

EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA. EVOLUCIÓN RECIENTE Y COMPARACIÓN
INTERNACIONAL

El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional

Este artículo ha sido elaborado por Gabriela Álvarez Puga y José Manuel Marqués Sevillano, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Las entidades de capital riesgo son instituciones especializadas en invertir los fondos de un conjunto de partícipes en el capital de compañías. Tradicionalmente, las empresas adquiridas se caracterizan por presentar problemas de acceso a otras fuentes de financiación alternativas, bien por su estado de desarrollo, o bien por la naturaleza de su negocio, aunque recientemente han cobrado un creciente protagonismo las operaciones centradas en sociedades maduras que, por esta vía, terminan siendo reestructuradas. En líneas generales, este tipo de operaciones propicia un mayor dinamismo del tejido empresarial de la economía y, potencialmente al menos, favorece la aparición de innovaciones tecnológicas y el avance de la productividad.

Aunque estas inversiones tienen una larga tradición en los países anglosajones, estando muchas veces vinculadas a la iniciativa pública para proporcionar financiación a las pequeñas y medianas empresas, fue a finales de la década de los noventa cuando comenzaron a expandirse de modo generalizado, gracias a una serie de reformas fiscales y legales en varios países y a la participación creciente de los inversores institucionales. En España, el desarrollo de esta industria ha sido más tardío, si bien en los últimos tres años su actividad ha crecido notablemente.

En este contexto, el presente artículo analiza la situación y el desarrollo de la industria del capital riesgo en España. Tras esta introducción, en la segunda sección se describen las principales características de estos instrumentos; en la tercera se comenta la evolución reciente en nuestro país y se relaciona con la del resto de Europa y con la de Estados Unidos; y en la última se resumen las principales conclusiones.

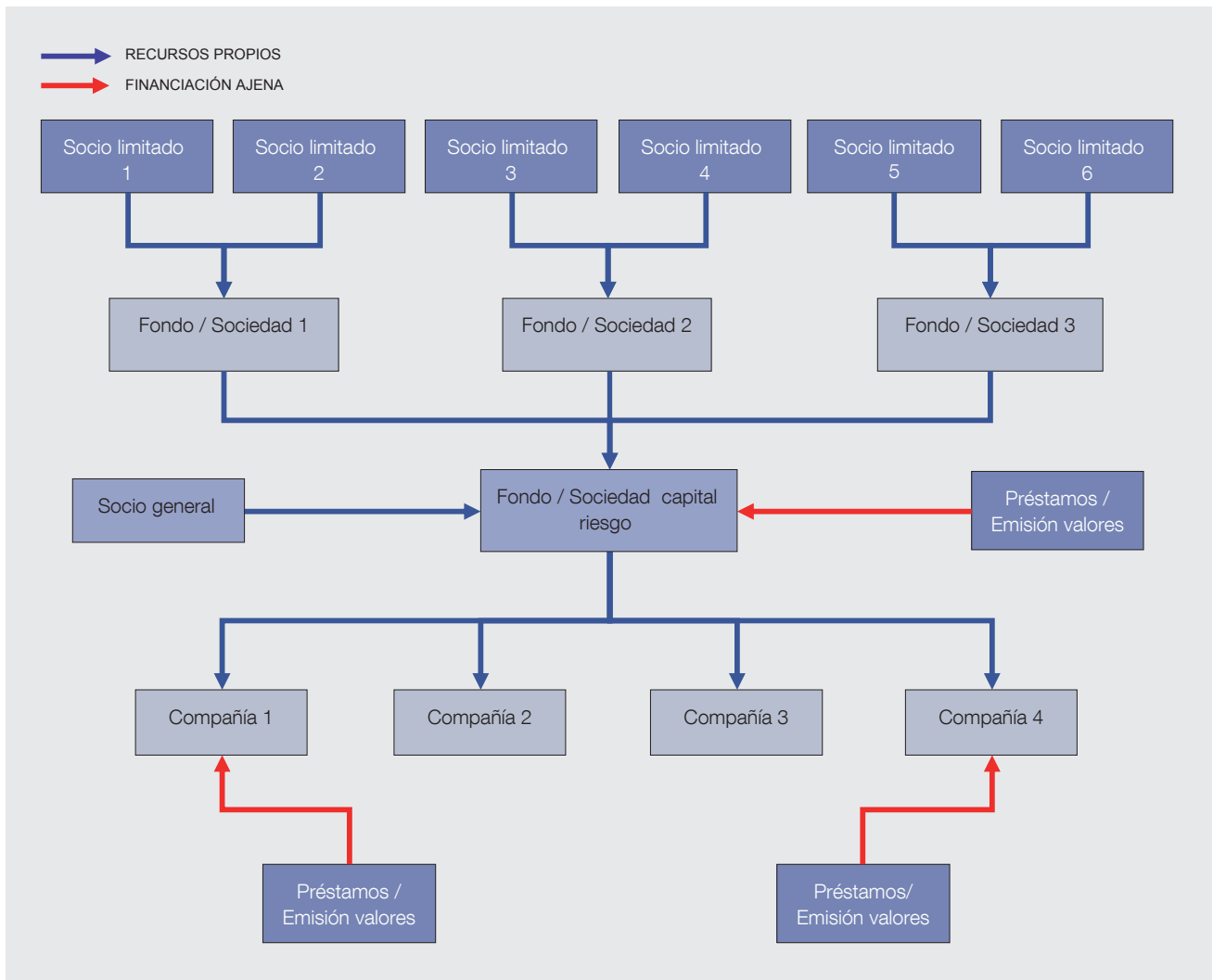
Principales características del capital riesgo

Bajo el nombre de operaciones de capital riesgo se engloban aquellas transacciones por las que un grupo de inversores proporciona financiación en forma de capital a determinadas compañías mediante un proceso de negociación privado (es decir, al margen de los mercados bursátiles). En general, estas operaciones se realizan a través de fondos o sociedades no cotizadas (en adelante, entidades) que son gestionadas por instituciones especializadas. Estas, además, deciden qué empresas deben recibir los recursos y participan de forma directa o indirecta en su gestión.

Las adquisiciones que llevan a cabo las entidades de capital riesgo tienen un carácter temporal, ya que, pasado un cierto período, se realizan ventas de las acciones compradas. No obstante, el plazo medio de mantenimiento de las inversiones suele ser habitualmente bastante dilatado.

Tradicionalmente, el capital riesgo se ha centrado en la financiación de empresas en fase de lanzamiento o expansión, que cuentan con escasos fondos internos y que se caracterizan por un alto grado de incertidumbre sobre la evolución futura de su negocio, lo que les dificulta el acceso a fuentes alternativas de recursos. No obstante, recientemente se ha observado un incremento significativo de operaciones dirigidas a compañías maduras, transacciones que están generalmente asociadas a procesos de reestructuración y que en algunas ocasiones implican la exclusión del mercado bursátil de la empresa adquirida¹. Esta modalidad de inver-

1. Este tipo de operaciones se conoce con el acrónimo PtoP (*Public to Private*).



sión se ha utilizado también en sociedades familiares en las que han surgido divergencias entre los accionistas sobre el mejor modo de gestionarlas.

En el esquema 1 se representa la estructura típica de las operaciones de capital riesgo, destacándose, en particular, los canales a través de los cuales se materializan los flujos de financiación desde los inversores hacia las compañías objetivo. Como puede observarse, existen dos tipos de inversores. Los primeros, denominados socios limitados (más conocidos por su nomenclatura inglesa *limited partners*), aportan recursos en forma de capital y no suelen tomar parte ni en la selección de las adquisiciones que se realizan ni en la gestión de las empresas compradas. Resulta habitual que estos agentes se agrupen en distintas sociedades o fondos interpuestos, diseñados para aprovechar las ventajas fiscales de cada país y lograr un régimen de tributación más favorable².

Entre los socios limitados predominan los de carácter institucional (como los fondos de pensiones o las empresas de seguros) y las entidades de crédito, que utilizan estos productos

2. En general, la forma jurídica de estas sociedades interpuestas se determina de modo que se mantenga la transparencia fiscal para los inversores, es decir, que su tributación sea equivalente a la que se tendría en el caso de participar directamente en el capital de las compañías.

para diversificar su cartera. Debe tenerse en cuenta que la reducida liquidez de las inversiones, dado el largo período que dista entre la compra y la venta de la compañía objetivo (recuérdese que estos títulos no cotizan en mercado organizado alguno), junto con el hecho de que la inversión mínima requerida suele ser bastante elevada, limita el atractivo del capital riesgo para inversores individuales, como los hogares.

El segundo tipo de participante son los socios generales (denominados habitualmente *general partners*), que son los gestores de la entidad de capital riesgo. Su principal objetivo es seleccionar las compañías objetivo y participar o asesorar en la gestión de las mismas. Estos agentes obtienen comisiones por los servicios que prestan y en algunos casos realizan, además, aportaciones minoritarias, por lo que se benefician también de la rentabilidad de las inversiones.

Por último, como puede apreciarse en el esquema, en estas operaciones se puede también recurrir a fondos ajenos (préstamos bancarios y/o emisiones de valores de renta fija) para financiar las inversiones. En estos casos generalmente se utilizan los activos adquiridos como garantía de la deuda.

Existen varios tipos de clasificaciones de la actividad del capital riesgo en función de las características de las adquisiciones. La más habitual es la que distingue entre las inversiones en sociedades en fase de expansión con alto potencial de crecimiento y las destinadas a empresas más maduras. El primer grupo de operaciones se conoce con el nombre de *venture capital* y las compañías compradas se caracterizan por tener dificultades para obtener financiación, debido a la incertidumbre sobre su capacidad para generar recursos, la falta de activos susceptibles de ser usados como garantías y la importancia de los problemas de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios. El capital riesgo mitiga en cierto modo estas limitaciones, al participar directa o indirectamente en su gestión.

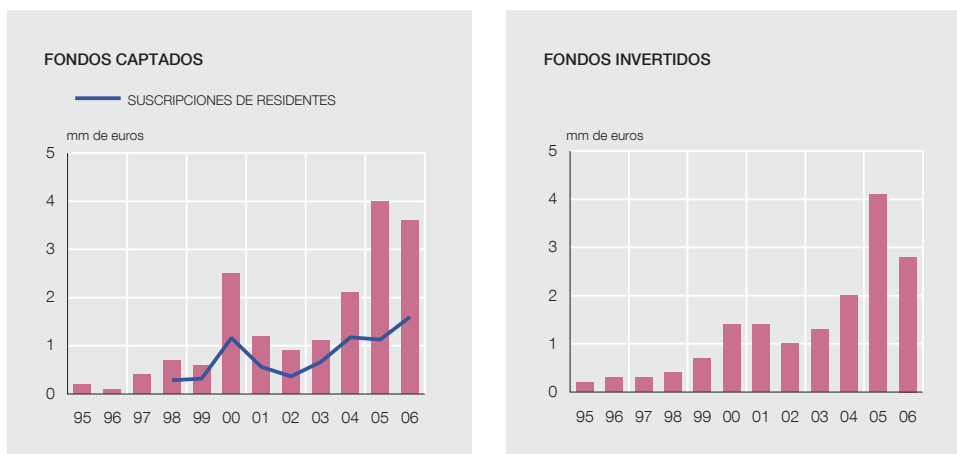
En el segundo grupo, denominado *buy-out*, se adquieren compañías maduras, en muchas ocasiones cotizadas, en las que se generan importantes flujos de caja y en las que se considera que se puede obtener una mayor rentabilidad mediante la reducción de los costes operativos, la reestructuración del balance o cambios en la gestión. Dentro de esta modalidad han adquirido una importancia creciente las operaciones apalancadas (más conocidas por su denominación inglesa, *leveraged buy outs* o LBO), que combinan los fondos aportados por el capital riesgo con un recurso elevado a la deuda por parte de la entidad de capital riesgo. Conviene aclarar, no obstante, que este último tipo de transacciones se utiliza en otros procesos de adquisición no vinculados con esta industria.

Evolución de la industria de capital riesgo en España y comparación internacional

En España, el nacimiento de la industria de capital riesgo se remonta a mediados de la década de los setenta, si bien hasta el año 2000 no se alcanzó un volumen significativo. En sus inicios, la actividad estuvo ligada a las Administraciones Públicas, pero en la actualidad el mayor dinamismo de estas operaciones corresponde al sector privado. Así, la participación del sector público ha ido reduciéndose progresivamente, de modo que en 2005 tan solo el 18% de los operadores (sociedades y gestoras de fondos) registrados en nuestro país era de este tipo³.

Durante los últimos años, esta industria ha experimentado un notable desarrollo. Así, el número de operadores registrados en España pasó de 96 a 140 entre 2003 y 2006. En términos de actividad, la información disponible apunta también a un elevado dinamismo en el

3. Véase Ruiz Martín (2006).



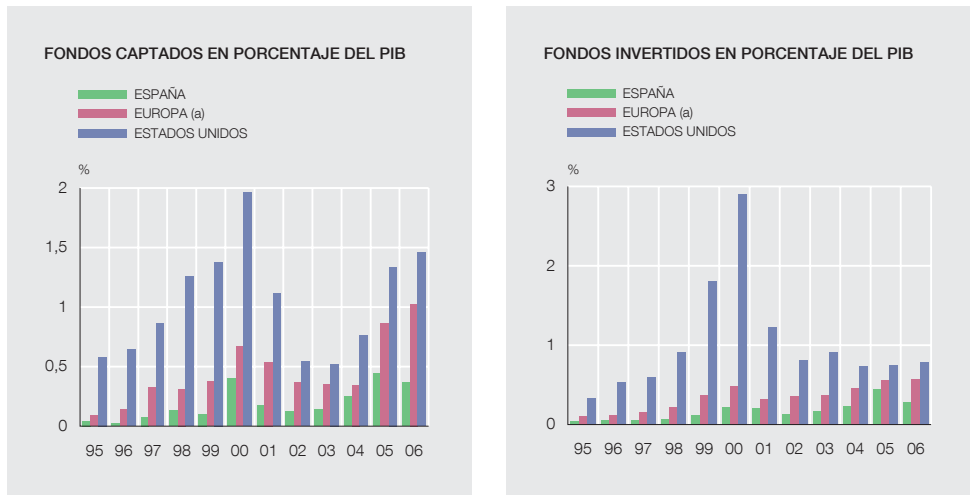
FUENTE: ASCRI.

período reciente. Así, tal como se aprecia en el gráfico 1, de acuerdo con los datos proporcionados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), tanto los volúmenes atraídos por los agentes que operan en nuestro país (suscripciones brutas de los partícipes o socios) como los invertidos (incluyendo solo las adquisiciones de empresas residentes) han avanzado rápidamente durante los últimos años. A la hora de valorar el primer indicador, conviene tener en cuenta, no obstante, que, al no disponerse del detalle de las suscripciones realizadas en oficinas en nuestro país por parte de las entidades paneuropeas, ASCRI realiza una estimación basada en la nacionalidad de la compañía adquirida⁴, por lo que estos datos deben tomarse con cautela. En todo caso, las compras de residentes presentaron una evolución similar, aunque por un volumen sustancialmente inferior, especialmente en 2005.

Varios factores, tanto globales como específicos, han podido contribuir al desarrollo de la industria de capital riesgo en España durante los últimos años. Entre los primeros cabe mencionar la demanda creciente de este tipo de producto por parte de inversores institucionales y los procesos de reestructuración empresarial, que se han visto impulsados por la globalización y, en el caso de Europa, por el mercado único. Entre los segundos se encuentra la introducción de un nuevo marco regulador para estas entidades a finales de 2005 (Ley 25/2005), que supuso la agilización del régimen administrativo, la flexibilización de las reglas de inversión y la posibilidad de crear nuevos productos (fondos de fondos)⁵.

Tal como se aprecia en el gráfico 2, a pesar del avance del capital riesgo en España, su importancia en relación con el PIB continúa siendo inferior a la que se observa en el conjunto de los países europeos y en Estados Unidos, tanto en términos de los fondos captados como de los invertidos⁶. La evolución temporal muestra en las tres áreas un perfil similar. Así, entre 1995 y 2000 se produjo una trayectoria creciente del negocio, asociada principalmente con la adquisición de empresas tecnológicas. Posteriormente se inició una etapa de menor actividad, y durante los últimos tres años se ha vuelto a experimentar un renovado auge, vinculado con operaciones apalancadas.

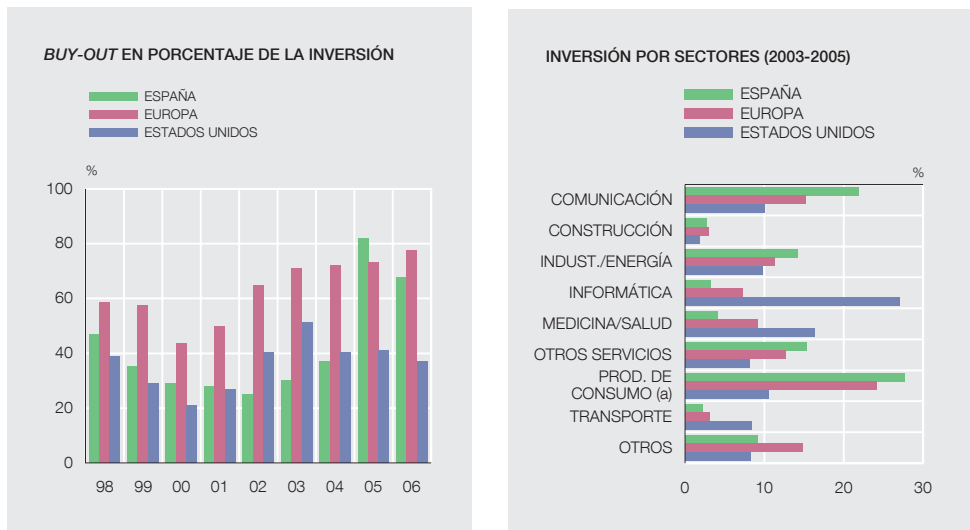
4. Se estima que en 2005 alrededor del 75% del volumen de fondos captados publicados por ASCRI era atribuible a fondos paneuropeos, mientras que en 2006 esa proporción se redujo al 30%. 5. Véase Banco de España (2006). 6. En el caso de Europa, se incluye el Reino Unido, donde esta industria tiene un peso mucho más elevado que en el resto de países.



FUENTES: ASCRI, EVCA, Thomson Financial y DataStream.

a. Se utiliza el PIB agregado de Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia, que representaban el 93% de fondos captados en Europa en 2005.

LA INVERSIÓN REALIZADA POR EL CAPITAL RIESGO

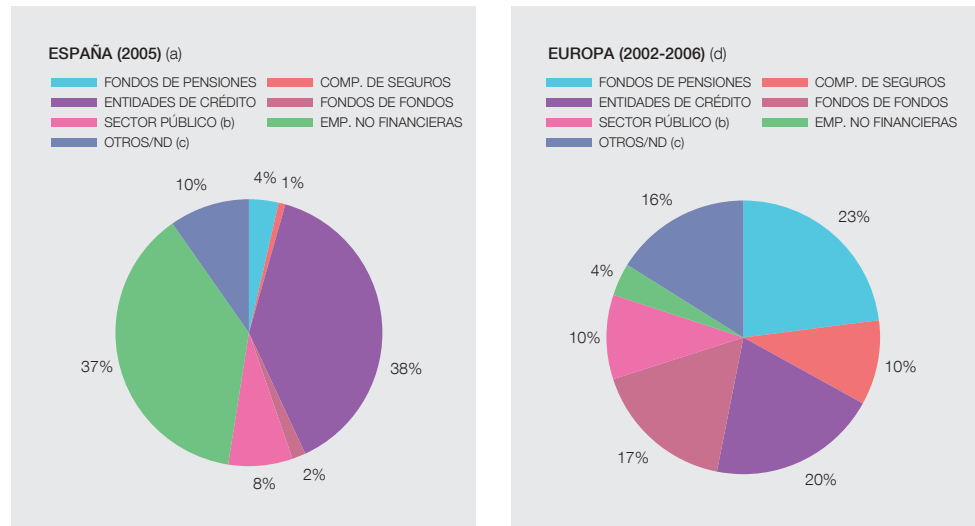


FUENTES: ASCRI, EVCA y Thomson Financial.

a. Incluye ocio y hostelería.

En cuanto al desglose entre *venture capital* y *buy-out*, en el panel izquierdo del gráfico 3 se observa cómo en los últimos años el primer tipo de operaciones ha ido ganando importancia en todas las áreas, especialmente en los países europeos, donde esta modalidad es actualmente mayoritaria. Esto contrasta con la situación en Estados Unidos, donde los fondos han continuado dirigiéndose mayoritariamente hacia las empresas en etapas de desarrollo. Asimismo, otro elemento diferenciador a nivel geográfico es el distinto peso de las operaciones apalancadas en las adquisiciones de *buy-out*. En concreto, mientras en la economía americana esta cifra se aproxima a la mitad del volumen de las inversiones, en compañías maduras en España representa prácticamente la totalidad de las mismas.

El detalle del destino de los fondos por sectores, que aparece en panel derecho del gráfico 3, muestra cómo en los últimos años en Estados Unidos, en línea con el mayor protagonismo del



FUENTE: EVCA.

- a. Excluye fondos captados por operadores transnacionales.
 b. Incluye agencias gubernamentales e instituciones académicas.
 c. Incluye hogares.
 d. Dato provisional para 2006.

venture capital en ese país, las industrias típicamente relacionadas con la innovación (como las de informática o medicina y salud) acapararon los mayores porcentajes de recursos. Por el contrario, en España y en Europa la mayor parte de las inversiones se dirigió hacia las empresas de comunicación y de consumo (donde se incluyen las relacionadas con el ocio y la hostelería).

El panel izquierdo del gráfico 4 muestra cómo las entidades de crédito y las sociedades no financieras fueron los principales inversores (en productos comercializados por operadores nacionales en 2005), concentrando entre ambos el 75% del total, mientras que el peso de las compañías de seguros y los fondos de pensiones era bastante residual. Esto último contrasta con la situación en el conjunto de Europa, donde entre 2002 y 2006 este tipo de agentes explicaba un tercio del importe global. Las estimaciones disponibles para Estados Unidos apuntan a que la importancia relativa de estas instituciones es incluso superior.

El reducido peso de las instituciones de capital riesgo en la cartera de las compañías de seguros y los fondos de pensiones en nuestro país se explica, al menos parcialmente, por las restricciones legales a las adquisiciones de estos productos por parte de dichos inversores. No obstante, esta situación podrá cambiar durante los próximos años, tras la reciente entrada en vigor del Reglamento de la Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, que permite de forma explícita que estas instituciones inviertan en sociedades de capital riesgo, y previsiblemente con la futura aprobación del nuevo Reglamento de los Fondos de Pensiones, en trámite legislativo, cuyo borrador actual amplía las posibilidades de participar en dichos mercados.

Conclusiones

La industria de capital riesgo ha experimentado recientemente en España un notable dinamismo, que ha discurrido en paralelo con lo que se ha observado en otros países europeos y en Estados Unidos. No obstante, a pesar de su expansión, el desarrollo de esta modalidad de inversión sigue siendo en nuestro país inferior al de las otras dos áreas, se concentra menos que en el caso americano en operaciones de *venture capital* y conlleva un mayor grado de

apalancamiento. De cara al futuro, las reformas recientes y las que se avecinan en el ámbito de los fondos de pensiones es probable que supongan un factor adicional de impulso de estos productos.

Para las empresas, las operaciones de capital riesgo constituyen una fuente de recursos adicional a los canales tradicionales, como los préstamos bancarios o la emisión de valores, que resulta especialmente útil para aquellas que por su fase temprana de desarrollo o sus necesidades de reestructuración encuentran dificultades en el acceso a este último tipo de fondos. Además, el asesoramiento especializado de los socios generales y su vinculación con la gestión de las compañías pueden fomentar mejoras de eficiencia. A través de estas dos vías, el desarrollo de este mercado puede contribuir favorablemente a dinamizar el tejido productivo, la innovación tecnológica y la productividad, y, por tanto, a sostener un mayor nivel de crecimiento económico.

Desde el punto de vista de los suscriptores de estos productos, el desarrollo del capital riesgo puede contribuir a aumentar la diversificación de las carteras, en la medida en que se incrementa el conjunto de posibilidades de inversión, aunque a costa de reducir el grado de liquidez de la misma.

Sin embargo, el auge del capital riesgo puede también llevar asociados algunos riesgos. En este sentido, varios organismos han expresado algunas preocupaciones con ciertos rasgos de su evolución reciente, como, por ejemplo, el incremento del endeudamiento que conllevan normalmente las operaciones apalancadas, que aumenta la exposición del sector a perturbaciones adversas, o la posible existencia de conflictos de interés, manipulación de precios e información privilegiada, ligados a la limitada transparencia de estas transacciones⁷, que discurrir, como se ha comentado, al margen de los mercados financieros convencionales.

16.4.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- ASCRI (2006). *Informe Anual*.
- BANCO DE ESPAÑA (2006). «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero.
- DEWAR, S. (2007). «Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement», *BBA Private Equity Briefing*.
- FMI (2007). *Global Financial Stability Report*, abril.
- FSA (2006). *Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement*, Discussion Paper n.º 06/6.
- KALRA, R., A. DUNETZ y R. HRVATIN (2006). «Going public with private equity CFOs», *Derivative Fitch Report*.
- RUIZ MARTÍN, M. (2006). *Actividad de las entidades de capital riesgo en España*, CNMV.

7. Véanse, por ejemplo, FSA (2006) y FMI (2007).

