

Resumen Ejecutivo

Carlos Cuervo-Arango Martínez

Universidad Nebrija y Vicepresidente del Instituto de Capital Riesgo

Con la corta tradición de la que se enorgullece, el Anuario del Capital Riesgo 2015, la segunda edición de este Anuario que ahora tiene entre las manos, mantiene la estructura básica de su antecesor. La diferencia es que, en esta edición, se ha dedicado una parte específica al análisis exhaustivo del papel del sector público en el panorama general de la industria del capital riesgo en España; de esta forma, la tercera parte es ahora la que se encarga de recoger los desarrollos más relevantes de la industria en el año. En efecto, el volumen se estructura en cuatro bloques temáticos. El primero, se ocupa del seguimiento y análisis de la evolución del marco regulatorio de incidencia en la industria española del capital riesgo. El segundo bloque, retoma el análisis del tema del papel de las administraciones públicas en el desarrollo del capital riesgo, en esta ocasión extendiendo la cobertura en tres direcciones; una, para abarcar a las distintas instituciones de la administración central que realizan tareas de apoyo y promoción de las actividades de capital riesgo; otra, para ocuparse del estudio de las iniciativas de apoyo público a la industria de la administración europea; finalmente, la última para iniciar la consideración del apoyo ofrecido a las actividades de capital riesgo por parte de las administraciones autonómicas españolas.

El tercer bloque temático de este Anuario recoge, como veremos, diversos temas de actualidad en la práctica inmediata del capital riesgo en España, y el Anuario se cierra con un cuarto bloque que desgrana, con un nivel de alcance y concreción desconocido hasta ahora, la actividad del sector durante el año pasado con indicación explícita de operaciones, importes, asesores, etc.

Dentro de la Primera Parte, relativa a “Capital Riesgo y Marco Regulatorio”, el Anuario incorpora tres trabajos de amplio alcance. El primero, es un artículo de Luis Guerreiro, socio del despacho Garrigues, sobre *El Marco Fiscal del Capital-Riesgo Español*”, que se centra con extraordinaria claridad en el análisis de las implicaciones para el sector de la reciente reforma impositiva contenida en la Ley 27/2014 de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, (LIS) y la Ley 26/2014, de la misma fecha, por la que se modifica el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes.

En conjunto, en opinión del autor, la reforma consolida un tratamiento favorable desde el punto de vista fiscal para la actividad de capital riesgo, si bien cabe esperar

que la estructuración de las operaciones se vea afectada como consecuencia de las limitaciones establecidas a la deducibilidad fiscal de los intereses de la financiación ajena utilizada.

En el caso de las entidades de capital riesgo, los beneficios de la nueva regulación se concentran en el régimen especial que la LIS establece para estas entidades, centrado en anular la doble imposición de resultados y que se concreta en que se declaran exentos los dividendos recibidos de las empresas participadas, así como las plusvalías obtenidas, tanto derivados de participaciones residentes como no residentes, siempre que la participada tenga una antigüedad mayor que un año y la participación sea superior al 5%; en caso de que no se cumplan las condiciones y no se aplique la exención, la LIS prevé la aplicación de una exención del 99% de las rentas positivas señaladas, con algunas excepciones ligadas a las participaciones inmobiliarias, adquirentes residentes en un paraíso fiscal o vinculado directa o indirectamente a la entidad de capital-riesgo.

Si pasamos de las entidades como tales a la situación fiscal de los socios y partícipes de ellas, también la LIS establece un régimen especial de tributación que facilita la inversión. En particular, si el socio o partícipe no reside en España, los dividendos y plusvalías obtenidas en la transmisión de participaciones se entenderán obtenidos fuera de España y no tributarán ni estarán sometidos a retención, excepto en el caso de que la renta se obtenga a través de un paraíso fiscal o el socio o el adquirente, residan en uno. En el caso de que el socio resida en España, si es persona jurídica, los dividendos y plusvalías obtenidas tampoco tributarán ni estarán sometidas a retención en España, con igual limitación que anteriormente en situaciones que incluyen un paraíso fiscal. En el caso de socios o partícipes personas físicas residentes en España, los dividendos o plusvalías obtenidas tributarán en el régimen general del IRPF.

En conjunto, se aprecia que *“la nueva Ley del Impuesto de Sociedades ha intentado acercar la base imponible fiscal al resultado operativo, al tiempo que ha dado un paso valiente y modernizador al modificar los mecanismos de deducción por doble imposición, lo que... permitirá que nuevas transacciones puedan salir al mercado”*.

El otro aspecto más relevante de la nueva LIS se refiere a las limitaciones a la deducibilidad de los gastos financieros, que tienen impacto en las operaciones de capital-riesgo. Estas limitaciones se orientan en tres direcciones. Por una parte, la reforma ha considerado como no deducibles los intereses de préstamos participativos concedidos por entidades del grupo, por considerarlos asimilados a la retribución de los fondos propios; sí mantienen la deducibilidad los intereses de préstamos participativos recibidos de sociedades que no pertenezcan al mismo grupo. En segundo lugar, está la limitación general a la deducibilidad de los gastos financieros, que establece que los gastos financieros netos sólo

son deducibles hasta 1 un millón de euros, o bien el límite del 30% del beneficio operativo de la entidad. El exceso que no haya podido deducirse en el ejercicio, podrá deducirse en los ejercicios siguientes, juntamente con los gastos financieros correspondientes a esos períodos y el mismo límite del 30% del Ebidta.

Adicionalmente, la tercera dirección en la que se proyecta la limitación a la deducibilidad de los gastos financieros que establece la LIS, tiene que ver específicamente con las actividades de capital-riesgo y se concreta en la introducción de un nuevo límite adicional del 30% del resultado operativo (Ebidta) de la entidad adquirente para la deducción de los intereses asociados a adquisiciones de participaciones. No obstante, este límite no resultará de aplicación cuando la financiación de la adquisición no supere el 70% del precio de la participada y el porcentaje de apalancamiento se reduzca proporcionalmente en cada uno de los 8 años siguientes, hasta que la deuda alcance el 30% del referido precio. Esta limitación, directamente encaminada a limitar las operaciones excesivamente apalancadas, plantea en su aplicación práctica un sinfín de interrogantes, máxime cuando se la pone en relación con la limitación general de la deducibilidad del 30%. Tanto el orden de aplicación de los límites, cuanto la existencia de distintos tipos de deuda en la misma adquisición, o el incumplimiento del calendario de reducción o su aceleración, son tratados en detalle en el trabajo de L. Guerreiro.

Finalmente, el régimen de neutralidad de las operaciones de fusión, escisión, aportación de activos y canje de valores ha pasado a ser el régimen de aplicación general. Como antes, la aplicación del régimen sigue condicionada a la existencia de motivos económicos válidos para la operación. No obstante, el rechazo en la aplicación del régimen por la ausencia de motivos económicos suficientes, anulará la ventaja fiscal de la operación, pero no implicará el rechazo de todos los demás aspectos del régimen especial de neutralidad, lo que, sin duda, otorga a los operadores de capital riesgo un grado adicional de flexibilidad a la hora de plantearse reestructuraciones posteriores a la adquisición de participaciones.

El segundo trabajo de esta Primera Parte, firmado por Angel García, Javier Beltrán y Raquel Blanco, del despacho Osborne Clarke, y titulado "*A survey of the implementation of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011, on alternative investment fund managers in Germany, Italy, Spain, United Kingdom and France*", se centra en la directiva 2011/61/EU sobre los gestores de fondos de inversión alternativos y su transposición a los regímenes legales de los países señalados en el título. Al tiempo, se estudia hasta qué punto la adaptación a esta directiva, ha provocado modificaciones significativas de la regulación previa de los gestores de capital riesgo en esos países. Con él, iniciamos una serie de estudios dirigidos a valorar la aplicación de regulaciones europeas básicas a la práctica del capital riesgo en los principales países de Europa

Como es sabido, la Directiva 2011/61/EU, se centra en regular las sociedades gestoras de las entidades de capital riesgo en sus diversas formulaciones, sin entrar en los aspectos más ligados al fondo, como la política de inversión. Es decir, la Directiva se centra más en los gestores que en los productos, algo que tiene mucho que ver con la consideración de que estos fondos de inversión alternativa van destinados preferentemente a inversores profesionales, de modo que la regulación no requiere una consideración tan intensa de la protección de los inversores como correspondería si en estos vehículos participasen inversores minoristas.

En consecuencia, los temas cruciales que trata la directiva y sobre los que se centra el trabajo comentado son los de los requerimientos para que las sociedades gestoras domiciliadas en un país puedan desarrollar su actividad, en la gestión de entidades de inversión de dicho país o bien, domiciliadas en el extranjero, así como el régimen de pasaporte que deberán cumplir las sociedades de inversión domiciliadas en un país que deseen comercializar entidades de inversión en otro. Al tiempo, se estudia el grado de implementación de la directiva en cada país estudiado, el alcance de la normativa que implementó la directiva, los tipos de fondos de inversión alternativa autorizados en cada país y su regulación legal, los cambios habidos en relación a la regulación anterior y el régimen de pasaporte, es decir, las condiciones de desarrollo de la actividad en cada país de fondos de inversión alternativa domiciliados en otros países y/o gestionados desde otros países. A modo de "bonus", el trabajo de A. García, J. Beltrán y R. Blanco, también incluye un estudio de los depositarios de estos fondos de inversión alternativa en cada país, en tanto en cuanto se separen de la normativa general de la Directiva o hayan utilizado los privilegios de adaptación, nacional que esta concede.

No entraremos en la amplia casuística que implica la discusión de los puntos anteriores en los cinco países considerados, pero sí comentaremos brevemente sobre los resultados para España. En primer lugar, la Directiva 2011/61/EU, se traspuso en España a través de la Ley 22/2014 de 12 de Noviembre, que se constituyó en la norma reguladora única de las entidades de inversión alternativa, entidades de capital-riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, en la terminología de la Ley, así como de sus sociedades gestoras, al derogar la previa Ley 25/2005 que regulaba las entidades de inversión privada y sus sociedades gestoras, así como las provisiones todavía aplicables de la anterior Ley 35/2003, de instituciones de inversión colectiva.

Por supuesto, esta Ley no se aplica a los fondos de pensiones, a las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario, las llamadas socimis, a las sociedades de inversión cotizadas ni, en general, a las entidades de inversión colectiva de capital abierto. En la otra dirección, la Ley sí introduce en el ordenamiento español dos figuras nuevas, las sociedades de capital riesgo-pyme, que deben invertir

al menos un 75% de sus activos en pequeñas y medianas empresas, participando en su gestión y, las ya mencionadas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, ya sean fondos o sociedades, caracterizadas por la existencia de una política de inversiones predefinida, en valores cotizados o no cotizados, y con reparto de los rendimientos a los inversores, pero sin cumplir con el anterior régimen de inversión y diversificación del capital riesgo.

En conjunto, quizá el mayor cambio en la estructura del sector del capital riesgo provocado por la nueva normativa es la distinción entre los dos regímenes a los que pueden someterse las gestoras de fondos de inversión alternativa. A las que se someten al **régimen general**, se les exige un control de los riesgos, la liquidez, las retribuciones y, en general, las fuentes de potenciales conflictos de interés, que posiblemente redundarán en la necesidad de una mayor estructura y organización.

Por el contrario, las gestoras sometidas al **régimen especial**, deben gestionar activos inferiores a: €100 millones, si existe financiación apalancada; o €500 millones, cuando las entidades gestionadas no tienen apalancamiento ni obligaciones de reembolso exigibles antes de 5 años desde la realización de la inversión; o bien tener como único socio a la propia gestora, a su matriz o a una filial. En todo caso, este régimen especial no será aplicable si la gestora gestiona fondos de inversión alternativa, recuérdese, entidades de capital riesgo o entidades de inversión de capital cerrado, que se ofrezcan a inversores minoristas. Obviamente, los requerimientos a los que se somete a estas gestoras de régimen especial son substancialmente menores que los correspondientes a las de régimen general.

Otra de las provisiones más novedosas de la nueva Ley es la referida a los depositarios. Brevemente, todas las gestoras de régimen general o que comercialicen entidades de inversión alternativa a inversores minoristas, deben contar con una entidad depositaria, cuya regulación es básicamente igual a la que ya estaba vigente para los depositarios de las entidades de inversión colectiva de capital abierto. De hecho, con la excepción de las gestoras de régimen especial, se unifica el tratamiento de las gestoras de fondos abiertos y cerrados en lo que se refiere a la depositaria de los activos gestionados.

En cuanto al régimen de autorización y acceso al mercado, la nueva Ley adopta provisiones muy similares a las adoptadas por otros países europeos. Libertad de ejercicio, con comunicación del regulador respectivo a la CNMV, en los casos de comercialización a inversores profesionales de fondos de inversión alternativa domiciliados en un estado miembro de la UE y gestionados por una gestora autorizada en un país miembro de la UE. Por el contrario, autorización previa para la comercialización de cualquier fondo de inversión alternativa dirigido a inversores particulares y también de aquellos dirigidos a

clientes profesionales si el vehículo está domiciliado fuera de la UE, independientemente de que la gestora esté o no autorizada por las autoridades de un estado miembro de la UE.

En conjunto, el trabajo de A. García, J. Beltrán y R. Blanco, constituye un muy necesario estudio comparativo de la regulación legal de la industria en varios países europeos, que debe abrir camino para una revisión general tendente a una unificación creciente de las normativas de aplicación a lo ancho de la UE.

Esta Primera Parte del Anuario se cierra con el trabajo, "*Nueva Circular de la CNMV de desarrollo de las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades de las de capital riesgo*", que firman Carmen Reyna, Paula de Biase y David José Mayor, socia, asociada senior y asociado del despacho Pérez-Llorca, respectivamente. El trabajo trae causa en la nueva regulación de las Entidades de Capital Riesgo y de las Entidades de Inversión Colectiva de Régimen Cerrado establecida por la Ley 22/2014, ya citada anteriormente, que obliga a estas entidades a designar un depositario en caso de que gestionen más de 100 millones de euros con apalancamiento, o más de 500 millones sin apalancamiento, o bien comercialicen estas entidades a inversores no profesionales.

Sobre la base de la autorización del RD 83/2015, que la habilita para aprobar una regulación que desarrolle las funciones de los depositarios, tanto los de instituciones de inversión Colectiva como los de las nuevas figuras contempladas en la Ley 22/2014, la CNMV ha publicado un proyecto de circular clarificando estas funciones, así como la determinación del valor liquidativo y otros aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva.

En cuanto a la función clave de depósito, que comprende las tareas de custodia de instrumentos custodiables y la de registro de aquellos instrumentos que no puedan ser custodiados, la nueva Circular entra a definir lo que debe entenderse por activo financiero custodiable y no custodiable, una distinción ya existente en la regulación anterior, pero sin definición expresa. Serán activos custodiables los instrumentos financieros susceptibles de entrega al depositario, los valores negociables, los activos financieros anotados en una cuenta directa o indirectamente a nombre del depositario, las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva y los instrumentos emitidos por vehículos de propósito especial.

Por el contrario, se calificarán como activos no custodiables, las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva que se registren directamente en la sociedad gestora, los instrumentos financieros derivados no negociados en un mercado organizado, los valores no cotizados en un mercado financiero, la inversión en bienes

muebles e inmuebles, los préstamos, facturas, efectos comerciales y activos de similar naturaleza, los depósitos de las entidades de crédito y cualquier otro activo no financiero.

Para dar cumplimiento a las funciones de custodia encomendadas, el depositario deberá registrar los activos financieros custodiables en cuentas separadas y abiertas a nombre de la correspondiente institución de inversión colectiva, de forma que puedan identificarse claramente como pertenecientes a esta. Por otra parte, en relación con los activos no custodiables, a los que se extiende en todo caso la función de registro, el depositario deberá establecer junto con la entidad gestora, mecanismos adecuados para garantizar su intervención y control en los procesos de contratación, de manera que se garantice que la propiedad corresponde en todo momento a la institución de inversión colectiva o de capital riesgo afectada. Finalmente, el depositario deberá llevar un registro actualizado de los activos no custodiables, con identificación del activo y de su propietario y capacidad de obtener en cualquier momento un inventario actualizado de los activos de la institución de la que es depositario.

Por otra parte, el Proyecto de Circular desarrolla la facultad de los depositarios de delegar sus funciones en favor de subcustodios, siempre que exista una razón objetiva, que puede ser el hecho de que el depositario no participe directamente en alguno de los sistemas de compensación, liquidación y registro de los activos en los que se ha invertido. Por otra parte, corresponde al custodio la obligación de valorar y supervisar los riesgos de subcustodia a lo largo de toda la cadena de subcustodios que puedan existir. El Proyecto de Circular también obliga al depositario a informar a la sociedad gestora de los problemas que surjan en relación a la actividad de los subcustodios, así como a establecer en su manual de procedimientos los planes de contingencia adecuados para cada mercado en el que participe.

En cuanto a las funciones de administración de los activos y su control efectivo el Proyecto de Circular no se aparta de lo previsto en la regulación previa, determinando que el depositario será el único autorizado para disponer de los saldos de las cuentas de efectivo de las entidades, siguiendo las instrucciones de la sociedad gestora o de los administradores de la sociedad de inversión.

Dadas las especiales características de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIL), los *hedge funds* de nuestro ordenamiento, el Proyecto de Circular respeta el tratamiento dado a la depositaria de ellas en la regulación anterior, añadiendo que el depositario debe conocer los contratos celebrados entre la IICIL y su intermediario principal, si lo nombra, y realizar una conciliación diaria de saldos con él. Igualmente, si la IICIL concede préstamos, el depositario deberá ser parte interviniente en ellos.

Por lo que afecta a la vigilancia y supervisión del valor liquidativo, el Proyecto de Circular incluye dos nuevos aspectos. Por un lado, establece que los depositarios deberán verificar la adecuación de los procedimientos de valoración implantados por las gestoras o administradores de la sociedad de inversión. Por otro, en relación a las IIC inmobiliarias, modifica el criterio a seguir por los depositarios para contrastar el cálculo del valor liquidativo, autorizando el uso de índice representativos del mercado inmobiliario.

Dadas sus especiales características, el Proyecto de Circular establece algunas particularidades en relación a la función de vigilancia y supervisión aplicables al depositario de entidades de capital riesgo (ECR) y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC). En relación a las suscripciones y reembolsos, el depositario deberá asegurarse de que la gestora de la ECR o EICC en cuestión dispone de procedimientos adecuados en sus documentos de constitución en relación a las “llamadas de capital”. Por otra parte, en lo que respecta al cálculo del valor liquidativo, el depositario debe poder verificar que los procedimientos de valoración utilizados por la gestora o los administradores de la sociedad, son apropiados, suficientes y se adecúan a lo establecido en los documentos de constitución. Este control deberá ser anual, como mínimo. Igualmente, con carácter anual, el depositario deberá analizar la valoración del patrimonio y el valor liquidativo calculado por la sociedad gestora, teniendo en cuenta las transacciones que se hayan realizado y las plusvalías y minusvalías tácitas existentes.

Finalmente, como especial novedad, el Proyecto de Circular impone a los depositarios la obligación de elaborar anualmente un informe sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión con respecto de cada gestora de cuyas entidades sean depositarios. Este informe deberá ser remitido a la CNMV y deberá incluir incidencias en el cálculo de valor liquidativo, diferencias en conciliaciones, incumplimientos de coeficientes y límites legales, así como cualquier otra incidencia que se haya detectado en el ejercicio de estas funciones.

Es claro, pues, que la nueva regulación refuerza mucho el papel de los depositarios y los convierte en verdaderos guardianes de la actuación y buen hacer de las gestoras o administradores, en su caso, de todo tipo de instituciones de inversión colectiva.

Como ya se ha dicho, la Segunda Parte del Anuario se ocupa del papel del sector público en el desarrollo del capital riesgo, como fuente de desarrollo empresarial y de financiación alternativa. De hecho, todas las administraciones públicas están hoy por hoy implicadas en esta tarea. En España, la administración central es especialmente activa a través de varias iniciativas de apoyo al capital riesgo, pero también las administraciones autonómicas disponen, en la mayoría de los casos, de instrumentos de apoyo a las nuevas empresas, principalmente en sus etapas iniciales de desarrollo, al igual que sucede con la Unión Europea.

En la segunda parte de este Anuario se ofrece la perspectiva más completa disponible hoy día sobre el amplio espectro de iniciativas públicas dirigidas de uno u otro modo al apoyo del emprendimiento y la promoción de las actividades de capital riesgo, tanto españolas, como europeas.

Como se acaba de señalar, la administración europea está implicada en esta labor de apoyo del capital riesgo y el emprendimiento, principalmente a través del instrumento del Fondo Europeo de Inversiones (FEI). Analizar la actuación de este Fondo en España y valorar su impacto es, pues, la tarea del primer artículo que compone esta Segunda Parte, titulado, "*El impacto del Fondo Europeo de Inversiones en el desarrollo del ecosistema de venture capital español*". Su autor es Oscar Farrés, gestor de inversiones del propio FEI.

Antes de entrar en el análisis de la actividad del FEI, O. Farrés nos presenta un muy interesante análisis de la posición relativa del capital-riesgo español, específicamente en su versión de *venture capital* (VC), es decir, la inversión en las fases iniciales de empresas innovadoras.

Se presentan dos elementos de evidencia; por una parte, un estudio de la OCDE sobre la inversión en VC en el año 2014; por la otra, la información proporcionada por la *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), también correspondiente al año 2014. En ambos estudios resalta la posición relativamente pobre de la inversión española en relación a la situación de otros países europeos; en el estudio de la OCDE, España se sitúa en la octava posición por abajo, y en la novena, también por abajo, en el estudio de la EVCA. ¿Cuál es la raíz de esta situación? Por el lado de la demanda, en el trabajo se señala el nuevo interés que despiertan las nuevas rondas de financiación de empresas españolas entre inversores de VC extranjeros, reflejadas en el crecimiento imparable de su participación en ellas y, por otro, el significativo aumento del número de estas rondas de financiación. Por ejemplo, en el año 2015, sólo en el sector de las tecnologías de la información y la comunicación, sector TIC, 44 fondos extranjeros participaron en rondas de inversión superiores a €10 M., aportando el 73% de todo el capital invertido; una situación similar se observa en el sector de ciencias de la vida.

Parece, pues, que los problemas vienen en mayor medida por el lado de la oferta de fondos, el campo propio de actuación del FEI y el que se analiza más a fondo en este trabajo. Partiendo del análisis de los fondos españoles de VC en los que el FEI ha invertido en el período 1999-2015, se observan dos rasgos destacables:

- El porcentaje de participación de los inversores privados institucionales es notablemente bajo (20%), en comparación con la media europea (40%).
- La evolución de la participación de los inversores privados institucionales ha experimentado una tendencia claramente a la baja, principalmente desde el inicio de la crisis del año 2008.

Esta baja participación de los inversores privados institucionales, fondos de pensiones, instituciones financieras, empresas de seguros, etc. contrasta con la elevada participación tanto de los inversores públicos como de los inversores privados individuales. Parece, por tanto, que existe un déficit de participación institucional privada en el mercado. ¿Por qué? En este trabajo, O. Farrés, avanza algunos factores explicativos, entre ellos la falta de resultados históricos de las gestoras españolas, que impiden una adecuada valoración de la relación rentabilidad/riesgo, así como una mejor discriminación de las gestoras más exitosas. Por otra parte, el tamaño de los fondos es reducido, lo que quizá plantea problemas de escala para algunos inversores institucionales. Finalmente, se apunta a la propia falta de tradición de la inversión en VC, que conduce a una falta de equipos especializados en este tipo de inversión.

En todo caso, a partir de este análisis, el trabajo se centra en presentar la actividad del FEI en España, en la que destacan dos programas: El programa Neotec, en colaboración con el CDTI, que se configuró en el año 2006 como fondo de fondos y finalizó su período de inversión en 2012, después de haber comprometido €109,5 M. en ocho fondos que cubren tanto la etapa de financiación semilla como crecimiento. Por otra parte, en el segmento de inversión de los *"business angels"*, en el año 2013 el FEI creó junto con el ICO, a través de Axis, el programa Isabel la Católica, para coinvertir con inversores privados en las fases iniciales de lanzamiento de las empresas, de forma que estos *"business angels"* puedan potenciar su inversión y diversificar adecuadamente su cartera.

Junto a estos programas, el FEI actúa junto con otros operadores públicos españoles como inversor ancla, para catalizar fondos privados hacia el mercado de VC, en sus diversos estadios de inversión en pymes. Entre el año 2012 y abril de 2016, el FEI había invertido con esta perspectiva un total de €75 M en cuatro fondos de VC. Sumados a las inversiones anteriores, resulta que el FEI ha invertido en España un total de €244,6M, desde el inicio de sus actividades en 1999. Estas inversiones han contribuido a crear track record para las gestoras españolas, al tiempo que atraían inversores privados institucionales hacia esta tipología de inversión, promoviendo al tiempo las mejores prácticas en la gestión de este tipo de activos.

Mirando al futuro, se constata que en los últimos años se ha configurado en España un ecosistema favorable de inversores de VC que se va consolidando y cuyos mejores frutos

se perciben en el aumento de las empresas tecnológicas innovadoras con proyección internacional. Por el contrario, la disminución del dinero privado institucional desde el inicio de la crisis, pone en cuestión la sostenibilidad a medio plazo del ecosistema generado y llama a una activa participación de todos los implicados en el sector, para conseguir que la promesa iniciada se consolide como un elemento permanente en el panorama del capital riesgo español.

Otra iniciativa europea de gran interés en el ámbito del capital riesgo, lo constituyen las iniciativas de desarrollo regional, articuladas básicamente en torno al Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), que desarrolla activamente iniciativas para incrementar la participación del capital riesgo en el desarrollo industrial y empresarial de las regiones objeto de su acción. El análisis de la situación y perspectivas de estas iniciativas es el objeto del siguiente trabajo de esta Segunda Parte del Anuario, titulado "*Instrumentos financieros y capital riesgo para el desarrollo regional*", del que son autores José Moisés Martín Carretero y Manuel Valenciano Marx, director general y consultor de finanzas públicas, respectivamente, de Red2Red Consultores, SL.

Es bien conocido que la innovación no se distribuye uniformemente en un territorio, sino que tienden a localizarse en regiones en las que desarrolla un ecosistema de innovación en el que las empresas de capital riesgo encuentran un espacio adecuado para su actividad, al tiempo que su acción contribuye a asentar y fortalecer el polo de innovación local o regional. Conscientes de este hecho, las autoridades europeas promueven instrumentos de intervención y apoyo a pymes que respondan a este objetivo de desarrollo regional innovador.

En esta perspectiva, en el período 2007-2013 se constituyeron en España dos programas de capital riesgo en el marco de los instrumentos financieros comunitarios: el programa JEREMY Capital Riesgo de Andalucía y el programa IFEM (Instrumentos Financieros para Empresas Innovadoras) de la Generalidad de Cataluña. El programa JEREMIE Capital Riesgo fue puesto en marcha por el Instituto de Desarrollo de Andalucía (IDEA), como instrumento de apoyo al desarrollo regional a través del incentivo a la creación de pymes en la autonomía. Actualmente hay tres fondos operativos, el Fondo JEREMIE Andalucía, gestionado por Invercaria, el fondo Al Andalus Capital, gestionado por Alter Capital, orientado hacia empresas de nueva creación o en fases tempranas de desarrollo y el fondo Axon ICT II, lanzado en 2014 por Axon Partners Group, dirigido a empresas tecnológicas que tengan interés en operar desde Andalucía y cuya actuación tenga un impacto positivo a medio plazo en la comunidad autónoma.

Por su parte, el Instituto Catalán de Finanzas creó en 2007 como filial el ya citado IFEM, con una dotación total de €50M para el apoyo a empresas de nueva creación, con énfasis

especial en proyectos de arranque de I+D y nuevas tecnologías. A finales de 2015 se había invertido en 7 fondos y gestoras de capital riesgo, que a su vez habían apoyado a 36 proyectos, con un apalancamiento de recursos que había permitido movilizar más de €48M de inversión.

Como hemos señalado, las deficiencias encontradas en la gestión de estos instrumentos en el período inicial, han servido para perfilar de manera más adecuada los mecanismos de implementación de instrumentos financieros del nuevo período de actuaciones, que se desarrolla entre los años 2014 y 2020.

En este sentido, la Comisión Europea ha adoptado decisiones de calado que facilitan el uso de los instrumentos financieros en todos los objetivos de la política de cohesión, con el diseño de instrumentos predeterminados, que facilitan los procedimientos de gestión, la reglamentación más precisa del proceso de diseño y gestión de instrumentos financieros a través de la "evaluación previa", como veremos, y la puesta en marcha de un *hub* de asistencia técnica e información para facilitar el proceso de diseño y gestión de nuevos instrumentos.

De esta manera, se pone a disposición de España un programa de actuación del que podremos beneficiarnos a través de diferentes iniciativas. Por una parte, la Iniciativa PYME, dirigida a otorgar garantías de crédito a las pymes, dotada con €1.800 M provenientes de los programas operativos de diferentes Comunidades Autónomas; por otra, los instrumentos pluriregionales gestionados por el Ministerio de Agricultura y Medio Ambiente. Finalmente, se abre la puerta a otros programas operativos que incorporen instrumentos financieros para el apoyo de actuaciones en los ámbitos del fomento de la I+D+I, la competitividad de las pymes y la eficiencia energética y fomento de las energías renovables. Este último es el ámbito en el que la participación del capital riesgo en el programa se debe desarrollar con mayor intensidad y, de hecho, muchas comunidades autónomas están poniendo en marcha programas operativos que incluyen el uso de instrumentos financieros, es decir, fondos de fondos y otras estructuras de coinversión en la financiación de empresas.

En la nueva estructura de gestión de los instrumentos financieros cobra especial importancia la realización de una evaluación "ex ante" que sirva para identificar claramente cuál es el fallo del mercado o situación de inversión sub óptima a cuya solución se orienta el instrumento financiero propuesto, identificando las fuentes de demanda y oferta de financiación existentes en el territorio y los sectores que se trata de impulsar. Una vez desarrollada esta evaluación "ex ante", habrá que realizar un análisis de consistencia, para establecer con claridad la complementariedad entre el nuevo instrumento y los instrumentos de apoyo a la inversión ya existentes. Una vez establecidas la necesidad y

la complementariedad, la evaluación ex ante debe ofrecer una estimación de los recursos necesarios, públicos y privados, para resolver el problema establecido, con indicación de las tasas de cofinanciación necesarias. Finalmente, se deben incorporar los mecanismos y pruebas de sensibilidad que permitan identificar problemas y establecer revisiones a posteriori en el desarrollo de los instrumentos.

Pero el proceso no acaba aquí. Los resultados de la evaluación anterior deberán ser presentados y debatidos en el comité de seguimiento del programa regional. Sólo una vez aprobados, se procedería a la puesta en marcha de los mecanismos de gestión del fondo correspondiente. Estos, contemplan la firma de un acuerdo de gestión entre la autoridad de gestión del programa, ya sea la Comunidad Autónoma o la Administración General del Estado y el gestor designado, en el que se contemplen todos los extremos relevantes para la utilización y gestión de los fondos asignados. Finalmente, el gestor del fondo habrá de firmar un acuerdo operativo con los gestores designados para desarrollar las inversiones, en el que se detallen todos los aspectos relevantes de la inversión.

Como no podía ser de otra manera, la propia Comisión Europea es muy consciente de la enorme carga y complejidad administrativa que implica el proceso de disposición de estos fondos, por lo que ha diseñado instrumentos predeterminados que, en el caso del capital riesgo prevén la creación de un fondo de coinversión con una participación mínima en el capital riesgo, por parte de la gestora del 1%, para la realización de operaciones de coinversión en empresas en fase temprana, incluidos business angels, y donde la inversión pública debe suponer entre el 40% y el 60% de la inversión.

En conclusión, como señalan Martín Carretero y Valenciano Marx, "Es previsible que durante el período 2014-2020 se incremente en gran medida el uso de instrumentos financiero, y particularmente de instrumentos de capital y cuasicapital con el objetivo de promover el desarrollo regional en la Unión Europea y en España". Las experiencias pioneras del anterior período, deberían desarrollarse ahora en nuevos instrumentos que respondiesen a la oferta de recursos realizada desde la UE. Las gestoras de capital riesgo deben estar atentas a las oportunidades que se les abrirán.

El siguiente trabajo de esta Segunda Parte ofrece una perspectiva panorámica del apoyo público a la industria del capital riesgo, tanto en Europa como en España. Lleva por título "*El sector de capital riesgo europeo y la intervención pública: introducción a las iniciativas estatales en España*" y son sus autores Susana de los Ríos Sastre, Rocío Sáenz-Diez Rojas, del Departamento de Gestión Financiera de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Pontificia Comillas, e Isabel Rodríguez García, Socia responsable de *Private Equity* en el despacho King & Wood Mallesons.

Se inicia el trabajo cuestionando la presencia del sector público en un actividad de carácter tan privado como es el capital riesgo, y preguntándose por las razones que pueden justificar esa “intromisión”. En apoyo de otra literatura sobre el tema, las autoras concluyen que hay dos razones que explican tal presencia

Una de ellas es el *“estímulo de las actividades que presentan externalidades positivas, es decir, aquellas en las que el beneficio para la sociedad en su conjunto es mayor que la mera rentabilidad privada, como es el caso de las industrias más innovadoras.”* Se trata, pues, de un bien público que hay que proteger en un contexto en el que hay fundadas razones de que el sector privado no lo hace suficientemente. La otra razón es *“el impulso del desarrollo inicial de una industria o intervención en los casos en que existe un fallo estructural en el mercado, como el que se ha detectado en la financiación a las pequeñas y medianas empresas.”*

No obstante, surgen dudas acerca de la capacidad de los gobiernos para realizar inversiones de capital riesgo de forma adecuada, ante el riesgo de que tales inversiones puedan expulsar la inversión privada del sector. Por ello, existe un cierto acuerdo en limitar el papel del sector público como inversor directo, reorientando su actuación hacia formas más indirectas de intervención, como se viene apreciando desde finales del siglo XX, con las iniciativas de colaboración público-privadas, en las que el capital público acompaña al capital privado a través de una variedad de estructuras, una de las cuales son los fondos de coinversión o fondos híbridos. Un tipo de estos fondos híbridos son los *Regional Venture Capital Funds* y el programa de los *Enterprise Capital Funds*, ambos en el Reino Unido y de los que se hablará posteriormente.

La Unión Europea no ha sido ajena a estos desarrollos. Así, las restricciones en la financiación bancaria y las dificultades en el acceso a los mercados de capitales para las empresas de menor tamaño, entre otras razones, han provocado que a principios de 2015 las instituciones europeas se plantearan el reto de construir un verdadero mercado único de capitales para los 28 Estados miembros. La denominada “Unión de los Mercados de Capitales” tiene, entre otros, el propósito reforzar y diversificar las fuentes de financiación a largo plazo con el objetivo de desbloquear la inversión en las empresas europeas. Y, desde septiembre de 2015, se ha puesto en marcha el Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales que, por supuesto, incluye iniciativas relacionadas con el capital riesgo.

En este contexto, las instituciones públicas europeas llevan tiempo intentando impulsar la industria del capital riesgo en Europa, y han mostrado su interés a través de programas públicos de intervención en el sector. Así, sin duda, es notable el papel que desde mucho tiempo lleva a cabo el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) con el apoyo del Banco Europeo

de Inversiones (BEI) y de la Comisión Europea, para facilitar el acceso a la financiación a las PYME europeas. En concreto, desde el verano de 2014 se han lanzado una serie de iniciativas interesantes en el marco del *Horizonte 2020* que están gestionadas por el FEI, entre las que pueden destacarse:

- *InnovFin - EU Finance for Innovators*, principalmente para facilitar la financiación de empresas innovadoras. Parte de esta iniciativa es el programa *InnovFin SME Venture Capital*, a través del cual el FEI invertirá en fondos de *venture capital* y en fondos con *business angels* que faciliten financiación a empresas que estén en sus fases iniciales. El objetivo es realizar inversiones en unos 30 fondos que consigan movilizar un volumen total de inversiones que podría alcanzar los 1.600 millones de euros, centrándose sobre todo en sectores innovadores.
- El programa COSME (*Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-Sized Enterprises*), que dispone de un presupuesto de 1.300 millones de euros para facilitar a las PYME el acceso a préstamos e inversiones de capital, a través de dos instrumentos financieros: Un Mecanismo de Garantía de Préstamo, a través del cual se ofrecerán garantías y contragarantías a los intermediarios financieros y un Mecanismo de Capital para el Crecimiento, a través del cual el FEI invertirá en fondos que proporcionen *venture capital* y financiación *mezzanine* a pymes en fase de expansión y crecimiento.

Más enfocado en España se encuentra el Fondo Isabel La Católica, puesto en marcha en noviembre de 2012 de forma conjunta por el FEI y el Instituto de Crédito Oficial (ICO), a través de su gestora de capital riesgo, Axis, bajo el paraguas del programa paneuropeo *European Angels Fund* (EAF).

Del espacio europeo, el trabajo pasa al ámbito de la Administración Central española, para pasar revista a las principales agencias públicas con impacto en la industria del capital riesgo y a las líneas maestras de su actividad. Como se explica ampliamente en otros trabajos de este Anuario, estas son el Instituto de Crédito Oficial (ICO) a través de AXIS, su gestora de capital riesgo; el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI); la Empresa Nacional de Innovación (ENISA); la sociedad SEPI Desarrollo Empresarial (SEPIDES) y la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES). Hay que agradecer a Susana de los Ríos, Rocío Sáenz-Diez e Isabel Rodríguez su análisis de las principales líneas diferenciadoras de la actividad de estas agencias públicas, que ofrece un necesario contrapunto, desde su independencia, a los trabajos realizados por los ejecutivos de cada una de ellas que se recogen en los capítulos siguientes de este Anuario.

La segunda parte de este interesante trabajo está dedicada a comparar dos iniciativas de colaboración público-privada para el apoyo al capital riesgo. Se trata de los *Enterprise*

Capital Funds del Reino Unido y el programa Fond-ICO Global, de España. El programa público *Enterprise Capital Funds*, se encuadra dentro de la actividad del *British Business Bank* (BBB). Este, es una institución financiera establecida con el fin de apoyar el desarrollo económico del Reino Unido mejorando el funcionamiento de los mercados financieros para PYME y empresas jóvenes, siendo propiedad exclusiva del Gobierno de Su Majestad. Opera a través de una serie de filiales, y ninguna de estas entidades son instituciones bancarias en el sentido tradicional del término y, por tanto, no están sometidas a la regulación aplicable a entidades financieras. Utiliza fondos públicos y garantías para incentivar recursos del sector privado dirigidos a préstamos e inversiones en PYME. Las PYME no obtienen financiación directa del BBB, cuya labor es generar dicha actividad entre inversores privados. En 2019 el British Business Bank pretende haber movilizado un total de 10.000 millones de libras del sector privado para empresas británicas.

El BBB tiene en marcha en estos momentos distintas iniciativas para estimular la actividad de capital riesgo, siempre bajo alguna figura de colaboración con inversores privados (Public-Private Partnership). Dentro de estos programas se encuadrarían también los *Enterprise Capital Funds*, que son fondos de gestión privada en los que se aglutinan recursos tanto públicos como del sector privado para realizar inversiones en el capital de empresas en fases de crecimiento. El programa trata de incentivar inversiones de venture capital en los casos de empresas pequeñas o de reciente creación que tienen dificultades para acceder al capital expansión que necesitan. El programa está en vigor desde el año 2005 y en el trabajo se ofrece una visión completa de su estructura y actividad.

Como se ha mencionado anteriormente, el BBB opera a través de una serie de filiales de las que es propietario al 100%. Una de ellas es la *British Business Finance Ltd* (BBFL). Los fondos son adjudicados mediante un proceso que permita al BBFL elegir las mejores propuestas en términos de rentabilidad y de cumplimiento de los objetivos del programa. En diciembre de 2014 se anunció una dotación adicional para el programa de *Enterprise Capital Funds* de 400 millones de libras para el periodo 2015-2017, estimándose una inversión en dos o tres fondos por año. A finales del 2015, el programa había invertido en 19 fondos ECF.

Por su parte, Fond-ICO Global se creó con una dotación inicial de 1.200 millones de euros, que posteriormente fueron ampliados a 1.500 millones, si bien se estima que puedan mobilizarse recursos de inversores privados muy superiores a esa cifra. En las cinco primeras convocatorias realizadas, se seleccionaron un total de 35 fondos, en los cuales Fond-ICO Global ha comprometido 876 millones de euros. Si bien es cierto que al programa de ECF hay que añadir otras iniciativas públicas de BBB, la comparación estricta de ambos programas indica claramente que Fond-ICO Global es un programa más ambicioso, tanto en términos de dotación económica como de intensidad en la actividad, pues en sus dos primeros años de vida, se seleccionaron 35 fondos para invertir, mientras

que los ECF invirtieron en 19 fondos entre 2006 y 2015, y esperan continuar a un ritmo de 2 ó 3 fondos anuales.

Ambos programas responden a la idea de colaboración público-privada o PPP que como ya se ha visto, está consideradas actualmente como la forma más adecuada de intervención pública. Tanto el programa ECF como Fond-ICO Global utilizan fondos públicos, pero la asignación de estos recursos, la selección de las empresas participadas y la gestión de las mismas, se realiza por profesionales independientes, siguiendo criterios de mercado. De hecho, ambos se estructuran como coinversiones público-privadas en cada fondo individualmente seleccionado. Aunque los dos programas se financian con dinero público, la gestión operativa del programa se realiza en ambos casos por una filial que, aunque propiedad al 100% del Estado, opera con criterios profesionales de mercado; en este sentido hay un cierto paralelismo entre *British Business Finance Ltd.* y Axis Participaciones Empresariales.

A priori no hay un número predeterminado de fondos que puedan acceder a financiación a través del programa de ECF. Los fondos candidatos deben estar registrados en el Reino Unido o en un país miembro de la Unión Europea y el BBFL se comprometerá a proporcionar recursos hasta un máximo del 60% del fondo, o dos tercios si el ECF está orientado a *start-ups* o PYME que se encuentran en un momento previo a la comercialización inicial de sus productos o servicios, siempre con el límite máximo de 50 millones de libras en un fondo determinado.

Por su parte, las gestoras cuyos fondos sean elegibles para ser financiados por Fond-ICO Global deben estar constituidas en un país miembro de la OCDE, lo que resulta algo más flexible. A la hora de elegir los fondos, Fond-ICO Global distingue diferentes categorías: capital expansión, *venture capital*, incubación y fondos de deuda y clasifica los fondos según esta tipología, variando los requisitos y características del programa. Los ECF tratan a todos los fondos candidatos de modo uniforme, si bien es cierto que cubren básicamente fondos de *venture* y de capital expansión, mientras que la fase de incubación, se atiende desde otra área del BBB.

En cuanto a participación, para los fondos de capital expansión Fond-ICO Global podría llegar a comprometer en cada fondo hasta el 30% del tamaño objetivo del fondo con un máximo de 50 millones, para los fondos de *venture capital* los límites se fijan en el 40% del tamaño objetivo del fondo con un máximo de 20 millones de euros, límites ambos más reducidos que los que aplica el BBFL.

Finalmente, en cuanto a la estructura de los fondos, aunque las más utilizadas en el Reino Unido (*Limited Partnerships*) y en España (sociedades y fondos de capital riesgo) difieren

jurídicamente al responder a sistemas legales muy distintos, a efectos prácticos ambas estructuras tienen un funcionamiento muy similar. Es interesante señalar que la totalidad de los ECF hasta la fecha se han constituido como *Limited Partnerships* registradas en Reino Unido, mientras que en las convocatorias de Fond-ICO Global se han seleccionado fondos con otras estructuras, como por ejemplo SICAR de Luxemburgo.

En lo que respecta a la distribución de retornos, una vez que el ECF ha cubierto sus gastos y obligaciones, incluida la comisión de gestión, los ingresos obtenidos de las desinversiones, cuando se produzcan, se distribuirán entre los inversores siguiendo el siguiente orden de prioridad:

1. Un retorno preferente al BBFL, calculado como un interés sobre los fondos invertidos en el ECF. En la actualidad el tipo de interés aplicable es del 3%.
2. Devolución de las aportaciones de capital a todos los inversores (BBFL e inversores privados).
3. Distribución de beneficios a los inversores privados y al BBFL según un ratio pre-fijado que se habría propuesto en la solicitud inicial del fondo y, en su caso, a los gestores del fondo vía *carried interest* también determinado al solicitar el fondo.

En el caso de Fond-ICO Global, este no será objeto de ningún trato preferente ni tampoco lo serán los inversores privados; ambos están sometidos a los mismos términos y condiciones. Esta es una de las principales diferencias entre ambos programas: la asimetría de los retornos que se produce en los ECF entre el BBFL y los inversores privados, contrasta con el tratamiento igualitario a todos los efectos que tienen Fond-ICO Global y los inversores privados en cada fondo adjudicatario.

En cuanto al límite de la inversión en las empresas participadas, mientras que el programa ECF fija claramente el límite de 5 millones de libras, Fond-ICO Global no especifica ninguna cuantía para la inversión del fondo.

Respecto al destino de las inversiones, también existen diferencias. Mientras que los ECF sólo pueden invertir en empresas que predominantemente vayan a desarrollar su actividad en el Reino Unido, Fond-ICO Global exige unos volúmenes mínimos de inversión en España, pero no condiciona en modo alguno el resto de inversiones del fondo receptor.

La conclusión más evidente del análisis comparativo entre los *Enterprise Capital Funds* y Fond-ICO Global es que, con sus similitudes y diferencias ambos son programas bien diseñados, cuya eficacia está más que demostrada y que suponen ejemplos exitosos

de cómo la coinversión público-privada ayuda a la economía real proporcionando financiación a PYME y emprendedores.

Cierra el primer bloque de esta Segunda Parte, el trabajo de Miguel Fernández Acevedo y Blanca Navarro, ambos del Servicio de Estudios del ICO, titulado "*Fond-ICI Global Fondo de Capital Riesgo. Seguimiento de su actividad en el marco del capital riesgo en España*". En este caso, el título responde exactamente a la estructura del trabajo, pues sus autores estructuran el artículo en una primera parte, en la que una exposición de los principales rasgos de la industria del capital-riesgo en España sirve de encuadramiento a la actividad de Fond-ICO Global, y una segunda más centrada en el análisis de las cinco convocatorias completas y una más en curso, que ha realizado el Fondo.

En el año 2015, el sector español de capital-riesgo ha continuado la tendencia de recuperación que vivió en 2014, apoyado en buena medida por la actividad de Fond-ICO Global, que ha conseguido movilizar un conjunto de inversiones que suponen el 14,6% del total del mercado en el año 2015. Sin embargo, es cierto que en ese año las cuantías de inversión se redujeron un 15% respecto a las del año anterior, un resultado que se debe al menor número de grandes operaciones, mientras que crecieron las operaciones pequeñas y medianas.

En cuanto a captación de fondos, en 2015 se captaron 3.195 millones de euros, de acuerdo con los datos de ASCRI, cifra importante que, sin embargo, es un 33% inferior a la de 2014. En cuanto a desinversiones, en 2015 se alcanzaron 4.714 millones de euros, cifra muy superior a la alcanzada en los años anteriores, salvo 2014, en que la crisis económica supuso un duro correctivo para la actividad del sector. En cuanto a la tipología de las inversiones, hay que resaltar que si bien por escaso margen, en 2015 las operaciones apalancadas (*leveraged Buy-out*) no han ocupado el primer nivel por volumen invertido, que ha correspondido a las operaciones de expansión (35,8% de volumen y 58,2% de las operaciones). El segundo puesto por número de operaciones correspondió a las operaciones de semilla/arranque, con un 34,2%, que, sin embargo, se quedan en un 10,4% del volumen invertido.

Respecto al tamaño medio de las operaciones, el año 2015 es el año de recuperación del *mid-market*, operaciones entre 10 y 100 millones de euros, que llegó a 1.700 millones de euros, triplicando el importe de 2014 y suponiendo un 60% del volumen total invertido. Por el contrario, las operaciones grandes, superiores a 100 millones de euros, supusieron en 2015 una cuarta parte del importe de 2014, con un peso relativo de únicamente el 20% de la inversión total del sector. En cuanto a los sectores, destaca el peso del sector de la informática, que supuso en 2015 el 25% del volumen invertido y el 43% de las operaciones, seguido del sector de medicina/salud y del de productos de consumo.

Para realizar una comparativa europea, los autores utilizan los datos de *Invest Europe*, el nuevo nombre de EVCA (*European Venture Capital Association*) que muestran que mientras que en los años 2014 y 2015 el peso del capital-riesgo sobre el PIB aumentaba en el conjunto de la Unión Europea (0,28% en 2014 y 0,30% en 2015), en España se produjo un descenso (0,15% en 2014 y 0,14% en 2015). Aumenta, pues, el diferencial con Europa, que cualifica el sector en España como un sector relativamente pequeño, muy inferior no sólo al del Reino Unido, de lejos el mayor de Europa, sino también inferior a los de Italia, Francia y Alemania.

Un aspecto no por conocido menos relevante, es el hecho de que los operadores en España son mucho más pequeños que los de otros países europeos y, probablemente, se sitúan muy lejos del óptimo en términos de eficiencia en la gestión y capacidad para desarrollar operaciones de cierto tamaño. Así, el volumen medio gestionado en España en 2015, 97 millones de euros, está muy lejos de los 327 millones de Francia, los 171 de Italia o los 135 millones de Alemania, por no hablar de los 635 millones de euros del Reino Unido.

Es en esta situación, de despegue relativo en los últimos años de un sector todavía pequeño en relación a otros países, en el que cabe insertar la operativa y funcionalidad del Fond-ICO Global, el fondo lanzado en el año 2013 por el Estado Español, con un único partícipe, el Instituto de Crédito Oficial y la gestión de AXIS Participaciones Empresariales, una gestora con 30 años de operativa continuada en el mercado español.

Como es bien sabido, Fond-ICO Global se configura como un fondo de fondos de capital riesgo cuyo objetivo es tomar participaciones en otras entidades de capital riesgo autorizadas en España y domiciliadas en algún estado de la OCDE. Su horizonte temporal es de 16 años, ocho de inversión y otros 8, prorrogables, de desinversión y su dotación es de 1.500 millones de euros, después de la ampliación de 300 millones que esta dotación recibió en el año 2015.

Fond-ICO Global opera a través de la puesta en marcha de convocatorias de selección de gestoras de fondos de capital privado, de las cuales hasta finales de 2015 se habían realizado ya cinco y una más se encuentra actualmente en período de desarrollo; la primera se resolvió en diciembre de 2013. A las cinco convocatorias ya cerradas se presentaron un total de 105 propuestas de gestoras, de las que se seleccionaron 35.

En lo que afecta al año de este Anuario, se celebraron la cuarta y quinta convocatorias, a las que se presentaron 35 gestoras de las que se seleccionaron 12, cuatro centradas en inversiones en fase de Incubación y otras cuatro en inversiones de Venture y Expansión, respectivamente. La categoría de gestoras de fondos de deuda se convocó únicamente en

la tercera convocatoria, en la que se seleccionaron 2 gestoras de este tipo, de las cuatro presentadas. Entre estas cuarta y quinta convocatorias de 2015, se han comprometido 244 millones de euros, lo que ha llevado el total hasta los 876 millones, un 58,4% del patrimonio de Fond-ICO Global. En la cuarta convocatoria, Fond-ICO comprometió 124 millones de euros de inversión que arrastraron fondos privados hasta un compromiso de inversión total en España de 573 millones de euros. En la quinta convocatoria el resultado fue todavía mejor, pues la inversión de 121 millones por parte de Fond-ICO consiguió arrastrar inversiones totales por importe de 606 millones, más de cinco veces el compromiso de Fond-ICO. Hay que resaltar, que si bien las gestoras cuentan con un máximo de 18 meses para formalizar el cierre de los correspondientes fondos, ya se han formalizado las inversiones en 7 de las 12 gestoras seleccionadas en estas convocatorias cuarta y quinta.

Hay que señalar que Miguel Fernández y Blanca Navarro ofrecen en su trabajo una tabla con la totalidad de las gestoras seleccionadas por Fond-ICO Global en sus cinco primeras convocatorias, 35 fondos, de los cuales 14 corresponden a capital expansión, 13 a venture capital, 6 a incubación y 2 de deuda, que, en conjunto movilizarán inversiones por más de 100.000 millones de euros, de los cuales 3.200 millones corresponderán a inversiones en empresas españolas. Con un multiplicador sobre el compromiso de inversión del ICO del 3,6, no cabe duda que lo realizado hasta ahora da buena prueba de la capacidad de Fond-ICO para dinamizar la captación de fondos en España, tanto atrayendo inversores internacionales, como movilizando inversores españoles que se encontraban "latentes". A finales de 2015 se habían realizado 137 inversiones en empresas en España (27 a finales de 2014), por importe de 570,9 millones de euros (143,1M. a finales de 2014). Este incremento durante el año 2015 de 110 nuevas operaciones y cerca de 430 millones de inversión, supone más que triplicar el importe acumulado hasta finales del año 2014.

Estas cifras muestran la enorme relevancia que ha tenido la iniciativa de Fond-ICO Global para la revitalización y el impulso del capital-riesgo español, en todas las modalidades de la industria. Así, de suponer únicamente un 4,1% del sector en el año 2014, al inicio del lanzamiento del fondo, Fond-ICO ha pasado a suponer un 14,6% del sector en el año 2015, teniendo en cuenta el conjunto de la inversión movilizada. En cuanto a la captación de fondos, Fond-ICO supuso un 15,5% del total captado en España en 2014 y un 14,7% en 2015, cifras ambas muy relevantes para un único operador.

El segundo bloque de esta Segunda Parte, está dedicado al estudio de las diversas iniciativas de apoyo a la industria del capital riesgo existentes en la Administración Central Española. Se inicia analizando el papel del CDTI y continúa pasando revista a COFIDES, ENISA y SEPIDES.

El CDTI es el principal agente público en España responsable de la financiación del desarrollo tecnológico y la innovación en las empresas españolas. Desde su creación en 1977, este organismo ha venido impulsando distintos programas para financiar a las empresas tecnológicas, tanto directamente a través de sus proyectos de I+D, cuanto indirectamente, mediante la inversión en fondos de capital riesgo. Explicar y analizar la actividad de esta Entidad Pública Empresarial es el objetivo del trabajo *“Sector público estatal y capital riesgo: Aspectos generales y cauces de participación”*, de María Luisa Poncela García, Secretaria General de Ciencia e Innovación del Ministerio de Economía y Competitividad.

En 2015 la financiación directa de CDTI a las empresas para el desarrollo de sus proyectos de I+D+i alcanzó los 851 millones de euros, incluyendo todos los programas, una cifra que se incrementa hasta 1.700 millones si tenemos en cuenta la inversión adicional movilizada. Esta cifra no es excepcional, sino que viene manteniéndose en los últimos años, lo que convierte a CDTI en el principal organismo financiador de la innovación, cuyos préstamos y ayudas suponen aproximadamente el 12,5% del total de la I+D+i ejecutada por las empresas españolas. Además, el CDTI es pionero en la evaluación del impacto de sus ayudas y desde el año 2010 recaba información de los proyectos finalizados para analizar su repercusión real en la actividad de las empresas beneficiarias.

El otro campo de actuación del CDTI es el apoyo a la creación y consolidación de nuevas empresas de base tecnológica, objetivo que condujo a la creación del programa Neotec en el año 2002. Este programa financió desde su creación hasta 2014, 575 planes de negocio empresariales, con una aportación de 193,9 millones de euros. Las tecnologías de la información y las comunicaciones supusieron un 51% de los proyectos empresariales, seguidos de la energía y medio ambiente, las ciencias de la vida y la agroalimentación.

A finales del año 2014 el programa Neotec se rediseñó para convertirse en un programa de subvenciones. A su primera convocatoria en 2015 se presentaron 548 proyectos, de los cuales se financiaron 62, con una inversión por parte de Neotec de 10 millones de euros.

En paralelo con Neotec, en 2016 se diseñó junto con el Fondo Europeo de Inversiones el programa Neotec Capital Riesgo, con la finalidad de impulsar la inversión de capital riesgo en empresas de base tecnológica en sus fases iniciales. El programa, que incluía un fondo de fondos y una sociedad para coinversión, finalizó en el año 2012 la fase de inversión, habiendo comprometido 164,3 millones de euros en 12 fondos de capital riesgo y coinvertiendo otros 10 millones conjuntamente con otros dos fondos. En conjunto, gracias a estas operaciones se han realizado inversiones en 158 empresas por un valor de 630 millones de euros.

El programa que actualmente centra el esfuerzo del CDTI en el apoyo a la innovación y la promoción de nuevas tecnologías en las empresas españolas, es el Programa Innvierte. Se trata de una alternativa estratégica que busca tanto mejorar la traslación al tejido productivo del conocimiento generado en los centros de investigación españoles, como ayudar a las empresas tecnológicas e innovadoras a crecer y convertirse en actores relevantes dentro de su campo. Actúa para ello tanto en la financiación, paliando el fallo de mercado que dificulta a estas empresas el acceso a los recursos bancarios, dada su escasa edad, tamaño y orientación hacia nuevos nichos de mercado, cuanto en la gestión, apoyando el conocimiento tecnológico y el acceso a personas clave en empresas tractoras o líderes internacionales.

Innvierte busca convertirse en un agente que facilite las consecutivas rondas de financiación de las empresas tecnológicas. Para ello, actúa como un fondo de fondos, a través de convocatorias públicas de selección de vehículos de inversión privados, previo el análisis de los sectores y áreas tecnológicas en los que existe un insuficiente desarrollo del capital riesgo. En la actualidad, se mantienen operativas iniciativas de inversión en 14 vehículos de inversión, detallados en el trabajo de María Luisa Poncela. Además, se mantienen acuerdos operativos de coinversión con los *Venture Capital* de Iberdrola, Repsol y Aqualogy-Vento. Los compromisos de inversión de Innvierte en estos vehículos ascienden a 120 millones de euros y los compromisos totales de los mismos a 380 millones de euros. Hasta la fecha, se han invertido en 96 empresas de base tecnológica.

Puede decirse que, hasta la fecha, el programa Innvierte ha dinamizado la inversión en fases tempranas de empresas tecnológicas en sectores estratégicos, al tiempo que se ha convertido en el principal operador de fondos de capital semilla enfocados a la transferencia de conocimientos procedentes de organismos de investigación.

En 2015, para cerrar el ciclo de actuación del programa, se lanzó una iniciativa para promover la creación de un gran fondo de private equity focalizado en empresas españolas de mediana capitalización con capacidades tecnológicas, que favorezca su crecimiento e internacionalización. Este fondo ha tenido ya un primer cierre de 400 millones de euros en los que Innvierte ha participado como inversor ancla con 100 millones.

En el futuro, Innvierte continuará su estrategia de estimular el crecimiento y acompañar la inversión privada, detectando ámbitos de inversión poco desarrollados en el campo de las nuevas tecnologías, especialmente las ciencias de la vida y las tecnologías de la información y las comunicaciones.

Por su parte, Salvador Marín Hernández, Presidente y CEO de COFIDES, en su trabajo *Capital riesgo: Herramienta de internacionalización y desarrollo desde la perspectiva*

público-privada de COFIDES, se ocupa de ofrecernos una perspectiva de esta entidad público-privada, activa desde hace más de 27 años. Sus accionistas actuales son el ICEX España Exportación e Inversiones, el Instituto de Crédito Oficial (ICO), la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), juntos suman el 53,68% del capital, y el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), el Banco Santander, el Banco Sabadell, el Banco Popular y la Corporación Andina de Fomento (CAF), con el 46,32% restante del capital.

El objeto de COFIDES es facilitar la financiación a proyectos privados y viables de inversión en el exterior en los que exista interés español y enmarca su actividad en el segmento del capital expansión, en operaciones de tamaño medio, con límite de inversión de 30 millones de euros. Para desarrollar su labor, COFIDES utiliza por un lado sus propios recursos y, por otro, gestiona por cuenta del Ministerio de Economía y Competitividad el Fondo para Inversiones en el Exterior (FIEX) y el Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME). Igualmente, moviliza recursos de instituciones financieras multilaterales con las que firma acuerdos de cofinanciación.

COFIDES busca posicionarse como la institución pública de referencia en el ámbito del capital riesgo para la internacionalización y el desarrollo. Para conseguir este objetivo, la Compañía realiza inversiones directas en el capital de las empresas que desarrollan proyectos de inversión, típicamente filiales internacionales de empresas españolas. Estas inversiones son siempre temporales, con alternativas de desinversión variadas, y nunca superiores al 49% del capital. También participa en fondos de capital riesgo privados, siempre que incorporen algún elemento que facilite la internacionalización de las empresas españolas, sean congruentes con la normativa reguladora de la actividad de FIEX y FONPYME y permitan un efecto catalizador de recursos privados adicionales; por ejemplo, participa, junto con Banco Sabadell y N+1 en Alteralia S.C.A. y con otros socios en Copihue Capital I Fondo de Inversión Privado.

Las participaciones directas en el capital y las participaciones en fondos han representado un 38% de los recursos aprobados por COFIDES desde el inicio de esta actividad en 1990 y van en aumento en los últimos años. Suponen más de 130 operaciones con un importe comprometido superior a los 1.000 millones de euros, tanto en préstamos como en capital.

A resaltar que COFIDES presta una especial atención a los riesgos no financieros de las empresas en las que invierte, es decir, los riesgos de construcción y operación, soberano, regulatorio, político, legal y los medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

ENISA es una empresa pública adscrita al Ministerio de Industria, Energía y Turismo que participa activamente en la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores

impulsados por pymes y emprendedores, principalmente a través de la figura del préstamo participativo. Constituida en 1982, su función inicial fue la de ser una gestora de capital riesgo dirigida a la promoción de sectores tecnológicamente avanzados. Sin embargo, en 1996 cambia su estrategia inversora, orientándose a la inversión directa en pymes que incorporaran la innovación como factor estratégico de competitividad. Analizar la actividad de Enisa y plantear sus retos de futuro es la labor del trabajo *“Financiación alternativa para pymes y emprendedores”*, elaborado por Bruno Fernández Scrimieri, consejero delegado de la Sociedad.

La utilización de la figura del préstamo participativo, regulada en España desde el año 1996, no alcanzaría su eclosión como instrumento financiero de elección por parte de Enisa hasta la crisis financiera de los años 2007/08. En efecto, la crisis supuso una fortísima reducción del crédito a las empresas, con especial incidencia en las pymes, debido a las especiales características de este colectivo empresarial, cuyo menor tamaño y reducidas garantías, plantean un riesgo incrementado para las entidades financieras. Esta dificultad de acceso de la pyme a la financiación bancaria determinó un importante crecimiento de la demanda de préstamos de Enisa, que alcanzó su record en el año 2012 con más de 3.500 solicitudes.

No es extraño, pues, que Enisa se haya consolidado como la entidad líder en la concesión de préstamos participativos en España, con más de 4.400 préstamos concedidos y un riesgo vivo de 500 millones de euros a finales del año 2015. Por otra parte, la persistencia de fallos de mercado que siguen dificultando el acceso de la pyme a la financiación, aconsejan que el instrumento se mantenga a futuro como instrumento de apoyo público a estas empresas. Máxime cuando se comprueba que su función de apoyo a emprendedores y nuevas empresas es fundamental.

El período 2012-2015 constituye el de mayor actividad de Enisa. En esos años, se formalizaron más de 2.500 operaciones, que acumulan una inversión de casi 350 millones de euros, lo que supuso un crecimiento de la cartera viva del 60%. Las cifras son realmente extraordinarias. Así, en el año 2015, el número de solicitudes de financiación alcanzó las 1.446, un 16% más que en el año anterior. De ellas, se aprobaron 737 operaciones, que dieron lugar a 700 formalizaciones, con una inversión de 90,3 millones de euros. Bruno Fernández nos ofrece en un anexo la relación completa de los préstamos formalizados con indicación de su fecha de concesión y su cuantía, lo que permite evaluar en toda su dimensión el enorme esfuerzo de gestión realizado por Enisa. Tanto en número de operaciones como en importes de inversión, el sector de las Tecnologías de la información y las comunicaciones ocupa el primer lugar.

Desde el año 2013, Enisa realiza un ejercicio anual de seguimiento y valoración del impacto económico y social de sus inversiones, del que resulta que vez tras vez se confirma el papel de Enisa como factor relevante para la construcción de un ecosistema innovador y de excelencia, capaz de atraer talento e inversores, al tiempo que un instrumento de política industrial eficaz. Por otra parte, no debe olvidarse que el apoyo de Enisa genera un efecto “certificador” para las empresas que reciben sus préstamos, contribuyendo así a paliar los problemas de asimetría de la información que caracterizan el ecosistema emprendedor.

Bruno Fernández concluye su trabajo con un excelente resumen de las características y funcionalidad de la figura del préstamo participativo.

Sepi Desarrollo Empresarial, SEPIDES, empresa propiedad al 100% de la Sociedad Española de Promoción Industrial, SEPI, inició su andadura en el año 2002, con el objetivo de fomentar el desarrollo del tejido productivo mediante la inversión en iniciativas empresariales viables. Desde 2010, cuenta con dos grandes áreas de actuación, la inmobiliaria y la empresarial, que es la que nos interesa ahora y a la que se dedica el trabajo *“SEPIDES, un modelo de participación del sector público en el capital riesgo en España”*, del que es autor Vicente Sánchez Herraiz.

Para el desarrollo de su actividad empresarial, SEPIDES cuenta con líneas de financiación tanto en forma de capital, capital riesgo e inversión con pacto de recompra, como en forma de préstamos, tanto ordinarios, como participativos. Los instrumentos de inversión son de cuatro tipos: Fondos de Capital Riesgo, Sociedades de Desarrollo Regional, Gestión de Fondos públicos y Financiación Directa.

En el caso de los fondos de capital riesgo, SEPIDES participa en ellos y financia proyectos a su través, bien sea en forma de capital o préstamos participativos. El primer fondo en el que invirtió, fue el fondo de capital riesgo SESD, antiguo Fondo Banesto ENISA SEPI Desarrollo, constituido en 2005 con un patrimonio de 30 millones de euros. La inversión acumulada de este fondo hasta el año 2009 es de 28,8 millones de euros en 18 empresas. En el año 2008, este fondo invirtió 5 millones de euros en INNOTECH DESARROLLO, un fondo de ámbito inversor andaluz que desde 2009 continúa la actividad original de SESD. Otro fondo que ha terminado su actividad inversora en 2010 es Comval Emprende, centrado en la Comunidad Valenciana, que ha invertido 6,5 millones de euros en 6 empresas, durante el período 2007-2009.

Otros fondos participados por SEPIDES son el Fondo CLM Inversión Empresarial en Castilla-La Mancha, que durante el período 2006-2011 invirtió 7,1 millones de euros en 8 empresas de Castilla-La Mancha; el fondo Ingenio CLM, que inició su andadura en 2014 dirigido a pequeñas y medianas empresas de Castilla-La Mancha, con un patrimonio de 8

millones de euros; el fondo Xes-Impulsa Ferrol 10, constituido en 2009 y que ha invertido 3,5 millones de euros en tres empresas de la zona Ferrol, Eume, Ortegá (La Coruña) y el fondo ENISA, Fond-ICOPYME, SEPIDES para la Expansión de la PYME, de ámbito nacional, constituido en 2010 y que ha participado hasta 2013 en 4 empresas con una inversión de 4,1 millones de euros.

En el campo de las sociedades de desarrollo regional, SEPIDES participa en dos, SODIEX y SUMA TERUEL. SODIEX se constituyó en 1977 para la promoción del desarrollo industrial de Extremadura y hasta la fecha mantiene una cartera de 45 empresas participadas con una inversión viva de 11 millones de euros. Por su parte, SUMA Teruel mantiene una cartera de 76 empresas en la provincia de Teruel, con una inversión de 15,8 millones de euros. Tanto en uno como en otro caso, la inversión realizada ha servido para inducir inversiones complementarias del sector privado.

La gestión de fondos públicos por parte de SEPIDES se desarrolla a través de dos instrumentos. El primero es el Fondo de Apoyo para la Promoción y Desarrollo de Infraestructuras y Servicios del Sistema de Autonomía y Atención a la Dependencia, fondo SAAD, que invierte recursos del Ministerio de Sanidad, Asuntos Sociales e Igualdad. Su inversión acumulada asciende a 54,6 millones de euros, íntegramente en forma de préstamos de los que se han beneficiado 27 empresas. El otro instrumento público es el Fondo de Apoyo a la Diversificación del Sector Pesquero y Acuícola del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente, cuya inversión acumulada hasta el año 2014 suponía 20,7 millones de euros en 20 empresas.

Finalmente, la financiación directa de SEPIDES asciende a 112 millones de euros, de los que 73 millones corresponden a capital y el resto a préstamos, que se han dirigido a 51 empresas hasta el año 2015. Ya en 2016, SEPIDES ha invertido 5 millones de Euros en un nuevo fondo de capital riesgo denominado GED V España, gestionado por GED Iberian Private Equity y que había sido seleccionado por la iniciativa Fond-ICO Global en su cuarta convocatoria, con una aportación de hasta 25 millones de euros. A principios de este año 2016, este fondo había alcanzado compromisos de inversión en torno a 80 millones, de un patrimonio objetivo de 150 millones.

En conjunto, la inversión total realizada por SEPIDES a través de sus diferentes instrumentos asciende a 265,8 millones de euros, de los que 130,1 corresponden a capital y el resto a préstamos, tanto ordinarios como participativos. Se estima que esta inversión ha inducido una inversión total de 1.346 millones de euros.

La Tercera Parte del Anuario se ocupa de diversos temas, todos ellos relevantes para el desarrollo de la industria del capital riesgo durante el año pasado. Dos de ellos se ocupan

de las operaciones de desinversión bursátil de empresas participadas en el mercado principal y en el MAB, respectivamente, uno analiza la capitalización de deudas como vía de recuperación empresarial, estudiando el proyecto Phoenix operativo en España y, finalmente, otro analiza el capital privado inmobiliario y su desarrollo reciente en España. Temas diversos pero que cubren aspectos importantes en la práctica de la actividad de capital riesgo en España durante 2015.

Inicia la Tercera Parte del Anuario el trabajo titulado "*Capital Riesgo; "Exit" vía salida a Bolsa*", elaborado por Juan Aguayo e Ignacio Escrivá de Romaní, socio y asociado senior, respectivamente, del despacho Cuatrecasas Gonsalves Pareira. En él, de una manera clara y sintética se explica el mecanismo de desinversión (*exit*) del capital riesgo en las salidas a Bolsa con desinversión previa.

En efecto, la mejora de la situación bursátil en 2014 y 2015, promovió un proceso muy activo de operaciones de salida a bolsa de empresas en España. Así, en 2014 se produjeron siete nuevas incorporaciones al mercado continuo y seis incorporaciones al Mercado Alternativo Bursátil. De las primeras, las operaciones de Edreams Odigeo, SA y Applus Services, SA fueron utilizadas por entidades de capital riesgo como una vía de salida de sus inversiones. En el año 2015, continuó el ciclo alcista en la actividad del capital riesgo, principalmente en el epígrafe de desinversiones, parte de la cual tuvo su reflejo en la Bolsa. Así, de las seis admisiones a cotización en el mercado continuo que se produjeron en 2015, dos de ellas, las de Talgo, SA y Euskaltel, SA fueron utilizadas como vía de desinversión por entidades de capital riesgo. De hecho, en 2015, esta vía de desinversión bursátil supuso nada menos que un 28% del volumen desinvertido por la industria, contra un 14% en 2014 y importes prácticamente nulos en años anteriores.

Como señalan J. Aguayo e I. Escrivá de Romaní, han proliferado recientemente las operaciones llamadas de "*dual track*", en las que se inician y llevan a cabo de forma paralela dos alternativas de desinversión, una venta privada o subasta y una salida a Bolsa. El vendedor decide en una fase avanzada del proceso el método de desinversión utilizando, obviamente, toda la información obtenida durante la fase inicial.

Las desinversiones efectuadas por entidades de capital riesgo en Euskaltel, SA y Talgo, SA a través del mercado bursátil, constituyen buenos ejemplos de la práctica de esta vía de desinversión. Mientras que en el caso de Euskaltel, la oferta previa, unida a la opción de venta posterior, o *green shoe*, permitió la desinversión total de los fondos Trilantic Capital Partners e Investindustrial, lo habitual es que la operación de salida a Bolsa permita únicamente una salida parcial de las instituciones inversoras, que es lo que sucedió en la salida a cotización de Talgo, SA. Al tiempo, si la desinversión es parcial, el accionista no podrá vender sus acciones hasta que transcurra un cierto período de tiempo, típicamente

180 días desde la admisión a cotización de las acciones, un compromiso de “lock up” que busca trasladar al mercado una señal de estabilidad accionarial y confirmar que no habrá nuevas ofertas de acciones en los meses siguientes a la salida a Bolsa. Normalmente, estas restricciones de venta afectan también al equipo directivo.

Sin embargo, la salida inicial a Bolsa no agota las oportunidades de desinversión para las entidades de capital riesgo, sino que estas continúan una vez cotizan las acciones a través de las operaciones de bloques. En estas se otorga un mandato a un intermediario financiero que, en un único acto, coloca paquetes relevantes de acciones entre inversores cualificados. Estas operaciones no se formulan como oferta pública, pero deben informarse a la CNMV antes de su ejecución.

Las operaciones de bloques, cuya finalidad es no alterar al mercado con su ejecución a través de los mecanismos normales de ejecución bursátil, suponen una alternativa eficiente para continuar la desinversión de las posiciones que mantengan las entidades de capital riesgo después de la salida a Bolsa de la empresa. Así, en el caso de Applus Services, SA, la entidad de capital riesgo Carlyle continuó el proceso de desinversión iniciado en 2014 con la cotización en el mercado continuo de la sociedad, realizando en 2015 dos operaciones de venta de bloques, representativos de un 11,54% y un 10% de las acciones, respectivamente, mediante las que redujo su participación accionarial hasta el 13,97%.

En resumen, la nueva situación bursátil ha permitido que las entidades de capital riesgo, ejecuten desinversiones utilizando la salida al mercado de las compañías invertidas. Aunque la desinversión no suele ser total, la cotización de las acciones permite continuar el proceso desinversor a través de las operaciones de bloques.

Un campo de actividad relativamente nuevo para el capital riesgo es el inmobiliario. Entender esa actividad y las diferentes funciones que se desarrollan en relación a él, es el propósito del siguiente trabajo del Anuario. Bajo el título, “Estructura y funciones asociadas a la gestión del vehículo de inversión inmobiliaria”, Eduardo Fernández Cuesta y Cristina Reina, de Arcano Asset Management, nos ofrecen su visión del adecuado entendimiento de los diferentes roles de tres figuras clave en la gestión de los vehículos de inversión inmobiliaria: el *Fund Manager*, el *Asset Manager* y el *Property Manager*. Al tiempo, presentan una muy interesante discusión sobre los méritos relativos de las dos figuras que han jugado un papel mayor en la revitalización de la inversión inmobiliaria, las Socimi y los vehículos de capital riesgo inmobiliario.

Las Socimi, o Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, nacieron a imagen de los REIT americanos para dar acceso a la inversión inmobiliaria de tipo

institucional al inversor minorista, garantizándole una fiscalidad semejante a la que tendría si invirtiese directamente en el activo inmobiliario, es decir, evitando la doble imposición. En España, después de la reforma de la regulación que se efectuó en el año 2013, estos vehículos de inversión adquirieron un gran auge y, hoy día, 4 de ellos cotizan en el mercado continuo, mientras que otros 15 lo hacen en el Mercado Alternativo Bursátil.

Como es sabido, la regulación de estas sociedades exige un capital mínimo de 5 millones de euros, cotización en un mercado organizado, activos constituidos al menos en un 80% por inmuebles urbanos para el alquiler, el 80% de los ingresos provenientes de alquileres o dividendos de otras Socimis y obligatoriedad de distribuir al menos el 80% del beneficio operativo anual como dividendo a sus accionistas, el 100% de los dividendos obtenidos y el 50% de los ingresos por venta de activos.

Estos requerimientos señalados, que permiten a las Socimis beneficiarse de una tributación muy favorable, condicionan su operativa diaria y su estrategia de inversión en varios aspectos. Por una parte, el período mínimo de tenencia en alquiler de activos de tres años, hace que las Socimis realicen pocas actividades fuera del negocio de arrendamiento; actividades como la promoción, o la gestión de terrenos, no les están formalmente vedados, pero sí muy condicionados por la vocación patrimonialista y los períodos mínimos de tenencia que la regulación establece para estos instrumentos, que dificultan una rotación rápida de los activos.

Además, si bien la regulación de las Socimis no impone límites máximos de apalancamiento, la obligación de repartir como dividendo la mayor parte de su beneficio operativo fuerza a estas sociedades a trabajar con niveles de deuda relativamente bajos, que no requieran amortizaciones importantes. En efecto, las amortizaciones de deuda constituyen salidas de caja, pero no reducen el beneficio contable que es el que determina el importe a repartir como dividendos. Esta misma obligación de distribuir dividendos, tiende también a limitar el crecimiento orgánico, y constriñe la rentabilidad de sus accionistas a la que puedan obtener por la vía de los dividendos.

Frente a las Socimis, el otro instrumento de inversión en el mercado inmobiliario son los fondos de capital riesgo inmobiliario, cuya función consiste en aportar recursos a medio y largo plazo a proyectos inmobiliarios en su fase de arranque o crecimiento, cuando otras fuentes de financiación podrían no asumir fácilmente el riesgo implicado. El ejemplo al que se refiere este trabajo es el Fondo Arcano Spanish Opportunity en Real Estate, lanzado por Arcano Group en el año 2015, bajo legislación luxemburguesa.

Como vehículos de inversión en el sector inmobiliario, los fondos de capital riesgo inmobiliario aportan al sector un enfoque diferente y complementario al de las Socimis.

Su flexibilidad y libertad en el diseño de su estrategia de producto y la definición de los plazos de inversión o nivel de apalancamiento, es claramente superior a la permitida a las Socimis. Por el contrario, se trata de vehículos cerrados y con vidas definidas, si bien adecuadas desde el inicio a la estrategia de inversión de cada vehículo y su tiempo de desarrollo. Además, si bien distribuyen información relevante a sus partícipes y tienen obligaciones de *reporting* estrictas, esta información se ofrece con carácter privado y confidencial, sin estar sometidos al escrutinio público propio de las empresas cotizadas en el mercado público.

Finalmente, por su naturaleza, estos vehículos se posicionan en el segmento de riesgo medio-alto o alto, con objetivos de rentabilidad acordes. Su enfoque es decididamente de *valor*, y sus operaciones de tamaño medio (5 a 25 millones de euros en el caso de Arcano Spanish Opportunity Real Estate), frente al enfoque de rentabilidad y mayor tamaño de operación en el caso de las Socimis.

Con todo, lo que unifica ambos vehículos en su propuesta de éxito es la necesidad de contar con equipos de gestión locales de gran potencia y extenso conocimiento del mercado inmobiliario. Una característica de la calidad de los equipos es el adecuado reparto de las funciones y responsabilidades. A clarificar estas se orienta la segunda parte del trabajo de E. Fernández Cuesta y C. Reina.

El *Fund Manager* ostenta la función más ejecutiva dentro de la gestión de la inversión inmobiliaria, siendo responsable ante los inversores de la configuración, estrategia y operativa del fondo, así como de su duración y liquidación. Debe, por tanto, diseñar, configurar y lanzar el fondo, definiendo su estructura de gestión, elaborando su plan de negocio y dirigiendo su ejecución y seguimiento, incluida la financiación, además de valorarlo. Además, se ocupa de las relaciones con los inversores y de estructurar el gobierno corporativo de la institución, así como de dirigir las sesiones del Consejo y estructurar la función de auditoría. En suma, su función es de dirección y liderazgo en todo lo que afecta a la estructura del fondo y su plan de negocio.

Por su parte, el *Asset Manager*, se centra en la gestión estratégica y operativa de todo lo que afecte a la rentabilidad y al riesgo de la cartera de inmuebles del fondo durante su ciclo de vida. En consecuencia, debe responsabilizarse de la estrategia de gestión de los activos, incluido el apoyo a las decisiones de inversión y desinversión. Al tiempo, debe preparar un informe económico detallado con las previsiones de liquidez y tesorería de la cartera, así como sus proyecciones. Le corresponde una función de *reporting* sobre todo lo que sea relevante para la gestión de los activos, incluidas oportunidades y amenazas y, en general, la posición competitiva de la cartera. Además, debe mantener el registro y la información de los inmuebles bajo gestión, gestionar la provisión de servicios

externos, supervisar los inmuebles y todo un conjunto de servicios relacionados con el mantenimiento e incremento del valor de los inmuebles en cartera como contabilidad, , rehabilitación y mantenimiento, comercialización, seguros, reclamaciones, etc.

Finalmente, el *Property Manager* es el encargado de la gestión diaria de los inmuebles en nombre del propietario. Sus servicios incluyen la gestión de los contratos de arrendamiento, la gestión de los servicios y gastos operativos de cada inmueble, la coordinación de su mantenimiento preventivo, el cumplimiento de la normativa de seguridad y la seguridad misma de los inmuebles y todo lo referente a las relaciones de la propiedad con los inquilinos: gestión de contratos, liquidación de las reclamaciones de seguros y reparaciones, renovación de los contratos, mantenimiento de las garantías de los inquilinos, etc. Finalmente, debe mantener actualizada la documentación técnica de los inmuebles, revisar y aprobar las facturas a pagar por la propiedad y suministrar información relevante para las previsiones del margen de explotación.

Es claro que este listado es puramente indicativo, pues cada organización ya sea Socimi o fondo de capital riesgo, habrá de adaptarla a sus condiciones específicas de actividad. Sin embargo, con carácter general, sí puede decirse que si bien las Socimis tienden a desarrollar todas estas funciones desde sus equipos de gestión internos, es frecuente en los fondos de inversión externalizar alguna de estas funciones. Por ejemplo, en Arcano Spanish Opportunity Real Estate, las funciones de *fund manager* y *asset manager* son ejercidas directamente desde la gestora, mientras que la figura del *property manager* se externaliza a empresas especializadas.

Los cambios acaecidos en la legislación concursal española a raíz del Real Decreto Ley 4/2014 (RDL 4/2014), han supuesto un punto de inflexión en las operaciones de capitalización de deuda dentro de los procesos de refinanciación y reestructuración como mecanismos para garantizar la viabilidad a largo plazo de las empresas con excesivo endeudamiento. A analizar la nueva situación creada y sus implicaciones, se dirige el siguiente trabajo del Anuario, titulado "*La capitalización de deuda como vía para la recuperación de empresas viables fuertemente apalancadas. El proyecto Phoenix*", del que son autores Sebastián Sáenz de Santamaría, Almudena de Medina Lacalle, Pablo Blanco Juárez y Joan Llansó Candentey, el primero socio del despacho Uría&Menéndez Abogados, la segunda, abogada del mismo despacho, el tercero Director de Phoenix Recovery Management y el cuarto Asociado de la misma firma.

Hasta la aprobación del RDL 4/2014, la conversión de deuda en capital venía siendo sistemáticamente descartada como fórmula de reestructuración. Un motivo era que los socios se oponían frontalmente a la entrada de extraños en sus sociedades, a pesar de hallarse al borde del concurso. Por su parte, las entidades financieras encontraban

que la gestión de participaciones empresariales no era su negocio ordinario, además de tener que asumir los riesgos de ser considerada persona especialmente relacionada con el deudor, al asumir la condición de socio, con la consiguiente pérdida de posición y garantías en caso de concurso; además, les penalizaba menos mantener en balance los créditos que su conversión en participaciones de capital.

Esta situación cambió radicalmente con el RDL 4/2014, destinado a facilitar el saneamiento financiero de empresas viables desde el punto de vista operativo pero inviables desde el punto de vista financiero por su excesivo endeudamiento. Entre las medidas pre-concursales promovidas como mecanismo de saneamiento, se encuentra la capitalización de deuda. Y así, si antes de le Real Decreto eran muy escasas las capitalizaciones de deuda, a partir de él tales operaciones se han convertido en un instrumento a considerar y frecuentemente utilizado en los procesos de reestructuración empresarial.

Los autores estructuran la primera parte de su trabajo desgranando las ventajas que la nueva regulación de la capitalización de deuda que plantea el RDL 4/2014 supone para los acreedores y para las propias empresas. Para las entidades financieras acreedoras, las ventajas son, principalmente, cuatro:

- El Banco de España ha modificado el tratamiento de los importes pendientes de pago tras la refinanciación, de manera que ya no los considera riesgo sub-estándar, a provisionar, sino como riesgo normal, cuando existan suficientes elementos objetivos que permitan concluir que resulta probable la recuperación de los importes debidos tras el acuerdo de refinanciación.
- Ya no se considera a los acreedores que hayan capitalizado todo o parte de su deuda personas especialmente relacionadas con el concursado, con lo que las entidades financieras que capitalicen en el contexto de un acuerdo de refinanciación, evitarán la subordinación de sus restantes créditos y la anulación de sus garantías reales.
- La conversión de deuda en capital goza ahora de protección frente a la rescisión concursal. Además, dicha conversión podrá extenderse vía homologación judicial a los acreedores que no hayan suscrito el acuerdo de refinanciación o hubieran mostrado su disconformidad con él.

Además, se establece una moderación de la mayoría accionarial necesaria para aprobar la ampliación de capital que instrumenta la compensación de créditos, de forma que se requerirá ahora únicamente la mayoría simple de los socios.

- Finalmente, el RDL 4/2014 establece la conversión de deuda en capital en el contexto de un acuerdo de refinanciación como un nuevo supuesto exento de la obligación de formular una OPA, incluso si se sobrepasa el límite del 30% del capital que establecía la anterior normativa.

Por su parte, para las empresas deudoras, sus administradores y socios, el nuevo Real Decreto establece tres incentivos a la hora de considerar la conversión de deuda en capital:

- Se establece una presunción de que salvo prueba en contrario, el concurso será culpable cuando los administradores del concursado se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o a una emisión de valores convertibles y ello hubiera frustrado la obtención de un acuerdo de refinanciación.
- De acuerdo con la Ley de Sociedades de Capital, la aprobación de una ampliación de capital requiere, como mínimo, el apoyo de una mayoría reforzada de votos. No obstante, como se ha señalado al hablar de los incentivos a las entidades financieras acreedoras, la nueva regulación del RDL 4/2014 establece que bastará con la mayoría simple de los votos para aprobar la ampliación de capital.
- Se considera ahora que el deudor no obtiene ningún ingreso real de la capitalización de créditos, por lo que dicha operación está exenta del pago del impuesto de sociedades, cosa que no sucedía con la legislación anterior.

Ahora bien, la gestión de participaciones empresariales, muchas veces mayoritarias o de control, no forma parte del negocio ordinario de las entidades financieras. Por ello, la capitalización de créditos pone a estas entidades en una situación compleja, pues las obliga a mezclar su papel como prestamistas con la participación en la gestión de la empresa capitalizada. Una forma de eliminar esta dualidad de roles es transmitir la participación adquirida a una filial de la entidad financiera o a un vehículo de inversión. Además, puede encomendarse a un tercero ajeno a la entidad la administración y gestión independiente de las participaciones adquiridas en el proceso de reestructuración.

Por otra parte, por exigencias de la regulación de capital establecida en Basilea III, la conversión de deuda en capital puede liberar provisiones en la entidad financiera acreedora, pero la obligará a reforzar sus recursos propios, como contrapartida al riesgo de crédito de las nuevas participadas. Una alternativa, puede ser la creación de un vehículo de inversión al que la banca aporte las nuevas participaciones adquiridas y que pueda atraer fondos de inversión o capital riesgo, diluyendo el grado de exposición de cada entidad y el correspondiente coste de recursos propios.

A solventar los dos problemas señalados se orienta el Proyecto Phoenix, a cuya discusión se dedica la segunda parte de este trabajo. Proyecto Phoenix fue lanzado en 2014 por las principales entidades financieras españolas, y estructurado por la consultora McKinsey & Company y el banco de inversión N+1, como un instrumento de apoyo en el proceso de capitalización de parte de los créditos de estas entidades financieras en compañías fuertemente apalancadas pero viables operativamente, para reestructurar su deuda y garantizar su supervivencia. N+1 y McKinsey & Co., a través de la gestora Phoenix Recovery Management, propiedad de ambos al 50%, ayudan a las entidades financieras en el proceso de incorporación de empresas al proyecto, la gestión de su participación accionarial y en la posterior desinversión o venta de dichas participaciones.

Phoenix ya ha comenzado su andadura, aplicando un procedimiento que implica siempre los mismos pasos: capitalización de deuda no sostenible; refinanciación de la deuda sostenible y otorgamiento de un mandato de gestión por parte de las entidades financieras que han recapitalizado a Phoenix Recovery Management para que sea esta sociedad la que gestione la participación empresarial.

Para las compañías, el Proyecto Phoenix aporta ventajas indudables. Por una parte, permite a los gestores concentrarse en la gestión del negocio, sin preocuparse permanentemente por la gestión del balance y el apalancamiento. Por otra, al convertirse en accionistas, alinea el interés de las entidades financieras con el de los accionistas de la empresa capitalizada. Finalmente, supone un fuerte apoyo a la gestión, que puede beneficiarse de la experiencia, conocimientos y red de contactos del equipo de la Gestora y de sus socios.

Por su parte, para las entidades financieras el Proyecto Phoenix también aporta ventajas. Por una parte, maximiza el potencial valor de recuperación de la nueva inversión al alejar el escenario de liquidación y abrir la posibilidad de participar del éxito futuro a través de la desinversión, encomendada a Phoenix en el contrato de gestión. Además, el otorgamiento de la gestión de las participadas a un tercero independiente como Phoenix, da argumentos de peso para defender la no consideración de las entidades financieras como personas especialmente relacionadas con el deudor a la hora de apreciar la presunción iuris tantum establecida en los procesos concursales, aún con la mayor protección otorgada por el RDL 4/2014. Finalmente, la presencia de la Gestora da confianza de que se implementarán los planes de negocio definidos y se ejecutarán las medidas necesarias para asegurar la viabilidad de la empresa de las compañías a medio plazo.

En resumen, la nueva regulación de las capitalizaciones de deuda en los procesos de reestructuración empresarial establecida por el RDL 4/2014 está permitiendo que a día de hoy los procesos de reestructuración financiera sean más profundos y saneen realmente

la situación financiera de las empresas, lejos de situaciones del pasado caracterizadas por procesos de refinanciación que se limitaban a retrasar en el tiempo el efecto letal de situaciones de deuda insostenibles en el corto y largo plazo.

Al igual que con el mercado continuo, las entidades de capital riesgo también pueden utilizar el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para sus operaciones de inversión, continuidad y desinversión. Estudiar estas relaciones es el objetivo del trabajo La relación entre el capital riesgo y el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que firma Juan Sainz de los Terreros, director general de la asociación de empresas del mercado, AEMAB.

Como es sabido, el MAB es un Sistema Multilateral de Negociación dirigido y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No es, por tanto, un mercado secundario oficial, sino un sistema organizado de negociación especialmente diseñado para la contratación, liquidación y compensación y registro de acciones de empresas de reducida dimensión que buscan expandirse beneficiándose de las ventajas de financiación, visibilidad, liquidez y valoración que ofrece el mercado. El MAB es una herramienta más de diversificación de las fuentes de financiación de las empresas en expansión, que debe contribuir a reducir el excesivo peso de la banca en la financiación del tejido empresarial español.

La relación entre el MAB y la industria del capital riesgo, tiene su campo de actuación básico en dos de los segmentos que componen el MAB, el segmento de Empresas en Expansión y el de Entidades de Capital Riesgo. Este último, que ofrece a las entidades de capital riesgo la posibilidad de cotizar en un mercado, se estableció en el año 2007 con la finalidad de popularizar la inversión en el sector entre los inversores institucionales y particulares, a través de la transparencia y liquidez de la cotización pública. Sin embargo, en la práctica el mecanismo no ha sido utilizado y, a la fecha, únicamente una empresa, BBVA Capital Privado, FCR, cotiza en este segmento del MAB.

En lo que respecta al segmento de empresas en expansión, en el que cotizan 34 compañías, J. Sainz de los Terreros nos presenta una realidad, que sin ser especialmente brillante, sí permite bosquejar los distintos usos que la industria del capital riesgo ha hecho de las posibilidades del mercado. Por ejemplo, si bien no se ha producido hasta la fecha ningún proceso desinversor del capital riesgo a través de la cotización en el MAB de la sociedad invertida, sí se han producido casos en los que una empresa cotizada en el MAB compra una participada de una entidad de capital riesgo, permitiendo su desinversión. En 2016, Bionaturis, cotizada en el MAN, adquirió Zera Interin Protein Solutions, SL, de la que desinvertió Inveready Biotech II, SCR, SA.

En otras situaciones, las entidades de capital riesgo han elegido cotizar en el MAB su participada sin desinvertir de ella. Gigas Hosting debutó en el MAB en 2015 sin que las tres sociedades de capital riesgo presentes en su accionariado, Caixa Capital, Bonsai Venture Capital y Cabiedes&Partners, desinvirtiesen en el proceso. Finalmente, también hay ejemplos de situaciones en las que la inversión de una entidad de capital riesgo se dirige a una empresa que ya cotiza en el MAB. Así, en 2014 N+1, a través de su fondo QMC II Iberian Capital Fund, acudió a una ampliación de capital de la empresa Eurona, convirtiéndose en su primer accionista con el 9% del capital.

Como conclusión, si bien la reducida liquidez del Mercado Alternativo Bursátil no favorece un desarrollo intenso de su relación con la industria del capital riesgo, empiezan a verse situaciones que auguran una colaboración más estrecha en todas las etapas de la inversión de la industria en las empresas.

El Anuario culmina con una Cuarta Parte, que recoge el informe sobre *"El Mercado de Capital Riesgo en España, 2015"*, elaborado por Miguel Recondo Zabala y Rodrigo Recondo Porrúa, director general y presidente del Instituto de Capital Riesgo, respectivamente. Este informe, iniciado en el Anuario del año pasado, y que recoge el contenido de los Boletines de Operaciones trimestrales publicados por la *Revista Española de Capital Riesgo*, constituye la información más completa, detallada y amplia que existe sobre toda la actividad de la industria de capital riesgo en España durante el año, con especificación de operaciones, fechas, intervinientes y asesores. Se trata de la herramienta de elección para todos cuantos se interesen por la práctica de la industria del capital riesgo en España en el año 2015.

