



Universidad Miguel Hernández

Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas de

Orihuela

Curso de adaptación al Grado en Administración y

Dirección de Empresas

Trabajo Fin de Grado

El estudio de la evolución de las empresas de capital riesgo: análisis de su relación actual y potencial con las PYMES.

Curso académico 2014/2015

ÍNDICE

1. OBJETIVOS E HIPOTESIS DEL TRABAJO	3
2. METODOLOGÍA	4
3. INTRODUCCIÓN	4
4. DEFINICIÓN: ¿QUÉ SON LAS EMPRESAS DE CAPITAL RIESGO?	6
4.1 TIPOS DE EMPRESA Y DE INVERSIÓN	
4.2 EL PLAN DE NEGOCIO	
4.3 LA IMPORTANCIA DE LOS ASESORES EN EL CAPITAL RIESGO	
4.4 IMPACTO EN LAS EMPRESAS Y EN LA ECONOMIA	
5. EL ORIGEN DEL CAPITAL RIESGO	12
6. EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA	14
6.1 MARCO LEGAL EN ESPAÑA	
6.2 EMPRESAS DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA	
7. CASOS DE ÉXITO	22
7.1 CASOS DE ÉXITO A NIVEL MUNDIAL	
7.2 CASOS DE ÉXITO EN ESPAÑA	
8. FRACASOS	24
9. ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN	24
9.1 CONFLICTOS Y LA FIGURA DE LOS BUSINESS ANGELS	
9.2 CROWDFUNDING	
9.3 FINANCIACIÓN TRADICIONAL: PRÉSTAMO Y CREDITO BANCARIO	
9.4 MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)	
9.5 LEASING Y RENTING	
9.6 SUBVENCIONES	
9.7 PRESTAMOS PARTICIPATIVOS	
10. EL EMPRENDEDOR, EXPERIENCIAS PERSONALES	29
10.1 PERFILES Y METODOLOGÍA	
10.2 EMPRESARIOS EN BUSCA DE FINANCIACIÓN	
10.3 EMPRESARIOS CON EXPERIENCIA EN OPERACIONES CR	
11. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS	35
12. BIBLIOGRAFÍA	37

RESUMEN

El proyecto pretende hacer un estudio de las empresas de capital Riesgo, sus orígenes y su evolución. También conocer la figura de las PYMES (Pequeña y mediana empresa, atendiendo a diversos criterios), y sus problemas de financiación, y ver si ambas cosas pueden ser compatibles.

Una definición ligera de las empresas de capital riesgo sería que es una sociedad especializada o no, que aporta capitales a una empresa, generalmente pequeña o mediana empresa, sin la intención de que sea una inversión permanente, sino temporal, pretendiendo obtener una plusvalía al final de la operación, añadiendo valores añadidos a parte del capital.

Existen dos tipos de empresas de capital riesgo, las sociedades de capital riesgo o las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y la inversión en capital riesgo suele catalogarse en relación a la etapa de crecimiento o desarrollo de la empresa o proyecto a la que se dirige.

La importa de las empresas de capital riesgo es alta, ya que existen varios estudios que concluyen que el Capital Riesgo produce un impacto positivo en las empresas y en la economía en términos de mayor crecimiento, creación de empleo, mayores exportaciones, incremento de la productividad y mayor inversión en Investigación y Desarrollo.

Este tipo de empresas tuvieron su origen en EEUU después de la segunda guerra mundial y su importancia fue creciendo cada década, en España, sus orígenes se remontan a los años 70, y mediante a iniciativa pública, su importancia, aunque considerable, ha sido mucho más modesta, aun así, han surgido empresas nacionales que se dedican a esto, y sus operaciones y beneficios son positivos.

El buen hacer con este tipo de empresas ha hecho que se hayan dado muchos casos de éxito, tanto a nivel mundial como nacional, donde tanto las empresas receptoras como las empresas de capital riesgo han salido ganando (WhatsApp, Facebook, famosa...)

También se han dado casos negativos, tanto para el fondo inversor, como para la empresa que obtiene la financiación, en realidad, incluso en los casos donde se da una operación positiva, muchas veces, hay otra empresa de capital riesgo que salido perdido en algún aspecto, ya sea por una mala planificación (sobredimensionando la valoración de la empresa o su potencial)

cuando hizo la inversión, o por no haber invertido en el momento adecuado. (Caso de PANRICO)

Las pymes también tienen varias alternativas de financiación, con sus ventajas y desventajas como pueden ser: BusinessAngels, financiación tradicional, préstamos participativos, subvenciones, MAB, crowdfunding o leasing y reting.

Con el fin de aproximarse de una manera más personal y cercana a experiencias tanto de estos emprendedores en busca de financiación, como aquellos que ya han tenido experiencias con el capital riesgo, considero interesante estudiar y analizar diversas entrevistas con los mismos, obtenidas por medio de las fuentes secundarias.

En el caso de empresarios en búsqueda de financiación, es una nota común la dificultad que tienen a la hora de encontrarla, y además ponen de manifiesto que en caso de encontrarla es cara. Como nota positiva hablan de los nuevos eventos organizados para poner en contacto a empresarios e inversores.

Respecto a empresarios que han participado en empresas de capital riesgo, dan su punto de vista en diferentes situaciones que se han producido, en general, quedan bastante satisfechos con las operaciones, pero critican la falta de flexibilidad de las empresas de capital riesgo, así como su falta de conocimientos aplicados en el propio negocio.

Como conclusiones, en el caso de la rentabilidad para los inversores, en el sector del Capital riesgo predominan las rentabilidades medias muy mediocres, muy alejadas de la supuesta rentabilidad media que debería obtener un inversor por el riesgo que está asumiendo.

En el caso de las empresas de capital riesgo, estas empresas hacen su negocio, y quizás necesiten un cambio, en el sentido de acercarse más a la realidad de la empresa, sin dejar su perspectiva financiera, pero intentando comprender más y mejor a sus socios industriales, y teniendo más flexibilidad a los atrasos del plan de negocio producidos por cambios en situaciones que puedan surgir.

1. OBJETIVOS E HIPÓTESIS DEL TRABAJO

Esta investigación está motivada por el interés de conocer un poco mejor a las empresas de capital riesgo, conocer sus orígenes y su posterior introducción en España, a su vez, nos interesa en papel de las PYMES en España, y de sobra son conocidos sus problemas de financiación, por lo que considero muy interesante intentar relacionarlas.

Para conseguir este objetivo considero desglosar lo que es una empresa de capital riesgo, sus actividades en España y en el mundo, conocer su marco legal, y la teórica dificultad para llegar hasta ellas adecuadamente.

Las PYMES tienen varias posibilidades para financiarse, considero importante hacer una valoración de las alternativas que tienen y estudiar cómo se han financiado hasta ahora.

El objetivo principal de este proyecto es conocer un poco más de cerca a las empresas de capital riesgo, ver sus orígenes, su evolución y su estado actual y su adecuación como vehículo de financiación para las PYMES.

El estudio de las alternativas que tienen las PYMES, así como el ya mencionado análisis de las empresas de capital riesgo, podría dar lugar a unas interesantes respuestas a los diversos interrogantes.

- ¿Qué son las PYME exactamente? ¿Cuál es su importancia?
- ¿Es aconsejable el hecho de que las PYMES busquen financiarse a través de las empresas de capital riesgo?
- ¿Son tan rentables las empresas de capital riesgo como parece desde fuera? ¿Tienen una evolución positiva? ¿Realizan muchas inversiones en España?
- ¿Ha habido operaciones previas entre empresas de capital riesgo y PYMES en España? ¿Han sido exitosas o han sido fracasos?
- ¿Son conocidas para los empresarios las empresas de capital riesgo?

2. METODOLOGÍA DEL TRABAJO

Como justificación teórica y práctica, se procederá a estudiar y analizar diversas entrevistas personales, tanto de emprendedores en busca de financiación, como de aquellos que ya han tenido experiencias con el capital riesgo, la información es obtenida mediante las fuentes secundarias. Esto se hace con el fin de aproximarse de una manera más personal y cercana a experiencias y vivencias de los empresarios.

Se procede a seleccionar empresarios originarios de diferentes tipos de empresas, y con diversos perfiles con el fin de obtener unas respuestas lo más diversas posibles.

Más adelante, mediante el análisis de las respuestas, clasificándolas y comparándolas entre ellas, podremos redactar una serie de conclusiones acerca de la postura y las experiencias vividas, tanto en su búsqueda de financiación, como en su relación con las empresas de capital riesgo. A partir de estos datos se procederá a elaborar un informe, clasificado en función de diversas cuestiones de importancia.

3. INTRODUCCIÓN

La economía sufrió una crisis económica a nivel mundial en 2008 de la cual aún no se ha recuperado actualmente, esta gran recesión ha afectado al mundo no solo a nivel económico y financiero, sino también social, causando un fuerte impacto en la población.

Uno de los numerosos problemas surgidos a raíz de esta crisis bancaria y de deuda es el de la financiación de las PYMES, haciendo muy difícil el acceso al crédito bancario por parte de estas empresas, estableciendo unos costes de financiación difícilmente asumibles. En general, los casos de éxito en el ecosistema español se han caracterizado por ser “startups” que no han necesitado grandes rondas de financiación y estas pequeñas fuentes de financiación venían de pequeños inversores

La pequeña y mediana empresa, conocida también por el acrónimo PYME, es una empresa con características distintivas, y tiene dimensiones con ciertos límites ocupacionales y financieros

prefijados, una Pyme es la unidad económica con personalidad jurídica o física que reúna los siguientes requisitos:

Tipo de empresa	Empleados		Facturación (Millones de euros)		Total de Balance (Millones de euros)
Microempresa	< 10	Y	≤ 2	o	≤ 2
Pequeña empresa	< 50	Y	≤ 10	o	≤ 10
Media empresa	< 250	Y	≤ 50	o	≤ 43

Tabla 1: Clasificación PYMES

España cuenta con un gran número de PYMES, que suponen un gran porcentaje del PIB y del empleo del estado, por lo que son la una factor importante del tejido productivo del país, mayor que el de otros países de la eurozona. A pesar de esto, flaquean en productividad, tamaño e internacionalización, y los recursos generados al desarrollar su propia actividad, esto es, la autofinanciación, no son suficientes para cubrir sus necesidades financieras.

Por tanto, deben acudir a los mercados financieros en busca de fuentes de financiación externa por lo que el difícil acceso al crédito ha desembocado en dos escenarios: el primer escenario es la desaparición de muchas empresas, incapaces de financiarse, y el segundo escenario, la entrada en escena de alternativas a la financiación bancaria, como las empresas de capital riesgo u otras alternativas, que se estudiarán más adelante.

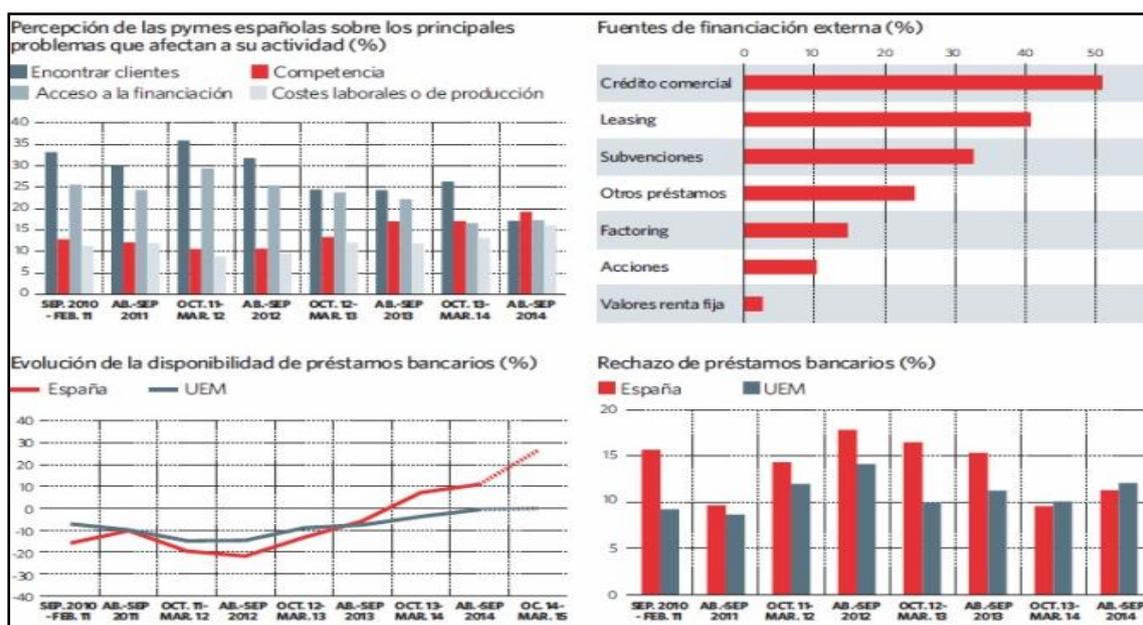


Figura 1: Problemas de las PYMES (El economista).

A pesar de ser una alternativa sólida a la financiación tradicional, no se suelen ser usadas excesivamente, ya que normalmente son desconocidas para el gran público, o en caso de conocerse, no generan la suficiente confianza para los empresarios.

Este proyecto va a tratar del estudio de las empresas de capital riesgo, definiendo inicialmente cuál es su objeto, análisis de su impacto en la economía española, y estudio de casos de éxito y fracaso, así como los puntos de vistas de empresarios e inversores.

4. DEFINICIÓN: ¿QUÉ SON LAS EMPRESAS DE CAPITAL RIEGO?

Según la LEY 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras en España, las entidades de capital-riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de Valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

A nivel general (aunque en España se suele tomar como una única cosa) hay dos tipos de capital riesgo: "Private equity", donde se invierte en empresas ya asentadas en el mercado

pero que no cotizan, y tienen la necesidad de capital para una operación en concreto, como por ejemplo, afrontar una compra de otra empresa; y el “Venture Capital”, donde invierten en negocios que están empezando su actividad, pero no en cualquiera, sino en aquellas ya algo maduras y que hayan validado su modelo de negocio y necesitan capital para proseguir con su actividad, aunque no se suele hacer la inversión de golpe, sino que se hacen en inversiones sucesivas.

Por tanto, una empresa de capital riesgo es una sociedad especializada o no, que aporta capitales a una empresa, generalmente pequeña o mediana empresa, (sociedad receptora o participada), sin la intención de que sea una inversión permanente, sino temporal, pretendiendo obtener una plusvalía al final de la operación. La sociedad inversora no solo aporta capital sino que ofrece un valor añadido participando activamente en la toma de decisiones de la empresa receptora, formando parte de su consejo de administración, realizando labores de asesoramiento en materias como decisiones estratégicas, contratación de personal, o poniendo a disposición contactos de alto valor para la empresa receptora.

Para la empresa receptora, la inversión por parte de la empresa de capital riesgo crea una percepción de éxito, de cara a clientes y proveedores. Sus principales características son:

- Dirigido principalmente a las PYMES, por su difícil acceso al crédito y el riesgo que conllevan sus proyectos.
- La Sociedades de capital riesgo asumen un alto riesgo, mayor que el del resto de actividades de financiación, incluidas entidades bancarías.
- Obtienen participaciones minoritarias pero significativas, su aportación se basa principalmente en la labor de apoyar y profesionalizar.
- La sociedad inversora puede realizar su inversión o participando en el capital social de la empresa o con la adquisición de otros instrumentos de su patrimonio.
- Se podría resumir que la empresa de empresa de capital riesgo debe aportar: Recursos, profesionalización, experiencia y credibilidad al proyecto.

4.1 TIPOS DE EMPRESA Y DE INVERSIÓN

Existen dos tipos de empresas de capital riesgo, las sociedades de capital riesgo o las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo. Las primeras son sociedades anónimas

que realizan las actividades de inversión propias de este tipo de empresa que acabamos de nombrar anteriormente.

Las sociedades gestiones de entidades de capital riesgo, son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital Riesgo y de activos de Sociedades de Capital Riesgo. Están formadas por especialistas con experiencia y prestigio, dedicados a promover, gestionar y desarrollar las actividades que contempla su objeto social, a cambio de una cantidad fija más una participación en las plusvalías realizadas en la desinversión.

La dirección y administración de los Fondos de Capital Riesgo se regirá por lo dispuesto en el Reglamento de gestión de cada Fondo, debiendo recaer necesariamente en una Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo o en una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva.

La inversión en capital riesgo suele catalogarse en relación a la etapa de crecimiento o desarrollo de la empresa o proyecto a la que se dirige:

- **Capital semilla:** Inversión en empresas recién fundadas y que están empezando o aún no han empezado su actividad empresarial, y todo está en un proceso de definición. Suele requerir una menor necesidad de capital ya que su función es cubrir los gastos preliminares.
- **Capital para puesta en marcha:** Empresas que aún no han comenzado en proceso productivo y por lo tanto no tienen beneficios, suelen tener un periodo de maduración largo.
- **Capital expansión:** Se da en empresas con recorrido y buscan crecer, ya sea en su mercado habitual, o introducirse en un nuevo mercado. En este tipo de inversión se reduce la incertidumbre respecto a los dos anteriores, ya que existe un recorrido previo de la empresa, aun así, el riesgo sigue siendo alto.
- **Adquisición con apalancamiento financiero:** Se adquiere una empresa, la cual encuentra en fase de madurez, generando beneficios estables y atractivos, para ello a parte del capital propio se suele utilizar capital externo (como deuda bancaria), este tipo de operación es la que menor riesgo conlleva. Esta operación se puede dar de diferentes formas :
 - **Management Buy-out (MBO):** La adquisición de la empresa se da por parte de directivos ya pertenecientes a la empresa.

- **Management Buy-in (MBO):** La adquisición de la empresa se da por directivos ajenos a la empresa.
- **Buy-in Management Buy-out (BIMMBO):** La adquisición de la empresa se da por parte tanto de directivos pertenecientes a la empresa como ajenos a ella.
- **Capital de reestructuración:** Se da en empresas con malos resultados durante un periodo de tiempo y que necesita el capital para una re-orientación de actividad empresarial.

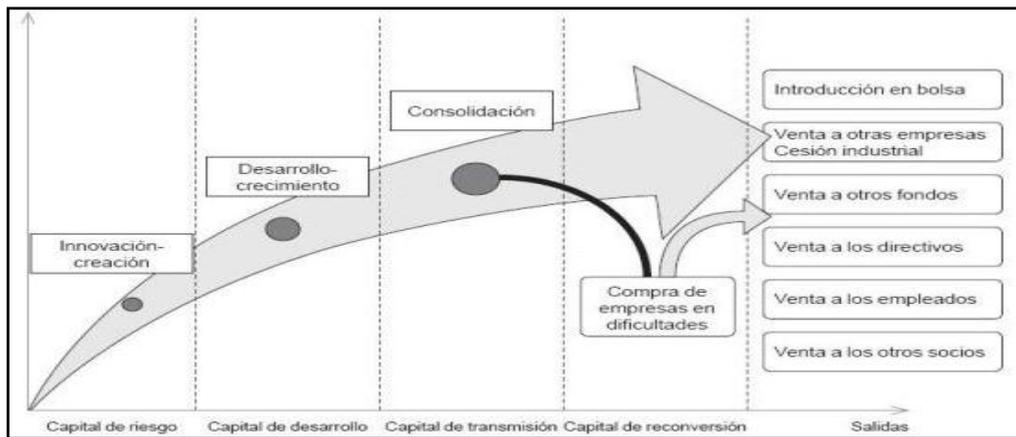


Figura 2: El capital de inversión en el ciclo de vida de las empresas (AFIC).

Como empresas de inversión, buscan la mayor rentabilidad posible y la desinversión en un espacio temporal adecuado. Esta rentabilidad puede obtenerla mediante dividendos mientras forman parte de la empresa, o como la mencionada plusvalía cuando se vende la participación, en este último caso entra en juego el haber comprado a buen precio, haber aumentado el valor de la empresa, y haber vendido a un precio superior. Se podría decir que en la fase de desinversión, se tienen tres opciones para desinvertir: vender la empresa a otra empresa de capital riesgo, buscar un comprador industrial o sacarla a Bolsa.

La sociedad inversora no busca empresas ni sector tipo a la dirigirse o que sea más propicio para este tipo de inversión, sino que busca una **“inversión atractiva”**, aunque si intentan respetar una serie de parámetros:

- Sector dinámico y atractivo.
- Alto potencial de crecimiento.
- Ventajas competitivas respecto a la competencia.
- Bajo nivel de endeudamiento.
- Rentabilidad futura basada en generar cash-flows estables.

Las inversiones, no suelen realizarse en una única ronda, sino que suelen realizarse en diversas rondas a lo largo del tiempo, con la intención de que a lo largo de su estancia en la empresa receptora, esta no se quede sin recursos.

4.2 EL PLAN DE NEGOCIO

En el anterior punto, comentaba brevemente una serie de factores que las empresas de capital riesgo tenían para decidir si finalmente invertían en un proyecto o no, pero para cumplir esos requisitos, se necesita que haya un contacto entre las empresas. Con el objeto de valorar el “potencial” de la empresa, esta debe elaborar un plan de negocio, que consiste en la descripción detallada de la empresa y el estudio de sus previsiones. Este documento debe adaptarse a la madurez que tenga la potencial empresa participada, pero en líneas generales debe cumplir:

- Un documento escrito que identifica, describe y analiza una oportunidad de negocio.
- Examina la viabilidad técnica, económica y financiera.
- Desarrolla todos los procedimientos y estrategias necesarias para convertir la citada oportunidad de negocio en un plan de empresa concreto. (En el caso de empresas en sus inicios)
- Recogen, de forma ordenada y coherente, los objetivos y las estrategias a realizar.
- Actividades a realizar y también un fuerte énfasis en factor temporal.

Por lo tanto este plan de negocio debe:

- Comprobar la coherencia del proyecto.
- Establecer objetivos y planificar su consecución.
- Evaluar el progreso del proyecto empresarial para la toma de decisiones.

A nivel de elaboración del plan del negocio, se debe tener en cuenta:

- **Claridad:** la información y redacción ofrecida debe ser clara, concisa, veraz y comprobable.
- **Actualidad:** el plan deber ser un documento que recoja información y datos recientes.
- **Globalidad:** el plan de empresa abarcará todas las áreas de la actividad empresarial, con el fin de que el mismo sea completo.
- **Lenguaje comprensible:** se debe utilizar un lenguaje que sea inteligible para diferentes tipos de lectores (inversores, bancos, proveedores, técnicos, etc.). Se debe realizar un

especial esfuerzo para acercar la terminología a un lenguaje comprensible para todos los colectivos interesados.

De acuerdo a un informe de la OCDE entre las principales causas de rechazo de proyectos se pueden destacar:

Causa	Porcentaje
Equipo directivo	70%
Proyecto no incluido en sectores de interés	20%
Pobreza del Plan de negocio presentado	13%
Inviabilidad del proyecto	12%
Mercado insuficiente/incierto	9%
Rentabilidad insuficiente	7%
Falta de originalidad	6%

Tabla 2: Causas rechazo proyectos en CR

4.3 LA IMPORTANCIA DE LOS ASESORES EN EL CAPITAL RIESGO

Los Asesores juegan un papel muy importante en las operaciones de Capital riesgo, haciendo el papel de intermediarios, tanto en la búsqueda, como en la negociación y cierre de las operaciones además de la posterior desinversión, ayudando a la empresa receptora también los trámites referentes a la operación.

Estas son operaciones con complejas y es recomendable tener asesoramiento financiero, legal y fiscal para completar una entrada de una entidad de Capital riesgo de la manera más segura posible.

La función del asesor financiero es proveer asesoramiento imparcial y profesional, independiente de las entidades de Capital riesgo y sus propios asesores. Las actividades precisas de este asesoramiento variarán en función de la situación.

4.4 IMPACTO EN LAS EMPRESAS Y EN LA ECONOMIA

Existen varios estudios que concluyen que el Capital Riesgo produce un impacto positivo en las empresas y en la economía en términos de mayor crecimiento, creación de empleo, mayores exportaciones, incremento de la productividad y mayor inversión en investigación y desarrollo.

La primera aproximación a este tema se efectúa en Estados Unidos en 1982 en un estudio realizado por "Venture Economics Inc" para la oficina general de contabilidad americana, donde una de sus conclusiones más interesantes era que el un gran porcentaje de las mejores empresas que han sido financiadas por Capital riesgo pagarían unos 10.000 millones de dólares de impuestos en 1989 y habrían creado 1,9 millones de empleos.

El más reciente en Estados Unidos, realizado por DRI-WEFA (2002) concluyó que, en promedio, las compañías que han recibido capital riesgo han doblado sus ventas, pagado el triple de impuestos y han invertido el triple en I+D que las compañías sin este tipo de financiación.

En Europa también se han realizado algunos estudios que demuestran el impacto positivo de este tipo de financiación en el tejido empresarial. Según estudios realizados por la "European Venture Capital Association" (EVCA), en el periodo de 1991 a 1995, las compañías europeas que han recibido estas inversiones han crecido a un ritmo del 35% anual, que es más del doble de las más importantes empresas del continente.

Asimismo, la creación de empleo aumentaba un 15% anual comparado con el 2% de las top compañías Europeas y la exportación aumentaba 30% anual.

5. EL ORIGEN DEL CAPITAL RIESGO

El capital riesgo tuvo su origen en Estados Unidos, La primera empresa moderna de capital riesgo **American Research and Development (ARD)**, no surgió hasta después de la Segunda Guerra Mundial. Se creó en 1946 con el propósito de comercializar las tecnologías desarrolladas durante la guerra, en particular innovaciones llevadas a cabo por el Instituto Tecnológico de Massachusetts. Este fondo tuvo mucho éxito, sobretodo en su inversión en la "Digital Equipment Company", en la que habiendo invertido 70.000 \$, consiguió hacer crecer hasta un valor de 355 millones de dólares. Cabe recordar que la gran mayoría de aportaciones del fondo fueron a título personal.

Las sociedades de capital riesgo fueron una minoría durante los 60 y los 70. La mayoría eran fondos cerrados o pequeñas compañías inversoras. El flujo anual de dinero entrante en los

fondos durante estos años nunca sobrepasó los pocos millones de dólares, los primeros flujos comenzaron a darse a finales de los 70 y primeros años de los 80.

Su posterior desarrollo, se debió en parte a en 1979, la revisión de la ley que prohibía a los fondos de pensiones invertir en cualquier tipo de producto de riesgo. Anteriormente, el conocido como Employee Retirement Income Security Act, lo impedía. Esto provocó una gran entrada de dinero, en comparación con los primeros años del capital riesgo. Para poner un ejemplo, en 1978, cuando la inversión alcanzó los 481 millones de dólares, sólo un 15 % provenía de los fondos de pensiones. Ocho años más tarde, en 1986, alcanzando más de 3 billones invertidos, más de la mitad de estos se conseguían a través de fondos de pensiones.

La actividad inversora creció rápidamente en los 80, y consiguió mantenerse así hasta el final de la década. Ya en los 90, pese a tener un comienzo no muy bueno, se experimentó otro salto en el volumen de aportaciones, llegando a sobrepasar los 4 billones de dólares. Hasta este punto podríamos decir que estamos en una etapa de pre-boom.

Durante los 90, la industria del capital riesgo se volvió muy atractiva para muchos de los participantes del mercado. Inversores, asesores, gestores, etc. Por aquel entonces se produjo una sobreinversión en varias industrias y una entrada de capitalistas inexpertos. Como irremediable consecuencia, muchas inversiones no fueron tan rentables como se esperaba, y muchos inversores decepcionados fueron retirando los fondos buscando otro tipo de inversión.

Aun así, el sector fue creciendo, animado por un mercado bursátil en aumento, lo que facilitaba las posteriores desinversiones de las empresas invertidas mediante las OPV (Oferta pública de venta). Hacia finales de los 90, las empresas tecnológicas experimentaron un gran crecimiento, y el capital riesgo no se quedó impasible. El mercado bursátil experimentó un crecimiento extraordinario, y con ello alentó a muchos gestores a invertir en fondos de capital riesgo. El efecto llamada también provocó que se crearan gran cantidad de empresas tecnológicas, que se obtuvieron financiación con aportaciones iniciales de capital riesgo.

Esto, unido al nacimiento de Internet tal y como lo conocemos, hizo que todas las miradas se dirigieran hacia la tecnología, el hardware y el software y también se crearon muchos fondos públicos. Alrededor del año 2000 se consiguió una cifra récord en cuanto a volumen de recaudación para fondos de capital riesgo.

A comienzos del nuevo siglo, la burbuja acabó por desinflarse. Las cotizaciones en bolsa descendieron en picado, dejando sin salida a numerosos fondos que esperaban poder

rentabilizar sus inversiones, a la par que obtener grandes rentabilidades. El shock fue tal que redujo los niveles de inversión a una décima parte de los años anteriores, volviendo a números de mediados de la década anterior

Rememorando la evolución durante las dos últimas décadas, vemos un crecimiento superior a cualquier otro producto financiero. El capital riesgo estadounidense pasó de apenas 1 billón en 1976, a más 250 billones de dólares en 2001. Tras experimentar dificultades a principios del nuevo siglo, la industria ha tomado conciencia de la necesidad de mirar hacia fuera, y buscar oportunidades más allá de sus fronteras, buscando el tan de moda actualmente, concepto de globalización.

Sin duda, podemos afirmar, que para que una compañía participada por capital riesgo pueda prosperar y generar rentabilidad, es necesario que desarrolle algún tipo de producto o tecnología innovador/a. De este modo, puede llegar a una mayor parte del mercado y conseguir más impacto en él. Generalmente, las empresas más predispuestas a ello han sido las tecnológicas o del software.

Tampoco debemos olvidar los cambios económicos o legales acontecidos en la historia reciente de Estado Unidos. La reducción de costes y la flexibilización de algunas leyes han permitido a muchos emprendedores iniciar su proyecto, cuando tiempo atrás les hubiese sido imposible.

| 6. EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Las operaciones de capital riesgo se vienen utilizando en España desde hace pocos años y su uso no está muy extendido, siempre por debajo las potencias europeas, como Francia, Alemania o Reino Unido. Actualmente, en España la actividad de CR está supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que debe aprobar cualquier tipo de operador que tenga inversores nacionales.

El capital riesgo se introdujo en España a partir de los años 70, con iniciativa pública, con la creación, por parte de los organismos públicos, normalmente autonómicos, con la intención de estimular el tejido empresarial de la comunidad autónoma, el carácter limitado de la actividad, así como, la falta de experiencia de los partes hizo que no fuese demasiado fructífero.

A finales de los años 80, empezaron a entrar en el sector una cantidad considerable de inversores privados, con motivo, de la entrada de España en la U.E, aumentando volumen y cantidad de operaciones realizadas. Durante los años 90, se redefinió la actividad, dando lugar a la desaparición de muchas de estas empresas y centrando “el poder” en unas pocas, que poseían casi la mitad de los fondos prestados de todo el país. A partir 2000, la buena salud de la gozaba la economía y los mercados financieros hicieron que muchos inversores se interesaran por la actividad, aumentando hasta en 4 veces el número de operaciones realizadas anteriormente.

Después de una década positiva, en 2013, esta práctica toca fondo en el país, descendiendo notablemente su volumen de capital respecto a años anteriores.

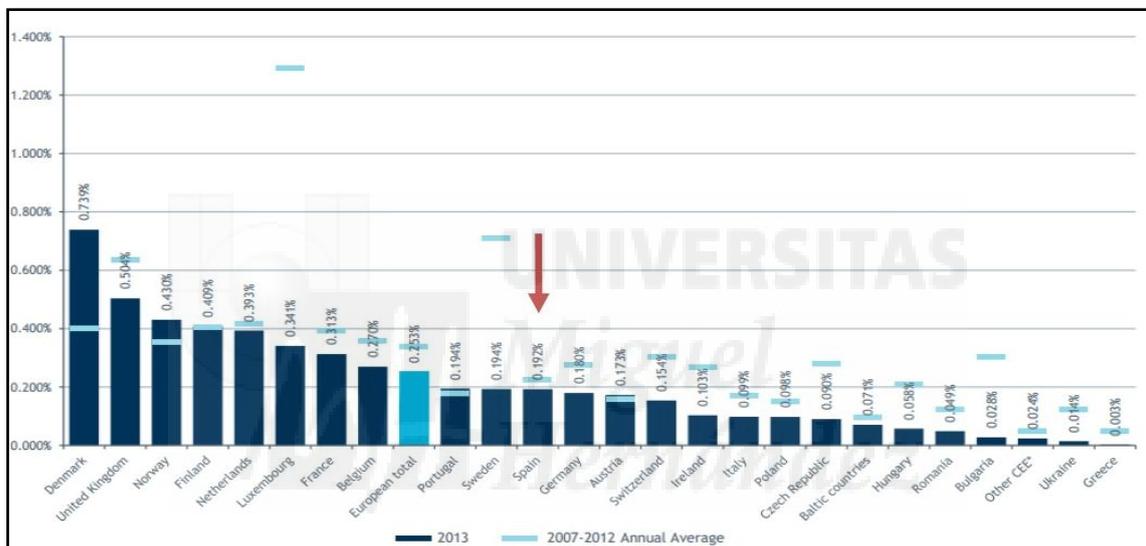


Figura 3: Volumen histórico de inversión en Europa (EVCA).

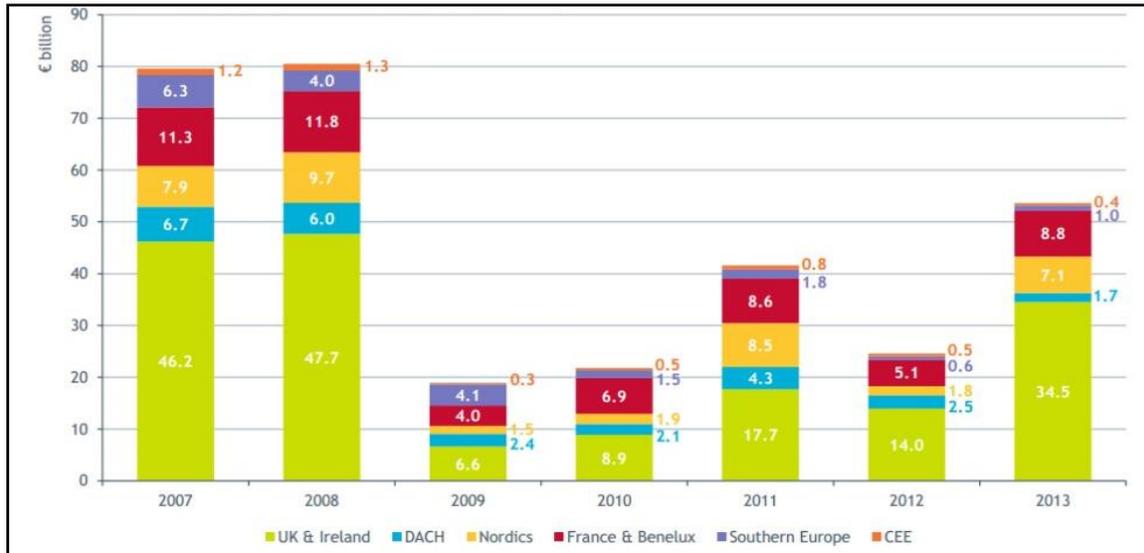


Figura 4: Fondos recaudados por cada región periodo 2007-2013 (EVCA).

En la actualidad, el capital riesgo vive una etapa de crecimiento, después de los últimos años con clara tendencia descendente (desde 2011), tanto en número de operaciones como en inversión y desinversión, pero que ahora, gracias principalmente al regreso de inversores extranjeros y a las ayudas por parte de las políticas económicas de gobierno, vuelve a alcanzar niveles importantes.

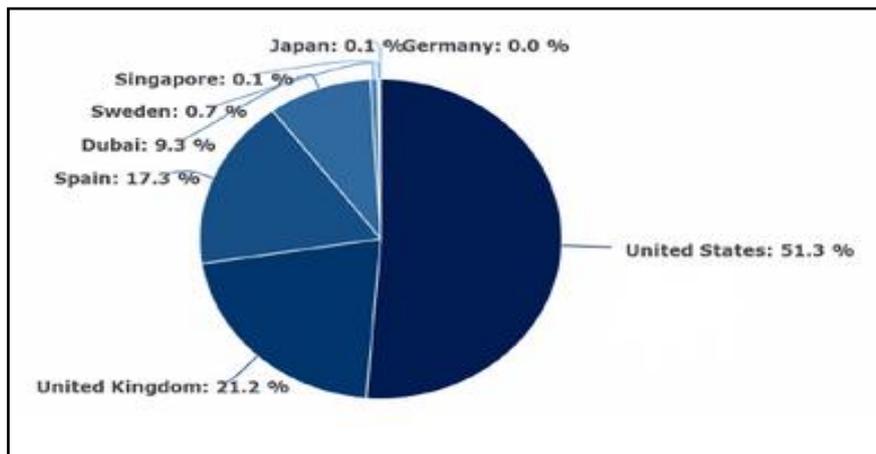


Figura 5: Origen de los fondos en España 2014-2015 (Venture watch).

Normalmente, las inversiones principales son las compras de empresas (BUYOUTS), pero en estos últimos años ha aumentado considerablemente las inversiones en etapas de crecimiento, alcanzando volúmenes importantes. Respecto a los sectores destinatarios, el preferido por los inversores es el sector de la informática, también siendo importantes sectores como el de productos y servicios industriales o biotecnología. Un alto porcentaje de estas operaciones fueron inferiores al millón de euros, por lo que su destino fueron principalmente PYMES.

1.	16 Jan, 2015	Wallapop	36.80 million euros	Ecommerce
2.	13 Jan, 2015	PeerTransfer	17.00 million euros	FinTech
3.	19 Jan, 2015	Digital Origin	15.00 million euros	FinTech
4.	06 Mar, 2015	Sai Wireless	9.00 million euros	eHealth
5.	24 Mar, 2015	Spotcap	5.00 million euros	FinTech
6.	01 Mar, 2015	El Español	3.60 million euros	Media
7.	08 Jan, 2015	Nubelo	2.50 million euros	Employment
8.	03 Feb, 2015	Captio	2.30 million euros	Travel
9.	24 Mar, 2015	Dog Buddy	1.90 million euros	Lifestyle
10.	03 Mar, 2015	Subastas de Ocio	1.50 million euros	Ecommerce
11.	02 Feb, 2015	Grupo Sothis	1.46 million euros	Development
12.	19 Feb, 2015	iContainers	1.30 million euros	Logistics
13.	17 Mar, 2015	Sentisis	1.23 million euros	Marketing
14.	31 Mar, 2015	Monkimun	0.93 million euros	Education
15.	15 Jan, 2015	PlaySpace	0.86 million euros	Gaming

Figura 6: Operaciones en España (E-commerce).

Durante la primera mitad de 2015, se han realizado importantes operaciones, destaca, como se puede apreciar en la figura 5, la financiación de la empresa “Wallapop”, alcanzando casi los 40 millones de euros de financiación, convirtiéndose en una de las Startups mejores financiadas del país, poniendo de manifiesto la importancia del sector del e-commerce como objetivos de los inversores.

Cabe destacar también los 17 millones de euros recibidos por “Peertransfer” y los 15 de “Digital Origin”, los cuales sirven para reflejar el momento dulce por el que pasa la financiación por capital riesgo en España.

6.1 MARCO LEGAL EN ESPAÑA

Antes de la reforma de 2005, estaba establecida una regulación básica sobre este instrumento de inversión, pero insuficiente y limitativa desde el punto de vista competitivo respecto a otros países del entorno, por ello surge la necesidad de un nuevo marco regulador adaptado a

nuevas necesidades, tanto de incentivación de la inversión en I+D+i , que podría contribuir al crecimiento de la economía a largo plazo, como de dinamización y crecimiento de la economía española basada en el avance de la productividad con creación de empleo.

El aumento de la inversión en capital riesgo en España en el año 2005 y que, sectores tales como tecnología o productos y servicios industriales, considerados como sectores más favorables de inversión, se transformasen en sectores objetivos de las inversiones, hicieron necesario dotar de un nuevo marco regulador a este instrumento de inversión que acompañase a dicha expansión. Otra de las razones que hacía necesario un cambio en la legislación, era el de solucionar insuficiencias jurídicas en este tipo de mercado.

Algunas de las novedades que el nuevo texto introdujo fueron:

- Simplificación y agilización de régimen administrativo y la flexibilización del régimen de inversiones.
- La creación de la figura del Fondo de Fondos.
- La atribución de un importante número de competencias a la CNMV respecto a los regímenes de autorización, constitución y modificación.
- Régimen fiscal más favorable para las rentas y dividendos derivados de las transmisiones.
- *“Las entidades de capital riesgo, podrán invertir en empresas no financieras cotizadas en mercados regulados otorgando a éstos efectos el plazo de un año para que sean excluidas de cotización. Asimismo se consideran inversiones de capital riesgo, la inversión en valores emitidos cuyo activo se constituya en más de un 50% por inmuebles siempre que al menos los inmuebles que representen un 85% estén afectos a actividades económicas, por lo que con esta apreciación se permite la inversión en empresas inmobiliarias” (Ley 22/2014 BOE)*
- Las empresas de capital riesgo pueden adoptar dos formas jurídicas, sociedades de capital riesgo o fondos de capital riesgo, siendo la gestión de estos últimos, necesariamente encomendada a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo.
- Sociedades de capital riesgo están afectas a dos tipos de regímenes diferenciados, el común y el simplificado.
- Respecto a los coeficientes de inversión obligatorios, establece que *“el coeficiente mínimo de inversión es de un 60% de su activo en acciones o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción de los mismos en el capital de empresas objeto de su actividad. De este coeficiente un 30% puede destinarse a préstamos participativos*

a empresas, participadas o no, por entidades de capital riesgo y un 20% a la inversión en otras ECR, siempre que la entidad en la que se invierte no tenga a su vez invertido más del 10% de su activo en otra ECR” (Ley 22/2014 BOE)

En julio de 2014, se aprueba un proyecto de ley por el que se regulan las Entidades de Capital-Riesgo y las Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado y por el que se modifica la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, Este texto deroga la normativa anterior, la Ley 25/2005, de 24 de noviembre. Entre las mejoras, el ministerio de economía enumera en lo referente al capital riesgo:

“Se crea la figura de Entidad de Capital-Riesgo PYME (ECR-PYME), que permitirá la creación de fondos de deuda dirigidos a la financiación de pymes. Esta figura se beneficiará de un régimen financiero más flexible, invertirá al menos un 70% de su patrimonio en pymes, pudiendo hacer un uso tanto de instrumentos de capital, como de préstamos participativos y de deuda para proveer de financiación a estas pymes.

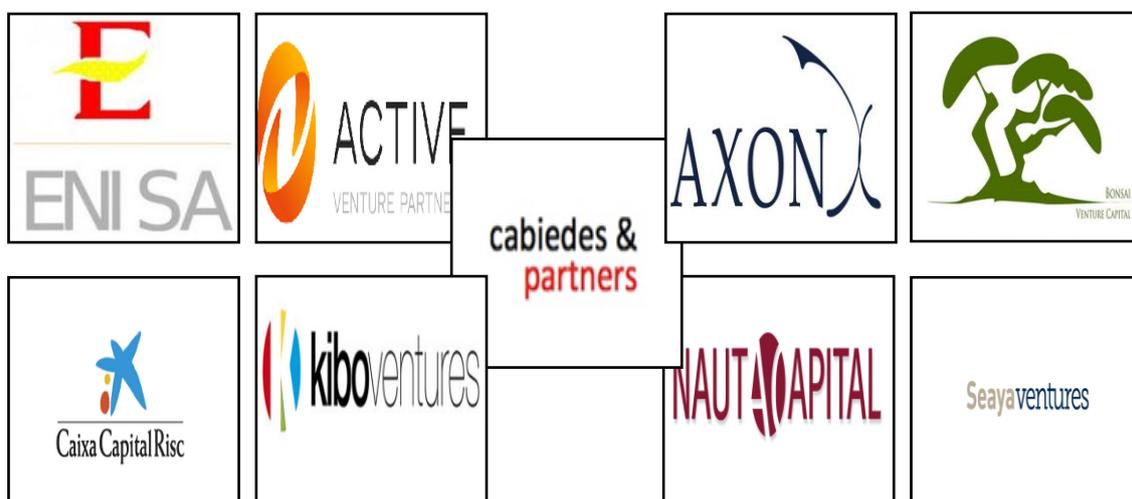
La norma flexibiliza además el régimen financiero de las entidades de capital-riesgo, con diversos ajustes para facilitar la operativa de estas entidades, como un mayor uso de los préstamos participativos, más flexibilidad en el cálculo de plazos de cumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión y la posibilidad de que los Fondos de capital-riesgo puedan distribuir resultados periódicamente”. (Ley 22/2014 BOE)

Esta reforma también favorece la agilización y reducción de las cargas administrativas en el régimen de entidades de capital-riesgo, ya que el régimen de autorización se mantiene exclusivamente para sus gestoras. *Por su parte, las entidades de capital-riesgo y las de inversión colectiva de tipo cerrado quedarán sometidas a un régimen más sencillo de simple registro ante la CNMV.*

La comercialización de ECR se limita a inversores aptos, inversores profesionales y minoristas siempre que se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto.

6.2 EMPRESAS DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Después de analizar el momento actual de este tipo de inversión en España, se consideraría interesante enumerar y describir brevemente las empresas de capital riesgo más activas y que más operan en nuestro país:



ENISA

Empresa pública que desde hace décadas financia empresas y proyectos empresariales con que tenga una viabilidad potencial y sean innovadores.

Su objetivo es estimular la creación, desarrollo y asentamiento de la empresa española, por ello participa en la dinamización del mercado de capital riesgo. Suele centrarse en la financiación de empresas en etapas iniciales de crecimiento.

ACTIVE VENTURE PARTNERS

Empresa con sede situada en Barcelona, fundada en 2004, trabaja a nivel europeo, aunque hace una parte importante de sus operaciones en España. Suele invertir en startups, principalmente en el sector del comercio electrónico, una de sus grandes operaciones fue la compra de “buyvip, adquirida por Amazon. Desde 2013 ha realizado operaciones por valor de aproximadamente 14 millones de euros.

AXON PARTNERS GROUP

Esta empresa tiene una clara vocación internacional, con oficinas en diversas partes del mundo aparte de en España, como en EEUU e India, aunque con sede en Colombia. Es un poco diferente de las otras empresas de capital riesgo que operan en el país, ya que también ejerce de consultoría. Fue uno de los primeros inversores de “Wuaki tv”, adquirida recientemente por Rakuten. Desde 2013 ha realizado operaciones por valor de aproximadamente 23,9

millones de euros, y recientemente ha invertido en Wayoot, start up del sector de la limpieza, lo que hace ver la diversidad de su inversión, aunque siempre intentan centrarse en empresas que ofrezcan innovación tecnológica.

BONSAI VENTURE CAPITAL

Una de las más antiguas empresas de capital riesgo fundadas en España, fundada en 1.999, y también partidaria en invertir en “statups”, como la anteriormente nombrada Wallapop. Está principalmente focalizada a negocios de internet y biotecnología, entre sus empresas participadas se encuentran softonic, idealista u oferum.

CAIXA CAPITAL RISC

Gestora de capital riesgo del grupo la Caixa, cuya misión es proporcionar capital y préstamos a empresas innovadoras en sus primeras etapas, startup. Es uno de los fondos más activos en los últimos tiempos y como muchas, también dirige la mayor parte de sus inversiones a los sectores de internet y la biotecnología, aunque sus últimas operaciones se han dirigido al sector industrial. Con todas las empresas del grupo, la Caixa consigue cubrir gran parte de las necesidades de financiación, ya sea por el sector tradicional, o por estas vías alternativas.

KIBO VENTURES

Fundada en 2011 y con sede en Madrid. Es otro de los fondos más activos, invirtiendo en más de 15 empresas desde 2013, invirtiendo alrededor de 25 millones de euros, dirigiendo siempre a negocios basados en internet y telefonía móvil.

NAUTA CAPITAL

Al igual que la anteriormente nombrada Axom, nauta tiene un perfil claramente internacional, tiene oficinas en España, Reino unido y norte América; aunque a diferencia de esta, Nauta tiende a dirigirse a empresas en fase de crecimiento, siendo una de las pocas en hacerlo en España. Ha intervenido en numerosos casos de éxito como Privalia, Fractus, Social Point y Scytl.

SEAYA VENTURES

Empresa de capital riesgo de muy reciente creación, y que financia a las empresas en fase inicial y de crecimiento, dirigido a empresas de internet y de orientación tecnológica. Recientemente acaba de realizar su primera desinversión, por lo que a pesar de ser una nueva empresa, ha sabido hacerse hueco y realizar potentes inversiones.

CABIEDES & PARTNERS

Fundada a finales de los años 90, es una de las empresas del ramo más conocidas del país, ya que ha participado en la financiación de más de 40 empresas. Es una firma especializada en financiar empresas en nuevos proyectos de internet y a lo largo de su historia ha tenido grandes éxitos como BlaBlaCar, Privalia u Olé.

OTROS

Además de las nombradas, también operan en el mercado varias empresas que es interesante nombrar, alguna pública como Invercaria o CDTI, y otras como Lanta digital ventures o vitamina K, que han realizado en los últimos años diversas operaciones relativamente importantes, y alcanzando en algunos casos, desde 2013, un montante de varios millones de euros.

7.CASOS DE ÉXITO

Inicialmente, y antes de hablar de los casos de éxito dados en España, es interesante hablar de casos que se dieron a nivel mundial con empresas muy conocidas, siendo operaciones importantes, con altos volúmenes de capital y grandes beneficios para todos los implicados, y en un alto porcentaje, dadas en el sector tecnológico.

7.1 CASOS DE ÉXITO A NIVEL MUNDIAL

Uno de los casos de éxito de mayor importancia que se ha dado internacionalmente ha sido de la conocida marca de mensajería instantánea “Whatsapp”, ya que con su compra por parte de “Facebook”, no solo sus fundadores han conseguido ganar dinero, sino la empresa de capital riesgo “Sequoia Capital”.

En esta operación, el veterano fondo ha obtenido una rentabilidad extraordinaria, multiplicando por 60 su inversión inicial realizada en 2011. (Inversión inicial de 60 millones de euros, en tres rondas de financiación, y desinversión por valor de 3600 millones de euros). De hecho, esta no es la única operación de éxito realizada por el fondo, ya que ha participado en las operaciones de financiación de “Youtube” o “Linkedin”

En el caso de “Skype”, es una de las 10 operaciones más importantes de capital riesgo de la última década, que fue comprado por “Microsoft” por 8.500 millones de dólares, esta firma

había pasado por varias subastas anteriormente, y tenía pérdidas importantes a pesar de su creciente popularidad, por lo que la firma de capital riesgo “Silver Lake Partners” , realizó una operación con bastante riesgo proveniente del apalancamiento financiero , que finalmente se saldó con importantes de beneficios para la misma.

La antes mencionada Facebook también tuvo una controvertida financiación, ya que en 2006, “Greylock Partners” lideró la inversión de 25 millones de dólares en Facebook, en una ronda en la que también participaron “Meritech Capital”, “Accel” y “Peter Thiel”, muchos se llevaron las manos a la cabeza. Suponía valorar en 500 millones de dólares a una compañía sin ingresos y con sólo 7 millones de usuarios. Actualmente se toma la inversión realizada a finales de 2009 por “Greylock Partners”, estaría en el entorno de los 9.000 millones de dólares.

7.2 CASOS DE ÉXITO EN ESPAÑA

Los casos de éxito en España han sido más moderados y de menor montante de capital invertido que los nombrados en el apartado anterior, pero donde se pone de manifiesto lo positivo que puede ser este tipo de financiación, no solo por el dinero, sino por el asesoramiento.

El primer caso que a nombrar es el de Famosa, juguetera Alicantina que sobre los años 2008/2009 estaba en una situación de pérdidas y al borde de la liquidación, entonces el fondo de capital riesgo “Sun capital”, Norteamericano, entro en la empresa, por la cantidad simbólica de 1 € y asumiendo la mitad de su deuda. Con la ayuda de este fondo, la empresa adopto una táctica de internacionalización y de especialización, volviendo a los orígenes, y centrándose en un mercado donde eran realmente fuertes y expertos, y dando menos importancia a la diversificación. Actualmente ha reducido a niveles razonables su deuda y la empresa viene obteniendo beneficios operativos anualmente.

Otro caso de éxito, ha sido el de NetSpira, apoyada desde su creación por la empresa de capital riesgo española “grupobullnet”, que fue vendida en el año 2005, al contrario del caso anterior, donde se apoyaba a una empresa con pérdidas para reestructurarla, a Erikson, obteniendo números beneficios por la operación.

8.FRACASOS

Como es lógico, no solo se han dado casos positivos, también se han dado casos negativos, tanto para el fondo inversor, como para la empresa que obtiene la financiación, en realidad, incluso en los casos donde se da una operación positiva, muchas veces, hay otra empresa de capital riesgo que salido perdido en algún aspecto, ya sea por una mala planificación (sobredimensionando la valoración de la empresa o su potencial) cuando hizo la inversión, o por no haber invertido en el momento adecuado.

Los críticos ponen en duda la legitimidad de las empresas de capital riesgo, dando demasiada importancia al envoltorio (ingeniería financiera, apalancamientos, etc.), y no dársela al propio negocio en sí, a pesar de que, en teoría, uno de los fuertes de este tipo de empresas es el asesoramiento al emprendedor.

Uno de los casos más sonados y que más notoriedad popular ha adquirido a nivel nacional es el de PANRICO, La empresa de capital riesgo “APAX” compró la empresa en 2005 por encima de su valor tasado, en un época donde la economía estaba en expansión, y las empresas estaban muy apalancadas, resulto una gran operación para la empresa vendedora, y una operación de dudosa rentabilidad para “APAX”, que ante el aumento de la deuda de la empresa, busco rentabilizar la operación inmediatamente vendiendo activos y abandonando las exportaciones, centrándose en el mercado nacional.

El objetivo, era obtener liquido con la venta de activo y, como en todas las empresas de capital riesgo, venderla posteriormente. Con el mencionado objetivo de hacerse fuerte en el mercado nacional, en 2008 “APAX” compra otra empresa con el fin de ampliar la gama de productos, pero en 2010 ya nada es sostenible y no tiene más remedio que vender su participación a un precio ridículo, a otra empresa de capital riesgo , “OAKTREE”.

Este fondo vuelve a utilizar las mismas técnicas que el anterior, pero sin el lastre de la sobredimensionada compra, y añadiendo reducciones salariales consiguieron dejar a la empresa muy tocada, hasta el punto de realizar un ERE (expediente de regulación de empleo) en 2014, recientemente, en 2015, la compañía mejicana BIMBO, se ha hecho con la empresa.

9.ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Es interesante, valorar, además de las empresas de capital riesgo, objeto de este estudio, otro tipo de alternativas de financiación, ya que poder dar una valoración justa de estas, lo mejor es conocer algunas de las alternativas que ofrece el mercado.

9.1 CONFLICTOS Y LA FIGURA DE LOS BUSINESS ANGELS

Una figura que a menudo se confunde con las empresas de capital riesgo es la de los Business Angels. Los Business Angels se podrían definir como la persona que su capital propio para invertirlo en empresas no cotizadas promovidas por personas que no tienen ningún tipo de relación con él. Sus principales diferencias con las empresas de capital riesgo es que los “Business angels” utilizan su propio dinero, mientras que el capital riesgo utilizan el dinero de terceros y que Los importes invertidos son muy inferiores a la media que dedican las entidades de capital riesgo en cada operación.

Suelen intervenir en las etapas iniciales las empresas con la intención de apoyar al emprendedor en las fases iniciales de sus proyectos y la inversión en estas etapas iniciales lleva asociados unos elevados niveles de riesgo y una falta de liquidez, por lo que muchas veces, tienen como objetivos empresas que son demasiado pequeñas para captar la atención de las empresas de capital riesgo.

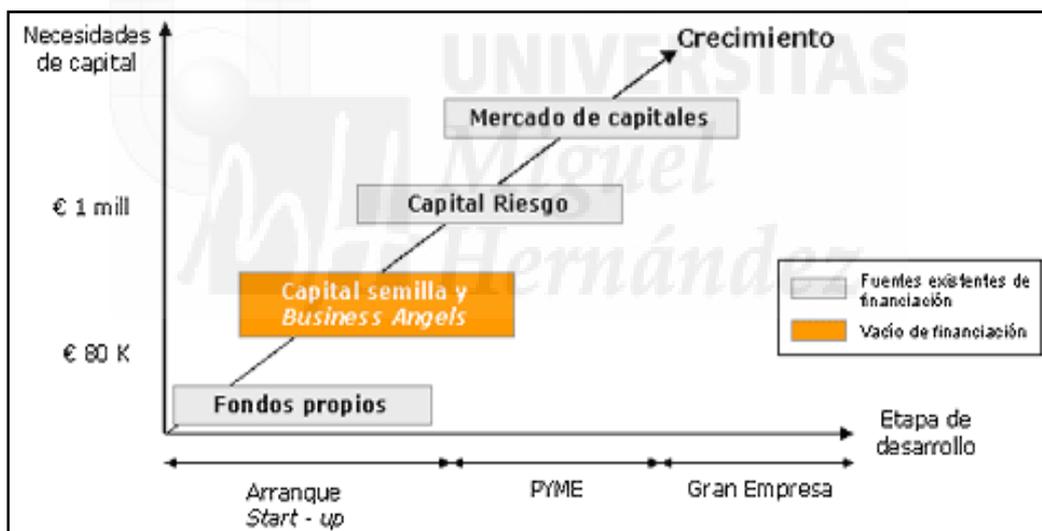


Figura 7: Necesidades de capital por etapa de desarrollo (Madrid.org).

El Business Angels tiene un perfil heterogéneo y por tanto difícil de clasificar, aunque existen algunas características que son comunes a todos ellos y que sirven para diferenciarlos de otro tipo de inversores:

- Toman sus propias decisiones de inversión.
- Invierten en empresas con cuyos promotores no tienen una relación de parentesco o amistad.
- Buscan ganar dinero, aunque ésta no sea su única motivación para invertir, ni siquiera la principal.

Como similitud con las empresas de capital riesgo, también aportan credibilidad, acceso a otras fuentes de financiación, contactos, experiencia empresarial y conocimientos.

El concepto de Business Angel individual en algunos casos ha evolucionado hacia la creación de redes que agrupan inversores de un perfil similar, organizándose atendiendo a criterios geográficos.

9.2 CROWDFUNDING

Tipo de financiación que consiste en la difusión pública, por parte de la persona que busca financiamiento, y la financiación mancomunada por parte de prestamistas independientes que simplemente simpatizan con la causa, o persiguen un rédito ofrecido por el prestatario. El creador del proyecto tiene un plazo limitado para recaudar la financiación en el que junto con la plataforma difunden la idea en todos los medios posibles.

La mayor parte del éxito de esta forma de financiación se basa en la publicidad que se da al proyecto, las plataformas de financiación colectiva más importantes en la actualidad tienen soporte en la Internet, por su alcance multitudinario y su bajo costo comparativo.

Suele darse algún tipo de recompensa para los usuarios que realice donativos ya que junto con la idea se presenta un plan de recompensas que se quiere ofrecer a cada persona que aporte dinero según la cantidad que esta decide aportar. Un aspecto positivo de este método es que si se consigue financiar el 100% del proyecto, es claro indicativo de aceptación del mercado.

9.3 FINANCIACIÓN TRADICIONAL: PRÉSTAMO Y CREDITO BANCARIO

La financiación bancaria es el método de financiación histórico y tradicional de las empresas, el préstamo es la operación por la que una entidad financiera entrega una cantidad de dinero a una persona física o jurídica (prestatario) comprometiéndose esta a la devolución del principal más los intereses en los plazos previstos, recibiendo la financiación de una sola vez, y el crédito es en la que el prestamista (la entidad bancaria en este caso) pone a disposición del prestatario una cantidad de dinero hasta un límite señalado durante un determinado plazo. A raíz de la crisis económica, producida en parte por el mal uso por partes de los bancos, por conceder préstamos y créditos al por mayor sin valorar perfiles de clientes ni riesgo, se endurecieron las condiciones para obtener dinero prestado por parte de las entidades bancarias.

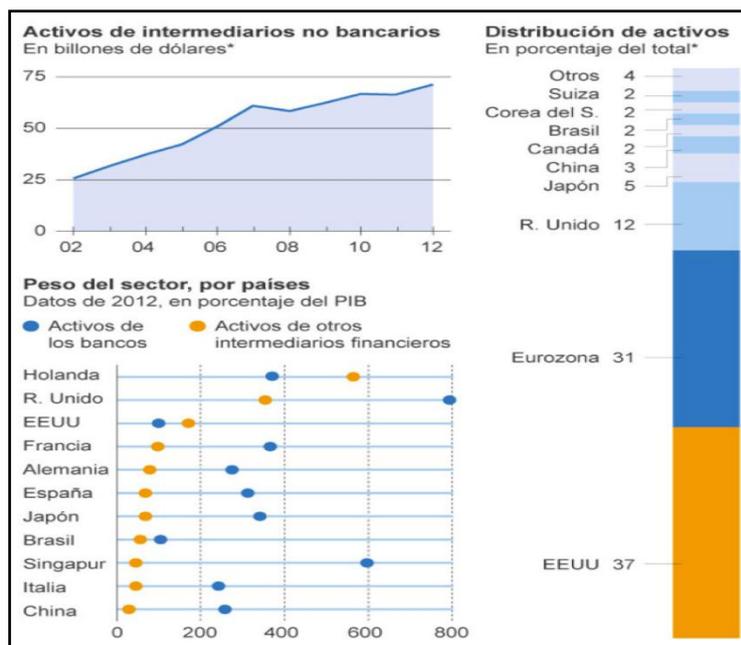


Figura 8: Evolución crédito bancario (Financial stability board).

La incertidumbre del entorno, el estado financiero y liquidez de las entidades bancarias españolas, así como su coste de financiación, sumado a la gran cantidad de impagos, hizo que las entidades bancarias dejaran de “prestar” dinero a las empresas, por lo que esto supuso la muerte de muchas de ellas.

En la actualidad, el crédito al sector privado tiene mejores perspectivas en España que en la Eurozona en 2015, por lo que se espera que se acepten muchos más créditos tanto a familia como a PYMES, pero ahora el crédito que vuelve es más moderado, selecto, prudente y vigilado.

9.4 MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)

Es un contrato de arrendamiento financiero en el que una parte (entidad de leasing) siguiendo las instrucciones de la otra parte (arrendatario o usuario) adquiere determinados bienes de inversión y, a su vez, cede a ésta para su uso en el desarrollo de su actividad empresarial o profesional, por un plazo de tiempo determinado a cambio del cobro periódico de unas cuotas.

9.5 LEASING Y RENTING

El leasing es un contrato de arrendamiento financiero en el que una parte (entidad de leasing) siguiendo las instrucciones de la otra parte (arrendatario o usuario) adquiere determinados bienes de inversión y, a su vez, cede a ésta para su uso en el desarrollo de su actividad

empresarial o profesional, por un plazo de tiempo determinado a cambio del cobro periódico de unas cuotas.

El contrato incluye siempre la opción de que el usuario pueda adquirir el bien al final del periodo pagando la opción de compra. En el caso del renting es similar al de leasing, pero sin la opción de compra al final del periodo.

9.6 SUBVENCIONES

Las empresas también pueden encontrar financiación mediante la percepción de subvenciones, procedentes de diversas instituciones públicas o privadas, aunque es una opción con acceso algo difícil actualmente, por las fuerte competencia para acceder a ellas (ya que suelen darse hasta agotar fondos) y en algunos casos, van destinadas únicamente a ciertos sectores. Unas de las más conocidas a nivel es la línea ICO.

9.7 PRESTAMOS PARTICIPATIVOS

Los préstamos participativos constituyen un tipo especial de préstamos a largo plazo y de elevada carencia. En este tipo de préstamos el tipo de interés de componer de dos partes:

- Un tramo fijo, que tiene el carácter de mínimo.
- Un tramo variable que se añade al anterior, que depende de la actividad de la empresa prestataria

En este tipo de operaciones el prestamista, inversor, incurre en un elevado nivel de riesgo, por lo tanto las mayores ventajas se dan para el prestatario.

Uno de las inconvenientes que puede encontrar el inversor, es que llegado el momento en el que el prestatario comienza a obtener beneficios, este decida reestructurar su pasivo, cancelando anticipadamente el préstamo con el objetivo de utilizar otros instrumentos que le resulten menos gravosos. Para evitarlo, prestamista y prestatario pueden negociar el establecimiento de cláusulas que penalicen la amortización anticipada.

10. EL EMPRENDEDOR, EXPERIENCIAS PERSONALES

10.1 PERFILES Y METODOLOGÍA

Durante todo el proyecto se ha ido discutiendo acerca de las dificultades de los empresarios para conseguir financiación para poner en marcha o poder continuar/ampliar sus proyectos, y se planteaba la opción del capital riesgo como una posible salida o alternativa para esos problemas.

Como se comenta en el apartado de metodología, se procede a analizar entrevistas a emprendedores en busca de financiación y a empresarios que han tenido contacto directo con el capital riesgo.

10.2 EMPRESARIOS EN BUSCA DE FINANCIACIÓN

Cuando un emprendedor quiere dar forma a una idea para empezar un negocio siempre es necesaria una importante cantidad de capital para que sea posible su realización, casi nunca es suficiente con las aportaciones propias (emprendedor, familiares, etc), por lo que es necesario recurrir a financiación externa. Este supuesto también se aplica, y quizá en mayor medida, en casos de ampliación e internacionalización de negocios.

Los entrevistados opinan que es muy difícil obtener ese dinero por las entidades bancarias tradicionales, ya que no solo se les exige un gran proyecto y una buena viabilidad, cosa lógica por otra parte, si no que la financiación es excesivamente cara.

También subrayan la importancia de los eventos organizados, donde se ponen en contacto, emprendedores e inversores para intentar alcanzar potenciales acuerdos, aquí entra la figura de los Business Angels y los concursos para emprendedores.

10.3 EMPRESARIOS CON EXPERIENCIA EN OPERACIONES DE C.RIESGO

De entrevistas con empresarios españoles que han tenido experiencias directas con el capital riesgo se pueden obtener datos muy interesantes del porqué del éxito o fracaso de estas inversiones y algunos detalles que ponen de manifiesto el estado actual del capital riesgo en el país.

Para su correcta visualización e interpretación, considero oportuno clasificar las respuestas en base a ciertos momentos temporales en la relación entre empresarios y empresas de capital riesgo.

10.3.1. ORÍGENES

Se dan diversos motivos y son varios los tipos de empresas por las que se recurre al capital riesgo, se suelen dar varios tipos, como: 1) Empresarios que quieren ampliar sus negocios y necesitan financiación. 2) Directivos que toman la iniciativa de realizar un Management Buy Out y acuden a empresas de Capital riesgo. 3) Empresarios sin sucesión en el negocio 4) Grandes empresas multinacionales que buscan desprenderse de filiales poco rentables.

Cabe destacar que la operación puede iniciarse tanto por iniciativa de la empresa o empresarios afectados como por iniciativa de la empresa de Capital Riesgo, que con el fin de conseguir clientes, llegan ellas mismas a hacer posibles propuestas a los equipos directivos o multinacionales.

Algunas de las operaciones analizadas corresponden a ventas de filiales de multinacionales que han decidido desinvertir de sus negocios menos rentables. En estos casos, los propios asesores de la multinacional le recomiendan la venta de la misma al equipo directivo a través de un Management Buy Out. La multinacional suele ser la que organiza la operación, permitiendo al directivo acceder a la condición de propietario, al capitalizar su indemnización como aportación.

Otro tipo de operaciones que suelen darse con frecuencia son los empresarios que no teniendo sucesión para su empresa, por motivos sentimentales, quieren legar la empresa a su equipo directivo. Normalmente se trata de empresas que, por sus características, serían difícilmente negociables en el mercado habitual y generalmente es el propietario el que toma la iniciativa de enviar a su equipo directivo a la empresa de capital riesgo.

En algunas ocasiones, son los directivos los que toman la iniciativa al ver que la empresa viene arrastrando una mala gestión en manos de sus actuales propietarios y otras veces actual propietario considera que es factible expandir la empresa, ve que tiene buenas expectativas de mercado, que puede tener fuertes crecimientos, pero le falta capacidad de financiación y ve la oportunidad en este tipo de empresas.

Unos de los temas estrella es el conocimiento previo de los que es el capital riesgo y en general, hay poco conocimiento por parte del empresariado español sobre lo que son este tipo de empresas.

Al preguntar acerca de si conocían el funcionamiento de las empresas de capital riesgo, algunos directivos saben que es la forma de financiar una operación, pero en general suele haber mucho desconocimiento. Los directivos y empresarios van aprendiendo a medida que

contactan con la empresa de capital riesgo para hacer la operación, y a partir de ahí van indagando en busca de información.

10.3.2 ACERCAMIENTO A LAS EMPRESAS DE CAPITAL RIESGO

Como hemos comentado antes, en ocasiones era la empresa vendedora (Caso MBO) la que iniciaba los contactos con la empresa de capital riesgo de forma a facilitar todo el proceso. En otros casos eran los propios directivos o propietarios los que se acercaban a la empresa de Capital riesgo.

Se puede concluir que la mejor forma de aproximarse a una empresa de capital riesgo es hacerlo a través de un especialista intermediario que nos ayude a preparar el correspondiente documento, y que nos presente a los potenciales inversores. Alguno de los entrevistados llega incluso a aconsejar el dejar las negociaciones en mano de los asesores para evitar perjudicar las relaciones posteriores.

La recepción depende de que los puntos en común entre lo que busca el inversor con lo que busca la empresa, para ello debe haber coincidencia en cuanto a las cantidades a invertir, ya que algunas operaciones se ven dificultadas al ser las inversiones demasiado pequeñas o demasiado grandes para el inversor. En el caso de que sean demasiado grandes, lo habitual es que la operación se divida entre varias empresas de CR; en muchas de las operaciones analizadas han entrado dos o más empresas de CR. También es un factor a tener en cuenta las perspectivas del sector, pudiendo ser vista de diferente manera por las partes, generando un posible conflicto.

Una característica en común en las operaciones de MBO es el cuidado que tienen las empresas de CR en evaluar y valorar a las personas que intervendrán. Si las personas son consideradas válidas, se asume que el plan de negocio será coherente, sobre todo cuando el equipo directivo tiene un historial de éxito.

En aquellas operaciones en que la empresa de capital riesgo entra en un proyecto de desarrollo y crecimiento junto con los actuales propietarios, se analiza en profundidad el plan de negocio, de ahí la importancia en su elaboración, como se vio anteriormente, pero sin descuidar al equipo directivo, llegándose en algunas de las operaciones a aceptar el plan de negocio, pero a poner algún reparo al equipo directivo, recomendando la incorporación de algún directivo de refuerzo, sobre todo en áreas financieras y de control.

Varias son las dificultades que surgen en la fase de negociación, aunque las empresas que han realizado operaciones de capital riesgo se suelen quejar en su mayoría de las mismas cosas, y el cálculo del valor de la empresa suele ser un tema sensible.

En lo que muchos de los entrevistados coinciden es en la dificultad que supuso el ponerse de acuerdo en las cláusulas del contrato, es decir, una vez conseguido el acuerdo sobre el valor de la empresa y acordada la viabilidad del plan de negocio, se tienen que pactar las condiciones.

10.3.3 HORIZONTE TEMPORAL

A lo largo de las entrevistas, aparecía con frecuencia el tema del horizonte temporal, es decir, las empresas de capital riesgo no tienen una filosofía empresarial de permanencia a largo plazo en la empresa participada, ya que compran, para más adelante desinvertir, con la intención de obtener una plusvalía.

El horizonte temporal suele darse entre un mínimo de 3 años, y un máximo de 7. Estos plazos tienen su lógica, ya que es muy complicado cumplir un plan de negocios en menos de tres años y, por consiguiente obtener importantes plusvalías. Y, la TIR como ratio financiero, tiende a reducirse cuando se aumenta el plazo, por lo tanto, desde una lógica financiera, el plazo adecuado de maduración de las operaciones se da entre los 3 y los 7 años.

No siempre es posible cumplir esos plazos, por una parte, el plan de negocio puede sufrir retrasos en la implementación que recomienden prorrogar la inversión, y por otra parte, para que alguien pueda vender, otro tiene que comprar, y el valor de las empresas se ve afectado por los ciclos de la economía.

10.3.4 CONOCIMIENTO DEL NEGOCIO

De acuerdo con las respuestas de los entrevistados, el conocimiento que tienen las empresas de capital riesgo sobre el sector de los negocios en los que participan es muy escaso. Ya se le presuponía un gran conocimiento desde la perspectiva financiera, pero finalmente no se ha dado el caso de que fuese así también desde una perspectiva empresarial, al menos, esa es la sensación que se desprende de las palabras de las empresas que han sido participadas en operaciones de capital riesgo. En definitiva, las empresas de capital riesgo entran en el negocio, pero hasta cierto nivel y con limitaciones.

Se percibe además, que la entrada de empresas de capital riesgo en el capital de una empresa, ayuda a su profesionalización. Algunas de las opiniones son contradictorias y el origen de la discrepancia se encuentra en la situación de la empresa anterior a la realización de la operación. Es decir, en aquellas empresas principalmente familiares, la entrada de una empresa de capital riesgo las ha profesionalizado de manera notable y algunas dicen no haberlo sido, y ello se debe a que provienen de multinacionales, y ya poseían anteriormente esa estructura profesionalizada.

Por lo que se puede decir que la profesionalización que puede aportar una empresa de capital riesgo dependerá principalmente del grado de madurez en el que se encuentre la empresa participada y/o del tipo de empresa que sea.

Las reuniones de seguimiento con la empresa de capital riesgo se realizan a través de los consejos de administración. La mayoría de empresas comentaron que esos consejos pueden ser bastante estrictos y exhaustivos, teniendo en su mayoría una frecuencia mensual.

10.3.5 CONFLICTO CON LA EMPRESA DE C.RIESGO

La raíz de los problemas es la planteada anteriormente referente al horizonte temporal, mientras la empresa participada hace gestión estratégica (Posicionar su empresa a C/P), la empresa de capital riesgo quiere invertir en aquello que produzca resultados de cara a la desinversión, lo cual choca con la gestión de la empresa participada.

Por lo que, aquellas inversiones que generen valor de manera posterior del momento de la desinversión, lógicamente no les interesan. Como se puede apreciar, aquí se tienen dos vías de conflicto: la visión de corto plazo versus el largo plazo; y por otra parte, la visión financiera del negocio versus la visión estratégica.

Otro de los conflictos que surgían en la convivencia, era la sensación de que los responsables del seguimiento de las operaciones se preocupaban principalmente de sus intereses personales (en forma de retribuciones), dando la sensación a la empresa participada, de que los representantes de la empresa de capital riesgo están allí únicamente motivados por su interés personal.

Otro de los puntos conflictivos, son la diferencia de derechos que tienen los diferentes socios, es decir, muchas veces la empresa de capital riesgo tiene sus espaldas bien protegidas por cláusulas contractuales, con lo que se limitan a ellas si surge cualquier tipo de conflicto de intereses o de opinión.

Aunque finalmente hay que resaltar que en general, las empresas participadas están encantadas con la gestión. Esto se da principalmente en casos donde la inversión ha tenido un buen final, ya que mientras todo va bien, y se cumple el plan de negocio, las empresas de capital riesgo se limitan a controlar sus inversiones y a dejar trabajar al equipo gestor, en caso contrario es cuando empiezan a surgir los problemas de “convivencia”.

Resumiendo podríamos decir que, si todo va como debe ir, la relación con el capital riesgo es perfecta, en el momento en que las cosas se complican, sea por culpa del empresario o bien del mercado, los empresarios se lamentan de la falta de comprensión y frialdad de sus socios financieros.

10.3.6 APORTACIONES DE LA EMPRESA DE C. RIESGO

A la hora de evaluar las aportaciones que ha realizado la empresa de CR, aparte lógicamente de las económicas, lo que más agradecen las empresas es el apoyo en cuanto a contactos, si bien muchas veces se lamentan, como hemos comentado anteriormente, de que los conocimientos que tienen del sector no son tan grandes y profundos como a priori se podía haber pensado.

Las empresas de capital riesgo no suelen aportar conocimientos específicos del negocio, si bien, casi nadie espera esto, ya que se asume que son especiales financieros, que no tienen por qué conocer el sector. También es conveniente ver la posición de las empresas de capital riesgo, están muy mentalizadas de que tienen que aportar algo más que dinero.

10.3.7 DESINVERSIÓN

Las inversiones de las empresas de CR tienen por definición un horizonte temporal como ya vimos en apartados anteriores. Cuando el ciclo de vida de la operación se aproxima al fin es el momento de empezar a plantear la desinversión, con la salida de la empresa de capital riesgo que puede hacerlo vendiendo su participación, o vendiendo la totalidad de la empresa.

Esta fase es de las más delicadas de la operación, ya que si bien estaba aclarado desde un principio, a veces, encuentra desprevenido al empresario, a que le ha faltado tiempo de acabar su plan de negocio, o le sobra ilusión queriendo hacer muchas más cosas, lo que choca con los intereses de la empresa de CR que quiere realizar su plusvalía.

Las más utilizadas suelen ser la venta a una empresa del propio sector industrial, las salidas a bolsa o la recompra por los propios socios industriales, sea directamente con financiación bancaria. Los últimos años no han sido demasiado favorables para las salidas a bolsa, pero algunos de los empresarios, siguen viéndolo como el camino lógico y además esta alternativa permite al empresario mantener el control de la empresa,

Las salidas suelen ser difíciles, ya que suele estar en juego mucho dinero, y al final siempre hay tensiones. Algunos empresarios comentan que han tenido muy malas experiencias.

10.3.7 ¿QUÉ SE PODRÍA HABER MEJORADO?

A posteriori se ha intentado hacer una revisión para ver qué aspectos de la operación se hubiesen podido mejorar si los empresarios hubiesen tenido al inicio de la misma la experiencia que tiene después de haber realizado la operación. Algunos empresarios se recriminan a sí mismos el no tener una visión más financiera y otros comentan que les hubiese gustado un trato más humano por parte de la empresa de capital riesgo.

Otros se lamentan de no haber realizado planes más agresivos al inicio de la operación, ya que una vez definido el importe a aportar por la empresa de capital riesgo, cualquier ampliación es casi imposible, cuando al inicio, se pueden pedir las cantidades contempladas en el plan de negocio.

11. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

Llegados a este punto, y habiendo estudiando los distintos componentes que forman parte de las empresas de capital riesgo y sus alternativas, así como diversos puntos de vista de todas las partes, es el momento de poner en tela de juicio y valorar si realmente esta actividad es tan positiva tanto como para inversores, como para los empresarios.

En el caso de la rentabilidad para los inversores, en el sector del Capital riesgo predominan unas rentabilidades medias muy mediocres, muy alejadas de la supuesta rentabilidad media que debería obtener un inversor por el riesgo que está asumiendo. La rentabilidad que debería obtener un inversor que invierte en C.R. debería ser superior significativamente a la que obtiene un inversor en bonos o en Bolsa, pero no ha sido así, y además se obtienen resultados muy dispares.

Las causas son demasiada competencia o en el caso del Venture Capital en los países donde está más desarrollado, demasiado dinero para invertir en proyectos lo que empuja al alza las valoraciones de las “startups” a costa de la futura rentabilidad de los inversores.

Otro de los puntos de vista negativos de estas empresas, es que realmente, su único objetivo es rentabilizar la inversión, muchas veces no viendo más allá, y a pesar de ser lógico, y pensar que en realidad todas las empresas comerciales buscan ganar dinero, yo pienso que deberían de hacer algo más para diferenciarse de las diferentes alternativas.

Por operaciones fallidas y por lo anteriormente comentado, el Capital Riesgo actualmente no tiene buena imagen en España. Se le considera como una forma de financiación cara y compleja, además de ser una práctica muy desconocida para la mayoría de las personas.

Centrándonos en los hechos, estas empresas hacen su negocio, pero seguramente necesitan un cambio, en el sentido de acercarse más a la realidad de la empresa, sin dejar su perspectiva financiera, pero intentando comprender más y mejor a sus socios y el sector en el que operan.

Considero importante que mejoren su flexibilidad, especialmente con del plan de negocio, y con los retrasos producidos por cambios en situaciones que puedan surgir, entendiendo que el plan de negocios es un presupuesto, pero que también hay que saber adaptarse a las circunstancias cambiantes de la realidad económica.

En conclusión, se puede decir que el capital riesgo es una opción apetecible para las PYMES, aunque antes de meterse de lleno en la operación y como hemos visto anteriormente, deberá informarse ampliamente del tipo de empresa que son las de capital riesgo, y rodearse de buenos intermediarios para gestionar adecuadamente la operación.

12. BIBLIOGRAFÍA

<http://www.expansion.com/>

<https://www.webcapitalriesgo.com/>

<http://marketing4ecommerce.net/>

<http://www.eleconomista.es/>

<http://www.asci.org/>

<http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

Otras páginas web

