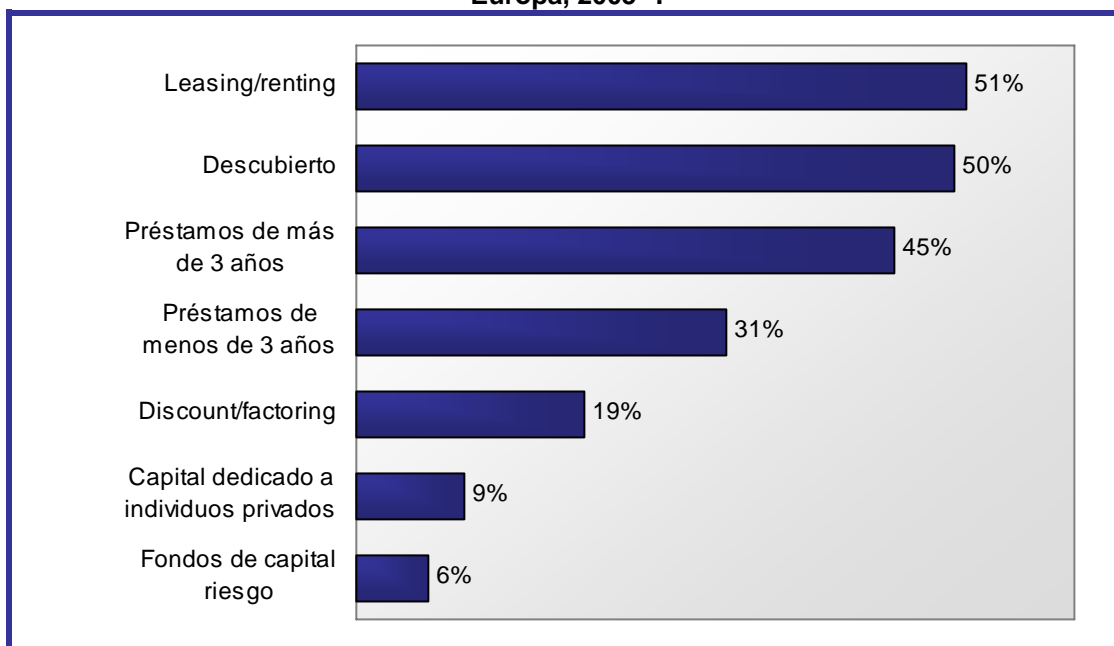


Nota: no suma 100 porque la pregunta permite respuestas múltiples.

Fuente: European Commission (2005) Flash Eurobarometer 174. SME Access to Finance.

²² Leasing es una operación financiera que permite a los empresarios obtener bienes mediante un crédito otorgado por una empresa financiera. Renting es el contrato por el que una de las partes se obliga a ceder a otra el uso de un bien de utilización empresarial por tiempo determinado y contra el pago de un precio.

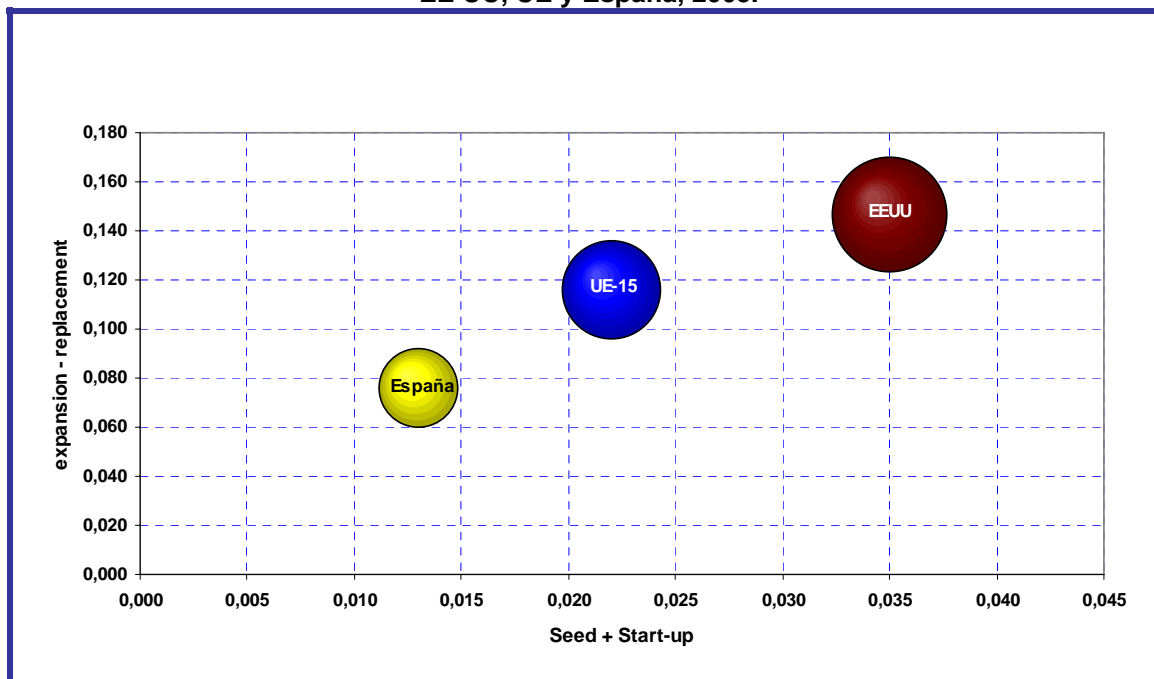
Gráfico 5. Tipo de financiación utilizada cuando se invierte capital en las PYME. Europa, 2005²⁰.



Nota: no suma 100 porque la pregunta permite respuestas múltiples.

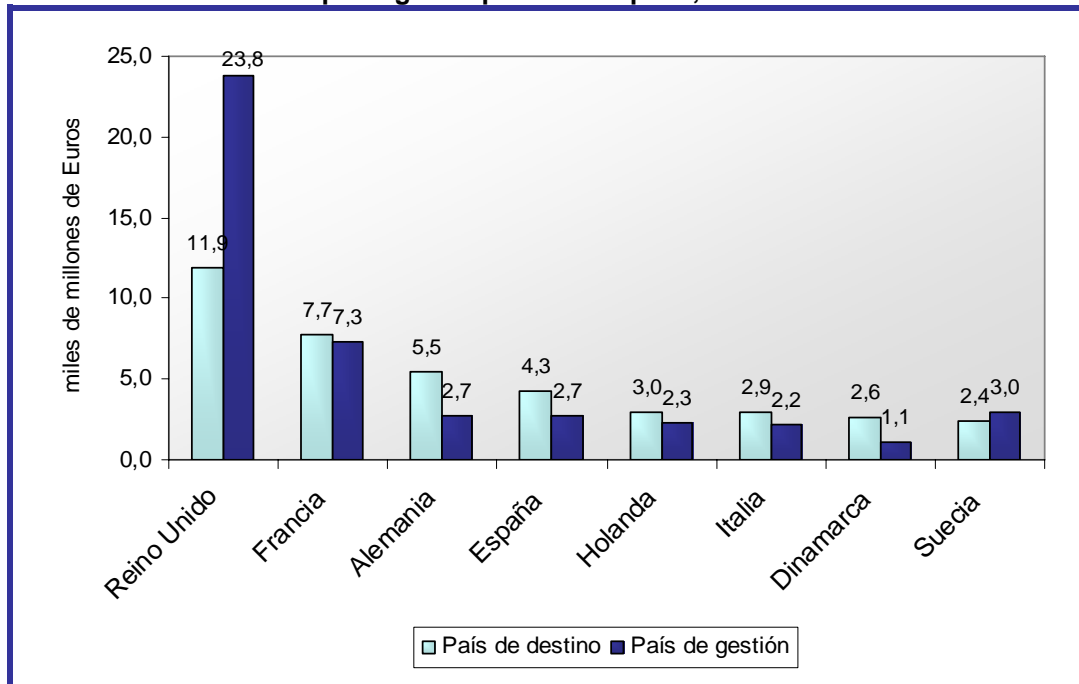
Fuente: European Commission (2005) Flash Eurobarometer 174. SME Access to Finance.

Gráfico 6. Distribución del capital riesgo clásico según fase de desarrollo (en % del PIB). EE UU, UE y España, 2005.



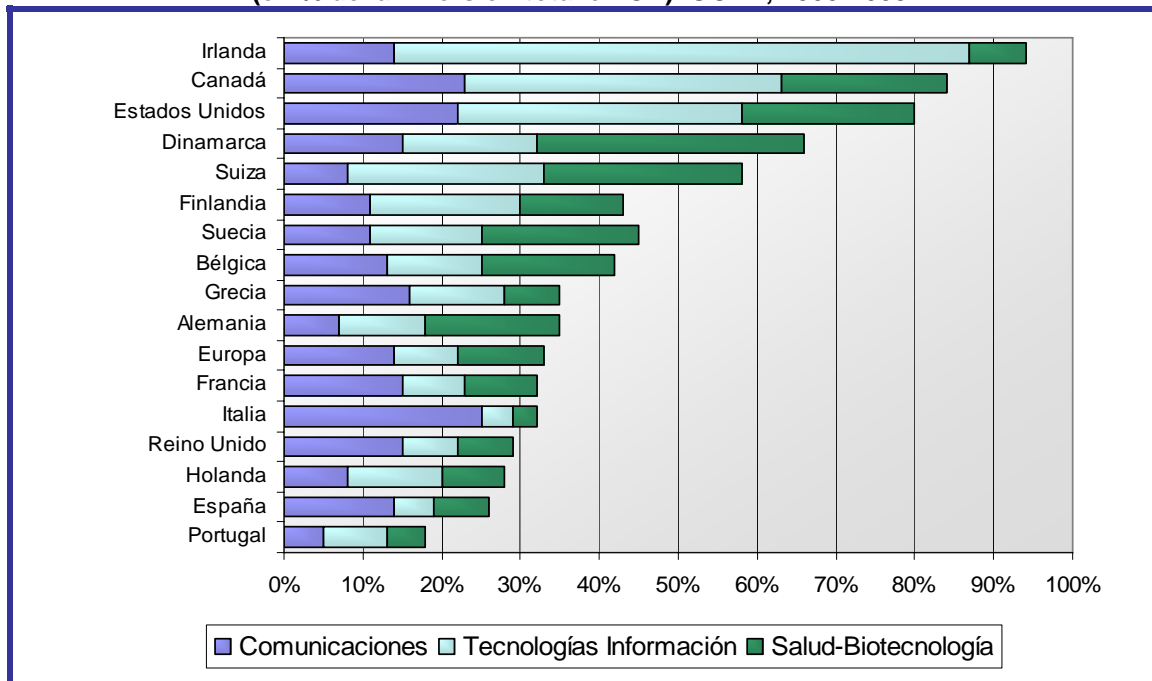
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat

Gráfico 7. Volumen de inversiones en capital riesgo captado y gestionado por algunos países europeos, 2005.



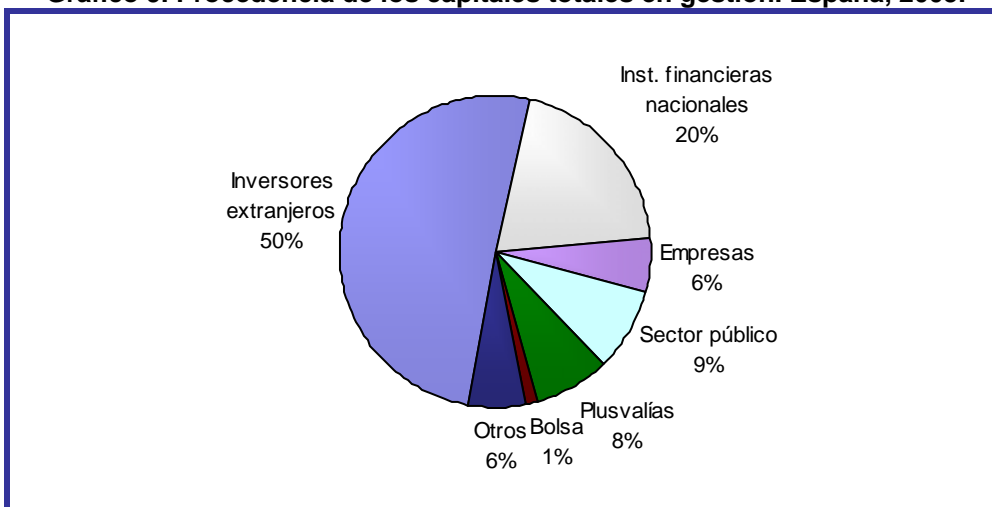
Fuente: PriceWaterhouseCoopers (2006); datos de la European Private Equity Survey 2005.

Gráfico 8. Proporción de sectores de alta intensidad tecnológica en el capital riesgo total (en % de la inversión total en CR). OCDE, 2000-2003.



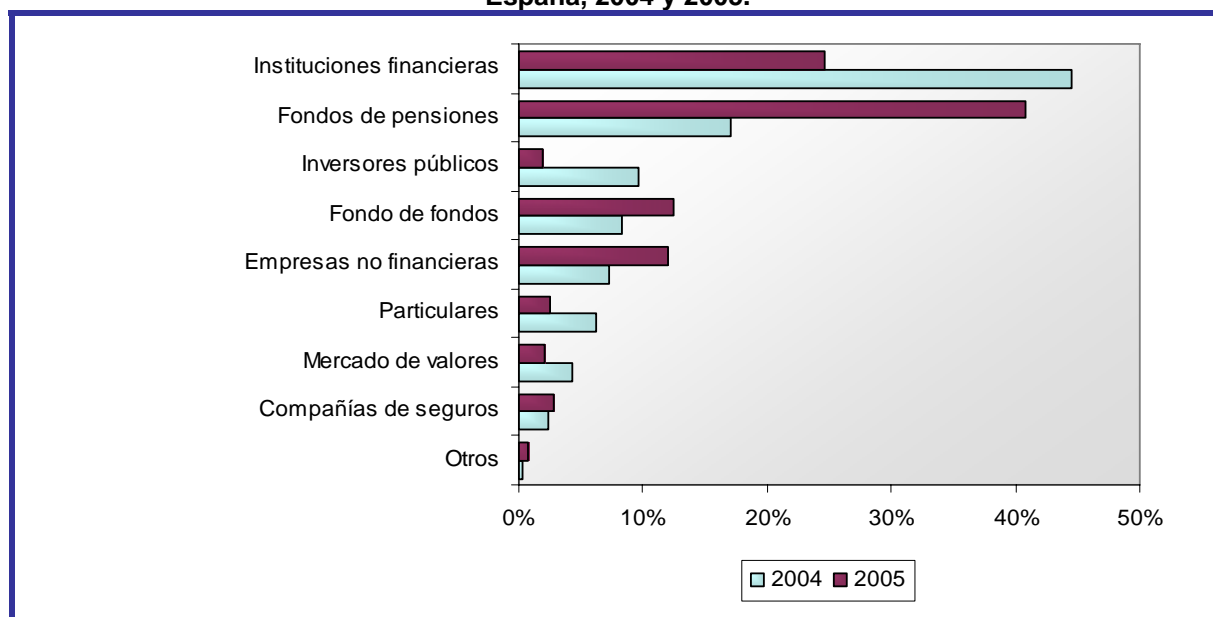
Fuente: Comisión Europea (2006) The SME Financing Gap; datos de OCDE, EVCA, NVCA y CVCA.

Gráfico 9. Procedencia de los capitales totales en gestión. España, 2005.



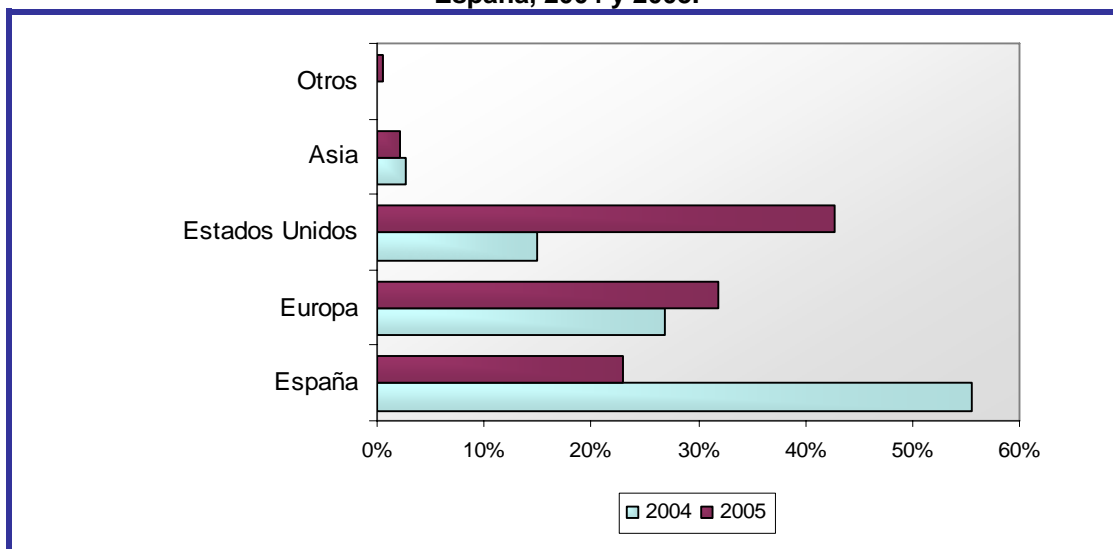
Fuente: Informe ASCRI 2006.

Gráfico 10. Distribución de los nuevos fondos captados por tipo de aportante. España, 2004 y 2005.



Fuente: Informe ASCRI 2006.

Gráfico 11. Distribución de los nuevos fondos captados por zona geográfica de origen. España, 2004 y 2005.



Fuente: Informe ASCRI 2006.

Tabla 7. Distribución del volumen y nº de operaciones de CR por sector de actividad. España, 2004 y 2005.

	Volumen (€M)		Porcentaje		Nº operaciones		Porcentaje	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Informática	152,3	21,4	7,6%	0,5%	60	70	12,1%	13,6%
Otros Electrónica	10,4	4,9	0,5%	0,1%	12	9	2,4%	1,8%
Prod. y Serv. Industriales	162,5	212,2	8,1%	5,2%	82	54	16,6%	10,5%
Productos de Consumo	168,9	908,5	8,5%	22,1%	62	81	12,6%	15,8%
Agric.-Ganadería-Pesca	0,8	5,8	0,0%	0,1%	2	7	0,4%	1,4%
Energía-Recursos Natur.	105,0	84,2	5,3%	2,0%	26	25	5,3%	4,9%
Química-Plásticos	22,0	57,6	1,1%	1,4%	28	21	5,7%	4,1%
Construcción	53,0	87,7	2,7%	2,1%	21	23	4,3%	4,5%
Medicina-Salud	165,9	79,5	8,3%	1,9%	38	27	7,7%	5,3%
Hostelería	30,0	103,0	1,5%	2,5%	27	25	5,5%	4,9%
Comunicaciones	448,1	1.544,1	22,5%	37,5%	36	39	7,3%	7,6%
Biotecnología/Genética	5,4	8,7	0,3%	0,2%	17	23	3,4%	4,5%
Automatización Industrial	1,5	2,5	0,1%	0,1%	4	5	0,8%	1,0%
Servicios Financieros	0,4	0,7	0,0%	0,0%	3	5	0,6%	1,0%
Otros Servicios	545,7	621,2	27,3%	15,1%	40	50	8,1%	9,7%
Otros	59,7	175,7	3,0%	4,3%	20	23	4,0%	4,5%
Transporte	21,8	14,9	1,1%	0,4%	8	6	1,6%	1,2%
Otros Producción	42,4	185,4	2,1%	4,5%	8	20	1,6%	3,9%
Total	1.995,9	4.117,7	100%	100%	494	513	100%	100%

Fuente: ASCRI

Tabla 8. Distribución del volumen y nº de operaciones de CR por CC AA. España, 2004 y 2005.

	Volumen (€M)		Porcentaje		Nº operaciones		Porcentaje	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Madrid	877,2	2.685,3	47,8%	67,4%	112	106	24,3%	22,1%
Cataluña	499,9	648,7	27,2%	16,3%	79	99	17,1%	20,6%
Andalucía	24,9	31,7	1,4%	0,8%	17	35	3,7%	7,3%
País Vasco	78,8	50,3	4,3%	1,3%	39	31	8,5%	6,5%
Galicia	123,2	69,3	6,7%	1,7%	39	30	8,5%	6,3%
Castilla-León	94,8	9,2	5,2%	0,2%	19	15	4,1%	3,1%
Castilla-La Mancha	29,9	25,4	1,6%	0,6%	14	12	3,0%	2,5%
Aragón	8,7	43,7	0,5%	1,1%	10	33	2,2%	6,9%
Extremadura	13,2	19,0	0,7%	0,5%	32	33	6,9%	6,9%
Canarias	0,2	9,4	0,0%	0,2%	2	5	0,4%	1,0%
Navarra	12,4	13,3	0,7%	0,3%	43	21	9,3%	4,4%
Asturias	14,0	18,9	0,8%	0,5%	21	21	4,6%	4,4%
Comunidad Valenciana	40,7	173,7	2,2%	4,4%	19	22	4,1%	4,6%
Baleares	0,0	28,9	0,0%	0,7%	0	4	0,0%	0,8%
Murcia	3,0	145,6	0,2%	3,7%	6	5	1,3%	1,0%
Cantabria	10,3	11,9	0,6%	0,3%	3	4	0,7%	0,8%
La Rioja	4,9	1,5	0,3%	0,0%	6	4	1,3%	0,8%
Ceuta y Melilla	0,0	0,0	0,0%	0,0%	0	0	0,0%	0,0%
Total	1.836,2	3.985,8	100%	100%	461	480	100%	100%

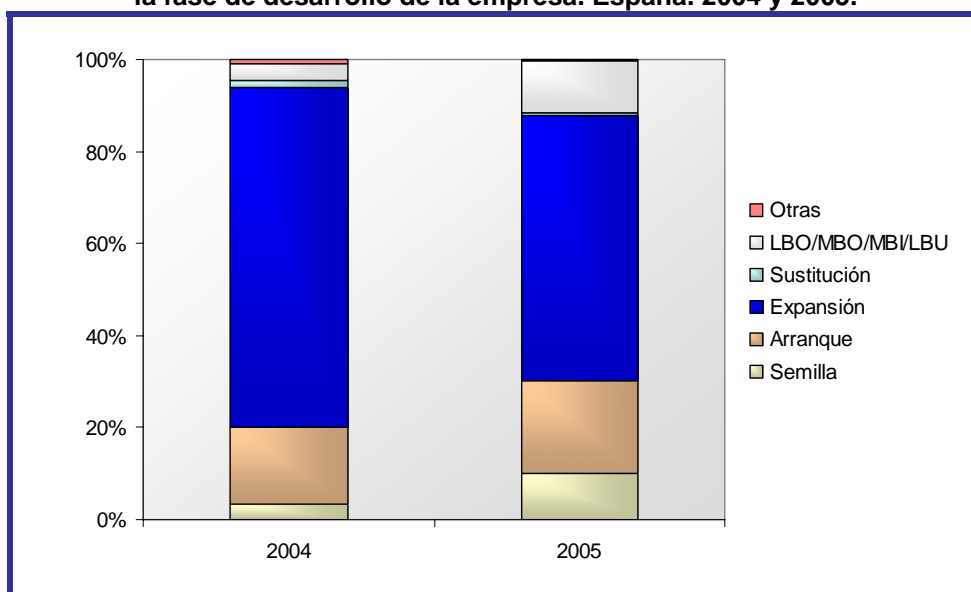
Fuente: ASCRI

Tabla 9. Distribución del volumen y el número de operaciones de CR por fase de desarrollo. España, 2004 y 2005.

	Volumen (€M)		Porcentaje		Número operaciones		Porcentaje	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Seed	6,3	8,8	0,3%	0,2%	16	52	3,2%	10,1%
Startup	66,0	108,9	3,3%	2,6%	84	103	17,0%	20,1%
Expansión	1.211,4	649,8	60,7%	15,8%	364	295	73,7%	57,5%
Replacement	37,9	31,8	1,9%	0,8%	8	4	1,6%	0,8%
LBO/MBO/MBI/LBU	671,8	3.317,2	33,7%	80,6%	18	58	3,6%	11,3%
Otras	2,4	1,3	0,1%	0,0%	4	1	0,8%	0,2%
Total	1.995,9	4.117,7	100%	100%	494	513	100%	100%

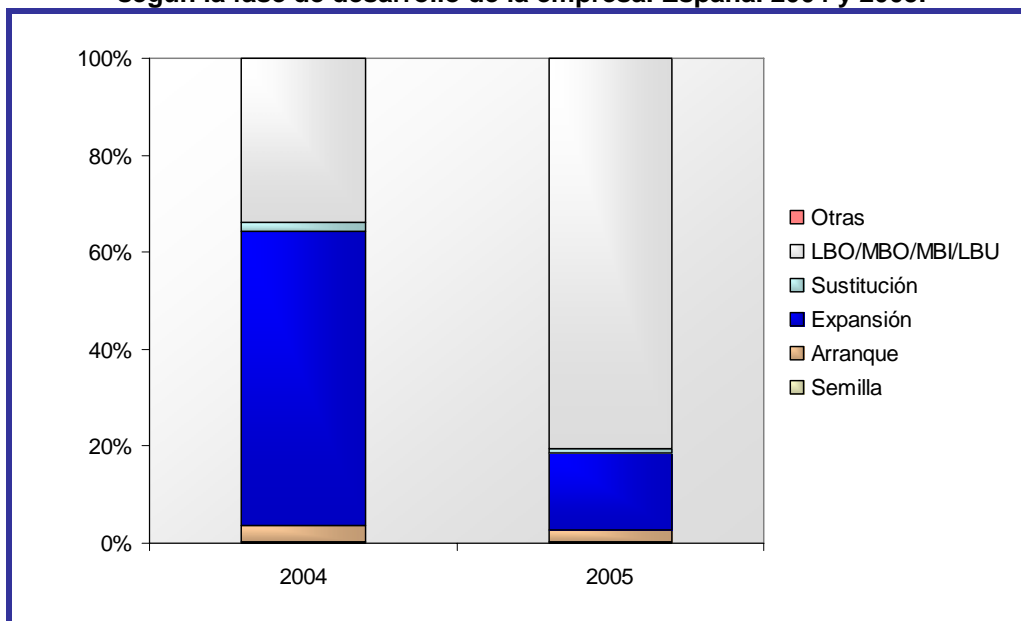
Fuente: ASCRI

Gráfico 12. Distribución porcentual del número de operaciones en CR según la fase de desarrollo de la empresa. España. 2004 y 2005.



Fuente: ASCRI.

Gráfico 13. Distribución porcentual del volumen de inversiones (M€) en CR según la fase de desarrollo de la empresa. España. 2004 y 2005.



Fuente: ASCRI.

Tabla 10. Distribución del volumen y el número de inversiones de *venture capital* por fase de desarrollo empresarial. España, 2004 y 2005.

	Volumen (€M)		Porcentaje		Número inversiones		Porcentaje	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
	Seed	8,3	8,4	7,3%	4,5%	14	50	8,5%
Startup	63,5	109,3	55,9%	58,6%	71	94	43,0%	43,1%
Otras fases	41,8	68,9	36,8%	36,9%	80	74	48,5%	33,9%
Total	113,6	186,6	100%	100%	165	218	100%	100%

Fuente: ASCRI

Tabla 11. Distribución del volumen y el número de operaciones de *venture capital* por tamaño de la empresa invertida (%). España, 2004 y 2005.

	Volumen inversiones (%)		Nº operaciones (%)	
	2004	2005	2004	2005
	0 a 9 trabajadores	54,0%	52,5%	61,2%
10 y 99 trabajadores	20,6%	37,6%	33,9%	32,6%
100 a 599 trabajadores	17,6%	5,1%	4,2%	3,2%
500 a 4.999 trabajadores	7,7%	4,9%	0,6%	0,5%
Más de 5.000 trabajadores	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Fuente: ASCRI