

Evolución del capital riesgo en la economía española

Irene Peña y Pablo Mañueco*

El capital riesgo favorece un mayor dinamismo y una mayor innovación en el tejido empresarial. Aunque se trata de un instrumento de larga tradición, su desarrollo en España ha sido más tardío como consecuencia tanto de factores culturales como específicos relacionados con la creación de un marco normativo que facilitara e impulsase su desarrollo. Con unos orígenes ligados al sector público, enfocados en facilitar la inversión en pymes, el capital riesgo ha ido evolucionando hasta tener en la actualidad una presencia mayoritaria de inversores privados y un creciente protagonismo de fondos internacionales. En un contexto de crecimiento económico, esta capacidad para atraer inversión ha favorecido que sus niveles hayan crecido en los últimos años hasta registrar máximos históricos en 2017. Además, la existencia de condiciones de financiación favorables, tanto por entidades bancarias como por financiadores tradicionales, estaría incentivando el cierre de operaciones.

La actividad de capital riesgo se encuentra regulada en España desde 1986, aunque no es hasta 1999 cuando se desarrolla un marco jurídico específico para las entidades que desarrollan esta modalidad de financiación para las empresas. Posteriormente, en los años 2005 y 2014, el marco normativo del capital riesgo se ha ido renovando y flexibilizando con el fin de corregir las carencias en su pauta de crecimiento.

Las entidades de capital riesgo (sociedades o fondos de capital riesgo) son vehículos de inversión cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria. Para el desarrollo de

su actividad, las entidades de capital riesgo pueden, asimismo, facilitar tanto préstamos participativos como otras formas de financiación a sus participadas y realizar actividades de asesoramiento.

Esta vía de financiación ofrece soluciones flexibles a las compañías, aportando capital para dar cumplimiento a sus planes de crecimiento estratégico, desarrollar nuevos proyectos de carácter innovador, realizar adquisiciones corporativas o reequilibrar la posición patrimonial. Además, el inversor del capital riesgo suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente a terceros y ofreciendo su experiencia, asesoramiento y contactos.

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

El desarrollo del capital riesgo se puede medir a partir de tres magnitudes principales que definen su actividad y que son: los volúmenes de inversión, los niveles de captación de nuevos recursos (*fundraising*) y los niveles de desinversión registrados en el periodo.

Inversión

Atendiendo a la evolución de la inversión, se pueden distinguir cuatro grandes etapas del capital riesgo en nuestro país. En primer lugar, el periodo 1986-1999 de desarrollo, que culmina con la creación de un marco jurídico completo para la actividad de capital riesgo y en el que la inversión registra unos niveles de actividad muy reducidos y prácticamente circunscritos a la inversión pública.

A continuación sigue el periodo de despegue, 2001-2007, con un fuerte crecimiento de la actividad inversora, especialmente a partir de 2005, cuando el buen momento del ciclo económico y una nueva reforma de la normativa, favorecen unos niveles de inversión anuales que se sitúan por encima de los 4.000 millones de euros.

En el periodo 2008-2013 la recesión económica afectó notablemente a la industria, reduciéndose de manera drástica los niveles de inversión y de captación de fondos. Tal y como se verá más adelante, el menor dinamismo inversor en estos años se explica también por el retraso en las estrategias de salida de muchos fondos a la espera de una reversión del escenario de crisis.

Y, por último, el periodo 2014-2017 (presente) de recuperación del crecimiento, periodo que comenzó con una nueva revisión del marco que regula el capital riesgo dirigido a fomentar una mayor captación de fondos y a un crecimiento equilibrado del sector impulsando las operaciones en empresas en fase de desarrollo (capital semilla o *venture capital*) y que ha concluido, por el momento, con un año 2017 récord para el capital riesgo, con un volumen de inversión próximo a los 5.000 millones de euros.

Varios son los factores que explican esta evolución tan positiva de la inversión en los años recientes como son, por un lado, los bajos tipos de interés y la elevada liquidez que, en un contexto económico positivo, han favorecido la atracción de inversores internacionales a nuestro país. Asimismo, la presencia de estos fondos internacionales ha propiciado el regreso al mercado de las grandes operaciones de más 100 millones de euros (*megadeals*), mientras que el segmento de tamaño medio o *middle market* (entre 10 y 100 millones) se ha mantenido muy activo.

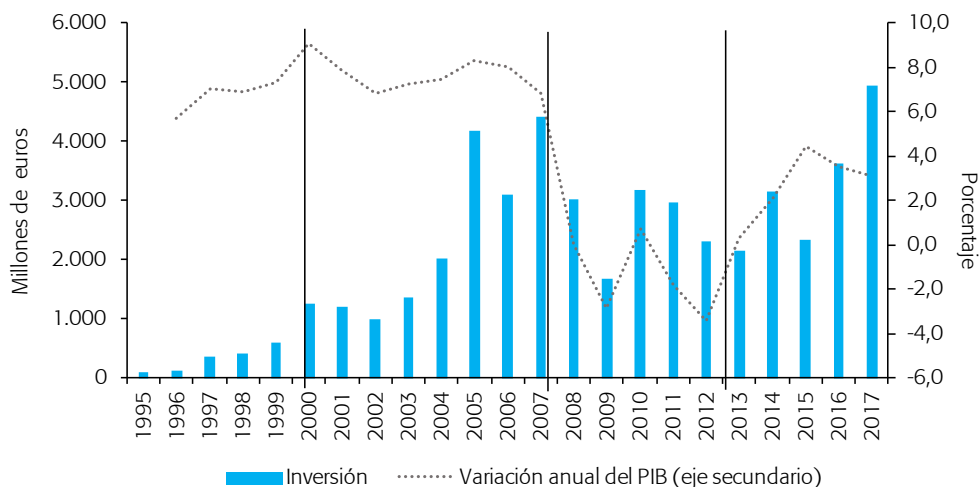
2017 fue un año récord para el capital riesgo en España, con un volumen de inversión próximo a los 5.000 millones de euros. En un escenario de crecimiento económico, los bajos tipos de interés y la elevada liquidez estarían favoreciendo la atracción de inversores internacionales.

En lo relativo a la presencia de fondos internacionales, según datos proporcionados por ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), en 2016 estos fondos representaron un 71,9% de la inversión total en España, con un volumen de inversión de 2.601 millones de euros, de los que un 75% fueron en *megadeals*, un 20% en operaciones en compañías de capitalización media y el 5% restante en operaciones de menos de 10 millones de euros. En términos de número de operaciones, no obstante, la mayor parte de las inversiones (un 82%) tuvieron un tamaño inferior al millón de euros.

Adicionalmente, parte de la evolución positiva registrada en los últimos años por el capital riesgo en España iría asociada a una mayor aceptación de esta modalidad de financiación por parte de las empresas, favorecida por la evidencia, a raíz de la reciente crisis, de la importancia de reforzar los fondos propios en el balance de las compañías con el fin de reducir su dependencia de fuentes externas de financiación. En este sentido, un estudio reciente publicado por la Universidad de Harvard (Bernstein, Lerner y Mezzanotti, 2017) parece demostrar que las compañías que se encontraron respaldadas por

Gráfico 1

Evolución histórica de los niveles de inversión



Fuentes: Elaboración propia con datos de ASCRI (varios años) y Capital & Corporate (2018).

fondos de capital riesgo recibieron mayores flujos de deuda y capital en el periodo inmediatamente posterior a la crisis y, por tanto, registraron mayores niveles de crecimiento que las compañías que no contaban con este apoyo.

En cuanto al destino de los recursos por fase de inversión, las empresas en expansión y las empresas maduras han sido tradicionalmente los principales destinos escogidos por las entidades de capital riesgo. No obstante, los fondos para capital semilla y *venture capital* han registrado un fuerte empuje en los últimos años, gracias a la recuperación de las valoraciones, el apoyo normativo a este tipo de inversiones, el interés inversor en nuevos proyectos de carácter tecnológico, y la puesta en marcha de incubadoras y aceleradoras a nivel regional y con carácter intersectorial.

Esta positiva evolución del *venture capital* es especialmente relevante en una economía como la española con una presencia mayoritaria de pymes en el tejido empresarial. A pesar de su importancia para el crecimiento económico, el acceso por parte de las pymes a la financiación es más limitado que para las grandes empresas y, tal y como se puso en evidencia recientemente, son las más afectadas en episodios de recesión económica y contracción del crédito.

Estas diferencias son más relevantes cuando se trata de empresas de nueva creación y con un carácter innovador, para las que las entidades financieras muestran una mayor aversión al riesgo. En estos casos, los fondos de *venture capital* son tradicionalmente la única opción externa de financiación para las compañías y un aliado necesario para que puedan realizar inversiones suficientes en innovación e I+D que les permitan lanzar sus productos y servicios al mercado en unos plazos suficientes para garantizar su supervivencia.

En los últimos años se observa una mayor presencia de los fondos de capital semilla y venture capital que estaría reequilibrando los niveles de inversión hacia las pymes y favoreciendo la innovación. A su vez, en 2016 ya estaban operando 25 entidades de capital riesgo pyme, figura creada dos años antes para impulsar la inversión en pymes de nueva creación.

Adicionalmente, los gestores de capital riesgo tienen una gran experiencia operativa en el desarrollo de economías de escala, cuentan con una amplia red de contactos para la búsqueda de

socios estratégicos, y proporcionan asesoramiento financiero y estratégico relacionado con etapas de inversión posteriores, lo que ayuda a acelerar la trayectoria de desarrollo de las empresas.

Según indica un estudio reciente de la Comisión Europea (2015), las pymes que se han beneficiado de la financiación del capital riesgo se han caracterizado por:

- Un mayor crecimiento en relación al experimentado por el resto de *start-ups* o pymes.
- Una mayor tasa de supervivencia y potencial de internacionalización.
- Un elevado nivel de innovación, no solo en sus productos y servicios ofertados, sino también en términos organizativos y de procesos.

Profundizando en el último punto, el capital riesgo favorece la innovación gracias a su capacidad interna para llevar a cabo actividades de I+D y para asesorar a las compañías en procesos como la implementación de patentes. Por otro lado, dentro de la estrategia de inversión de los fondos de *venture capital*, destaca el interés por las compa-

ñías de carácter innovador, de modo que el apoyo a la innovación sería, en cierto modo, intrínseco al *venture capital*.

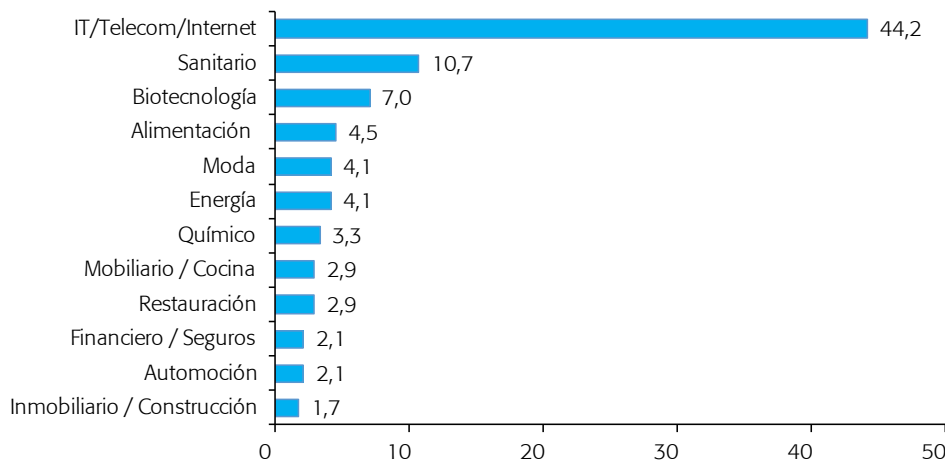
Desde un punto de vista sectorial, y considerando de nuevo el capital riesgo en su conjunto, se constata la preferencia sectorial en número de operaciones por las compañías con presencia en el sector tecnológico e Internet. Estos sectores ofrecen al capital riesgo la oportunidad de mejorar su rentabilidad y centrarse en la creación de valor empresarial. Tal y como muestra el detalle del destino de las inversiones por sectores del gráfico 2, en 2017 más de la mitad de las operaciones registradas fueron en compañías de Internet, telecomunicaciones e informática, seguidas por el sector sanitario (con un peso del 10%), la biotecnología (7%) y la alimentación (4%).

Al tratarse en su mayoría de empresas de nueva creación con reducida dimensión, la inversión unitaria en compañías de carácter tecnológico es comparativamente inferior a operaciones que se pueden dar en otros sectores. No obstante, atendiendo a la distribución de las inversiones por volumen, las compañías de comunicaciones e informática fueron en 2016 el segundo sector que

Gráfico 2

Distribución del número de inversiones en 2017 por sectores

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de Capital & Corporate (2018).

mayores niveles de inversión recibió (18% de la inversión total del año) tan solo por detrás de hostelería y ocio (25%) y seguidas de productos de consumo (10%).

Captación de recursos

En cuanto a la segunda de las magnitudes que definen la actividad del capital riesgo, y que es la *captación de nuevos recursos*, su evolución está muy ligada con las dinámicas observadas en la actividad inversora y con el ciclo de permanencia de los fondos en las compañías participadas (normalmente en torno a cinco años). De este modo, haciendo un seguimiento histórico de los niveles anuales de *fundraising*, observamos volúmenes máximos en los años 2005 y 2007 y una evolución sostenida en el periodo 2014 y 2017 (ver gráfico 3).

De este modo, en los últimos cuatro años se ha captado un total aproximado de 7.803 millones de euros, frente a los 1.447 millones en el periodo 2010-2013. En 2017, los fondos de

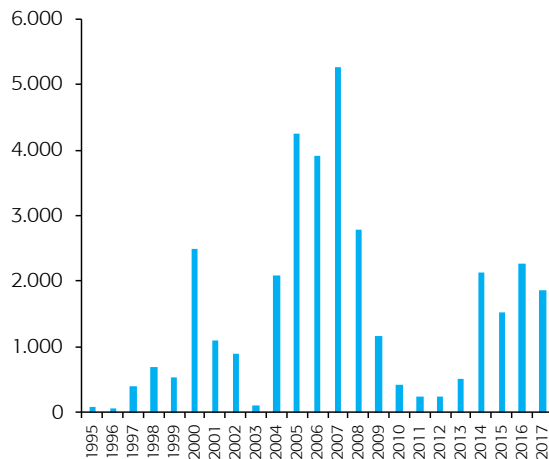
capital captaron un total de 1.861 millones de euros (2.271 millones en 2016) y con expectativas de que a lo largo de 2018 se continúen cerrando nuevos fondos, en un contexto de todavía elevada liquidez y escasa rentabilidad de los activos líquidos de renta fija, así como de mantenimiento de la confianza del inversor internacional por España.

El dinamismo en los volúmenes de financiación captados tiene su reflejo en el número de operadores. Así, según datos de ASCRI, en el periodo 2000-2007 se crearon en España 120 nuevas entidades de capital riesgo, con un total de 162 entidades de capital riesgo operando a cierre ese año. En 2016, según los últimos registros de la CNMV, el número de entidades ascendería a 292 (un 10% más que en 2015). Dentro de las nuevas entidades creadas en 2016 destaca, por un lado, la positiva evolución de los vehículos de capital-riesgo pyme (introducido en la reforma normativa de 2014) que pasaron de 14 a 25, y cuyo foco de inversión son pymes de menor tamaño y, por otro, lado, la constitución de los primeros fondos de capital riesgo europeos que se podrán comer-

Gráfico 3

Evolución histórica de los niveles de captación de nuevos recursos

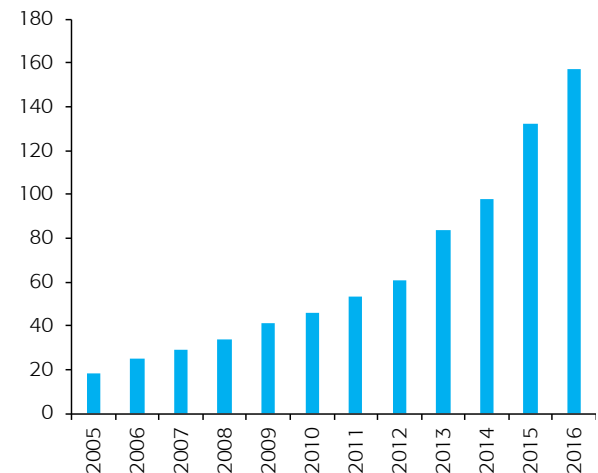
(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de ASCRI (varios años).

Gráfico 4

Número de entidades internacionales con inversión en España



Fuente: Elaboración propia con datos de ASCRI (varios años).

cializar tanto en España como en otros países de la Unión Europea.

En cuanto al tipo de entidades de capital riesgo, se observan cambios importantes en su configuración. De este modo, cuando la actividad del capital riesgo se inició en España hace 32 años, lo hizo gracias al impulso del sector público. Sin embargo, en la actualidad, la presencia de entidades de capital riesgo privadas es completamente dominante. También destaca el crecimiento sostenido de los operadores internacionales, que tal y como se muestra en el gráfico 4, no han dejado de incrementar su presencia en nuestro país.

Por último, se observa un cambio en cuanto a la tipología de contribuyentes de recursos, produciéndose un desplazamiento desde las entidades financieras, que en 1997 aportaban más del 40% de los nuevos recursos captados, hacia un modelo de financiación más diversificado, con una alta presencia de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de fondos (vehículos que no invierten directamente en las compañías, sino que compran participaciones en otros fondos).

Desinversiones

En cuanto al proceso de desinversión de estos fondos, la permanencia en las participadas se ha alargado en los últimos años, como consecuencia de los efectos de la crisis financiera, hasta llegar a unos niveles máximos históricos de siete años de permanencia media en 2016. El sector esperó una mejora en el ciclo económico que permitiera maximizar las valoraciones de salida y, de este modo, en 2014 y 2015 se registraron unos volúmenes de desinversión totales de 9.500 millones de euros, superior al acumulado de los seis años anteriores (8.592 millones). En 2017, se volvió a observar un incremento de los niveles de desinversión que, según ASCRI, alcanzaron un volumen aproximado (a precio de coste) de 3.478 millones de euros frente a los 1.851 millones registrados el año anterior (lo

que en términos relativos representa un incremento del 87,9%)

Atendiendo al mecanismo de desinversión utilizado, la fórmula más habitual de salida empleada en España ha sido tradicionalmente la venta de la compañía, ya sea a otro inversor industrial, a los propios directivos de la compañía (*management buy out*) o a otro capital riesgo, mientras que las salidas a bolsa han tenido una menor importancia. Entre los motivos para un menor recurso al mercado bursátil en nuestro país frente a otras economías, se podría destacar, por un lado, el tamaño de las compañías, en muchos casos muy reducido como para acceder al mercado continuo, y la limitada liquidez del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión.

De este modo, en las desinversiones registradas en 2016 las salidas a bolsa representaron tan solo el 14% del volumen desinvertido, mientras que un 57% de las desinversiones se correspondió con ventas privadas: un 26% a terceros, un 18% a antiguos accionistas en operaciones de recompra y un 13% a otras entidades de capital riesgo (*secondary buy-out*).

¿Burbuja en precios?

Un último aspecto relevante a comentar sobre la situación actual del mercado de capital riesgo en España es el riesgo de “burbuja” en los precios de las transacciones que algunos analistas y operadores están percibiendo en el mercado.

El fuerte aumento de la inversión, que, como hemos comentado, alcanza máximos históricos en 2017, ha creado un entorno altamente competitivo entre las entidades de capital riesgo que operan en nuestro país, que en algunos casos comienzan a sentir presión para colocar los elevados recursos captados en años anteriores. La competencia se ha intensificado además por la fuerte penetración en los últimos años de algunos de los principales fondos de capital riesgo existentes a nivel mundial, atraí-

dos por las positivas perspectivas económicas de nuestro país, y que han protagonizado algunas de las grandes operaciones cerradas en los últimos años.

En un escenario de altos precios de entrada la rentabilidad que generen los fondos a sus inversores va a depender más de su capacidad para incrementar los beneficios de las empresas participadas que del aumento de los múltiplos que puedan lograr en sus desinversiones.

Además, la existencia de unas condiciones de financiación muy favorables por parte de las entidades bancarias (en importe, plazo, coste y garantías) y la aparición en el mercado de financiadores alternativos, también han incentivado el cierre de operaciones, produciéndose un crecimiento de las compras apalancadas, llegándose a niveles de endeudamiento más elevados que en años anteriores.

Esta presión competitiva se ha observado en numerosas transacciones acaecidas en el mercado en los últimos meses, registrándose procesos de subasta entre las entidades, que han terminado derivando en el pago de unos múltiplos de valora-

ción claramente por encima de los registrados en pasados ejercicios.

En este escenario de pago de altos precios de entrada se hace, si cabe, más necesaria la habilidad de los gestores de las entidades para contribuir a la mejora de la gestión de las compañías, pues la rentabilidad que generen los fondos a sus inversores va a depender más de su capacidad para incrementar los beneficios de las empresas participadas que del aumento de los múltiplos que puedan lograr en sus desinversiones.

Referencias

- ASCRI (varios años), *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity*.
- BERNSTEIN, S.; LERNER, J., y F. MEZZANOTTI (2017), *Private Equity and Financial Fragility during the Crisis*, Harvard Business School.
- CAPITAL & CORPORATE (2018), *Newsletter*, febrero.
- COMISIÓN EUROPEA (2015), *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds*, octubre 2015.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2016), *Informe Anual del la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación*.