



Actividad de las entidades de capital riesgo en España

Marián Ruiz Martín



Actividad de las entidades de capital riesgo en España

MARIÁN RUIZ MARTÍN

Monografía n.º 16

Diciembre 2006

Marián Ruiz Martín es técnico de la Dirección de Estudios y Estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 84-87870-59-7

Depósito Legal: M-52426-2006

Imprime: Cromotex

Resumen

Las entidades de capital riesgo extranjeras invirtieron en 2005 un elevado volumen de recursos en la compra de empresas españolas a través de operaciones apalancadas o *buyouts*. En algunos casos se trataba de empresas cotizadas que resultaron excluidas como consecuencia de la operación. Este documento intenta proporcionar una visión global del sector incluyendo cifras de los mercados europeo y norteamericano, así como entender el funcionamiento de las entidades que operan en él: la procedencia de los recursos que invierten; la preferencia por inversiones en *buyouts* en vez de fomentar el crecimiento de empresas menos maduras o el lanzamiento de nuevos negocios, cómo desinvierten o realizan el valor creado y cómo se estructura una operación de *buyout*.

Índice general

1. Introducción	13
2. El sector del capital riesgo en Europa	15
2.1. Comparación con Norteamérica	16
3. El sector del capital riesgo en España	19
3.1. Captación de fondos	20
3.2. Inversiones realizadas	23
3.3. Desinversiones	26
3.4. El futuro del capital riesgo en España	27
3.5. Operadores de capital riesgo en España	30
4. Estrategias del sector	31
4.1. Captación de fondos	31
4.2. Selección de inversiones	33
4.3. Desinversión	37
5. Operaciones de <i>buyout</i>	41
5.1. Operaciones de <i>buyout</i> en España	44
6. Conclusiones	47
7. Referencias bibliográficas	49
ANEXO I. Datos sobre el capital riesgo en Europa	51
A. Captación de fondos	51
B. Inversiones realizadas	53
C. Desinversiones	56
ANEXO II. Metodología y definiciones de la EVCA¹	59

¹ European Private Equity & Venture Capital Association.

Índice de cuadros

Cuadro 1.	Principales magnitudes del sector de capital riesgo en Europa, 2001-2005	16
Cuadro 2.	Números de operadores de capital riesgo y capitales gestionados	19
Cuadro 3.	Capital riesgo en España: fondos captados en 2004 y 2005	21
Cuadro 4.	Fondos captados por las entidades de capital riesgo (datos de ASCRI ²) y capital admitido a Bolsa	22
Cuadro 5.	Capital riesgo en España: inversiones realizadas en 2004 y 2005	25
Cuadro 6.	Capital riesgo en España: desinversiones realizadas en 2004 y 2005 por la forma de desinversión	27
Cuadro 7.	Diferencias en la creación de empleo entre empresas participadas por capital riesgo y un grupo de control (no participadas)	28
Cuadro 8.	Principales operadores de capital riesgo nacionales	30
Cuadro 9.	Principales operadores de capital riesgo extranjeros	30
Cuadro 10.	Rendimientos agregados anualizados	32
Cuadro 11.	Rendimientos agregados anualizados desde la constitución del fondo hasta 31-12-2003, 2004 y 2005	33
Cuadro 12.	Rendimientos a 31-12-2005 en Europa y Estados Unidos por plazos	35
Cuadro 13.	Principales operaciones de <i>buyout</i> en 2005 y primer semestre de 2006	45
Cuadro A.1.	Fondos captados en 2004 y 2005. País de origen de la ECR	51
Cuadro A.2.	Fondos captados en 2004 y 2005. Origen de los suministradores de recursos	52
Cuadro A.3.	Fondos captados por tipo de suministrador de recursos en 2004 y 2005	52
Cuadro B.1.	Inversiones en 2004 y 2005	53
Cuadro B.2.	Inversiones en 2004 y 2005 por fase de desarrollo	54
Cuadro B.3.	Distribución sectorial de las inversiones en Europa, período 2001-2005	55
Cuadro C.1.	Desinversiones en 2004 y 2005 por tipo de operación	56
Cuadro C.2.	Desinversiones realizadas en 2004 y 2005 por países	57

² Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Evolución de la captación de recursos en Europa y Norteamérica, 1998-2005	17
Gráfico 2.	Evolución de las inversiones en Europa y en Norteamérica, 1998-2004	18
Gráfico 3.	Distribución de las inversiones en Europa y Norteamérica, 1998-2004. Proyectos de expansión y <i>buyouts</i>	18
Gráfico 4.	Captación de fondos en España, 1998-2005. Datos de ASCRI	23
Gráfico 5.	Inversiones realizadas en España, 1998-2005. Datos de ASCRI	24
Gráfico 6.	Distribución de las inversiones por fase (%). Datos de ASCRI	24
Gráfico 7.	Captación de fondos en Europa, 1994-2005	31
Gráfico 8.	Inversiones realizadas en Europa, 1994-2005	34
Gráfico 9.	Distribución de las inversiones por fase (%)	34
Gráfico 10.	Evolución del número de salidas a Bolsa en Estados Unidos, 1996-2005	39

1. Introducción

Al hablar de capital riesgo hay que diferenciar entre lo que es el capital riesgo puro o *venture capital*, que se refiere a la inversión en etapas iniciales de un negocio y en proyectos de expansión, y las inversiones en empresas más maduras mediante operaciones de *buyout*³. En Europa se utiliza el término *private equity* para hablar de la industria en su conjunto, es decir, incluyendo *venture capital* y *buyouts*. En Estados Unidos, sin embargo, el término *venture capital* se refiere a las inversiones en etapas iniciales, expansión y otras etapas avanzadas y el término *private equity* se refiere solamente a los fondos que invierten en operaciones de *buyout*.

El crecimiento de la industria en Europa está produciéndose en éstas últimas operaciones y no en las de capital riesgo puro. En este documento se habla del capital riesgo en su conjunto distinguiendo entre los dos tipos de inversiones.

En el caso del capital riesgo puro, el inversor suele entrar en la compañía participada a través de una ampliación de capital o un préstamo participativo, ya que con los nuevos fondos se acometen proyectos de crecimiento, bien de forma orgánica o mediante adquisiciones (*buil-up*). En el caso de las inversiones en *buyouts*, el fondo compra acciones ya existentes y se convierte en el socio mayoritario.

El sector de capital riesgo a nivel europeo está captando en los últimos años una gran cantidad de recursos y está invirtiendo un gran porcentaje de ellos en operaciones de compras de empresas (*buyout*).

En relación con este tipo de operaciones, las entidades de capital riesgo, la mayoría extranjeras⁴, están mostrando mucho interés por la compra de empresas que cotizan en bolsa y por empresas que, aunque no cotizan, podrían convertirse en futuras salidas a bolsa. En el primer caso, las empresas terminan siendo excluidas de cotización. En el segundo caso, empresas familiares con tamaño suficiente para salir a bolsa eligen la venta privada.

Desde el punto de vista de los mercados, este escenario es preocupante, ya que el número de compañías que deciden salir a bolsa es escaso y, además, algunas de las

³ Véase Anexo II, donde se resumen la metodología y las definiciones del anuario de la EVCA: "*Tipo de inversión según la fase de desarrollo*".

⁴ Estas entidades son en su mayoría procedentes de Estados Unidos y del Reino Unido, donde la industria de capital riesgo está mucho más desarrollada que en el resto de Europa.

que ya cotizan resultan excluidas. Por otro lado, son pocas las entidades de capital riesgo que utilizan las salidas a bolsa como método de desinversión.

En este documento se intenta responder a las siguientes preguntas:

- ¿Por qué los inversores están aportando recursos a las entidades de capital riesgo como alternativa a la inversión en los mercados de valores?
- ¿Por qué las entidades de capital riesgo centran gran parte de sus inversiones en empresas de tamaño considerable que ya cotizan en bolsa o podrían hacerlo, en vez de fomentar el crecimiento de empresas más pequeñas o de reciente creación?
- Respecto a la desinversión, ¿por qué no funcionan las salidas a bolsa como método de desinversión?

La respuesta a la *primera cuestión* debe centrarse, sobre todo, en las expectativas de rentabilidad de los inversores. Las características intrínsecas de las inversiones del sector de capital riesgo, como la menor transparencia en las operaciones privadas y en la gestión de empresas que no cotizan, pueden ser fuente de rendimientos adicionales. Así, por ejemplo, el alto apalancamiento de la compañía que caracteriza a las operaciones de *buyout* que se realizan en esta industria aprovechando los bajos tipos de interés, permiten aumentar la rentabilidad de los fondos propios. Un elevado recurso a la deuda, en caso de cotizar la empresa, estaría penalizado por los inversores.

Respecto a la *segunda cuestión*, el interés en una operación de *buyout* viene dado porque la relación esperada entre rentabilidad y riesgo es más favorable que aquella que ofrecen las inversiones en etapas iniciales de un negocio. En Europa los gestores tienen menos experiencia que los que operan en Estados Unidos en este último tipo de inversiones. El menor volumen de inversiones en empresas pequeñas o de reciente creación se puede deber a otros motivos como la escasez de proyectos y al largo horizonte necesario para que estos proporcionen una rentabilidad aceptable en relación con el riesgo.

Con respecto a la *tercera cuestión*, hay que considerar que para las empresas en las que invierte el capital riesgo puede ser costosa la cotización bursátil. En Europa existe la necesidad de crear un verdadero mercado para empresas de pequeña y mediana capitalización que permita una alternativa de financiación para las pymes europeas y una vía de salida interesante para los inversores de capital riesgo.

La primera parte del documento incluye una descripción de la evolución del sector de capital riesgo en Europa y en España, a través de sus principales magnitudes: recursos captados, inversiones y desinversiones. En el caso de España, se comparan los recursos captados por el sector con la llegada de nuevos fondos a la bolsa. En la segunda parte se analiza las estrategias del sector en lo que se refiere a captación de fondos, selección de inversiones y desinversión, y se intenta responder a las cuestiones planteadas más atrás.

2. El sector de capital riesgo en Europa⁵

Durante los últimos cinco años, las entidades de capital riesgo europeas han conseguido *captar fondos* por valor de 193.786 millones de euros (véase cuadro 1 y gráfico 7). Los años 2000 y 2001 fueron especialmente fructíferos gracias al impulso de las inversiones en nuevas empresas tecnológicas y el auge del mercado de fusiones y adquisiciones, no obstante el año 2005 ha batido todos los records de captación con 71.771 millones. En el período 2001-2005 los bancos y los fondos de pensiones han aportado el 40,8% de los nuevos recursos, seguidos por las compañías de seguros y los fondos de fondos con un 23,3%, de forma conjunta.

Respecto a las *inversiones*, el 63,1% de las realizadas en el período 2001-2005 han sido operaciones de *buyout*, seguidas de las inversiones en proyectos de expansión, llegando a suponer ambas el 86,9% de las inversiones realizadas. En 2005, las inversiones en *buyout* han llegado a absorber el 68,2% de los nuevos recursos invertidos. Como se aprecia en el cuadro 1, las inversiones en etapas iniciales, especialmente en *start-up*, han disminuido de forma considerable. El importe de las inversiones en 2005 ha alcanzado los 47.000 millones de euros (véanse gráficos 8 y 9).

Las *desinversiones* también han ido creciendo durante el período de referencia hasta alcanzar los 29.796 millones de euros en 2005. En el cuadro 1 aparecen de forma muy agregada, pero se analizan con mayor detalle en el Anexo I para los años 2004 y 2005. Al hablar de desinversiones se piensa a menudo en la salida a través de una oferta pública de venta de acciones. Sin embargo, ésta no es la fórmula más habitual. La salida de un inversor de capital riesgo en una empresa puede hacerse de varias formas, siendo la más común la venta a terceros. ASCRI⁶ incluye la venta a una institución financiera dentro de *Otros*, pero la EVCA le dedica un epígrafe aparte. La venta a otro inversor de capital riesgo (operación secundaria o *secondary buyout (SBO)*) es una fórmula que está creciendo. Otras opciones serían la compra por parte de los accionistas originales o directivos (*buy-back*), el reembolso de préstamos, o bien, el reconocimiento de minusvalías (*write-offs*).

El sector, por otra parte, está experimentando un creciente proceso de globalización. Por un lado los *proveedores de fondos* invierten cada vez más en *firmas* de capital riesgo de distinto origen geográfico, y, por otro, *los gestores de los fondos* procuran encontrar los mejores *proyectos* de negocio en ámbitos geográficos más extensos

⁵ Fuente: EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) Yearbook 2006. En el Anexo I se ofrecen cifras sobre recursos captados, inversiones y desinversiones en Europa con mayor detalle y por países.

⁶ Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

Principales magnitudes del sector de capital riesgo en Europa, 2001-2005

CUADRO 1

(importes en millones de euros)

	2001		2002		2003		2004		2005		Total 5 años	
	Importe	%										
FONDOS CAPTADOS	40.012	100	27.533	100	27.020	100	27.451	100	71.771	100	193.786	100
Bancos	9.189	23,0	6.845	24,9	5.436	20,1	5.091	18,5	11.890	16,6	38.451	19,8
Fondos de pensiones	10.231	25,6	4.253	15,4	4.922	18,2	4.534	16,5	16.817	23,4	40.756	21,0
Cías. de seguros	4.700	11,7	3.588	13,0	2.214	8,2	2.812	10,2	7.535	10,5	20.850	10,8
Fondos de fondos	4.645	11,6	3.413	12,4	4.154	15,4	3.164	11,5	8.854	12,3	24.229	12,5
Resto inversores	9.444	23,6	7.937	28,8	8.585	31,8	7.885	28,7	22.608	32,0	56.459	29,1
Total nuevos fondos	38.210	95,5	26.036	94,6	25.311	93,7	23.486	85,6	67.703	94,3	180.746	93,3
Plusvalías realizadas	1.802	4,5	1.497	5,4	1.709	6,3	3.965	14,4	4.067	5,7	13.041	6,7
INVERSIONES	24.331	100	27.648	100	29.096	100	36.920	100	47.000	100	164.996	100
Semilla	531	2,2	305	1,1	150	0,5	148	0,4	97	0,2	1.231	0,7
Start-up	3.653	15,0	2.614	9,5	1.974	6,8	2.230	6,0	2.334	5,0	12.806	7,8
Expansión	8.005	32,9	6.870	24,8	6.241	21,4	7.894	21,4	10.240	21,8	39.250	23,8
Sustitución	1.198	4,9	941	3,4	2.293	7,9	905	2,5	2.276	4,8	7.612	4,6
Buyout	10.945	45,0	16.917	61,2	18.438	63,4	25.743	69,7	32.054	68,2	104.097	63,1
DESINVERSIONES	12.474	100	10.675	100	13.554	100	19.550	100	29.796	100	86.049	100
Venta a terceros	4.228	33,9	3.301	30,9	2.762	20,4	4.627	23,7	6.721	22,6	21.639	25,1
Oferta pública	1.386	11,1	1.264	11,8	1.600	11,8	2.305	11,8	2.650	8,9	9.204	10,7
Reconocimiento de minusvalías	2.848	22,8	3.201	30,0	1.577	11,6	1.901	9,7	1.406	4,7	10.933	12,7
Otros*	4.013	32,2	2.909	27,3	7.615	56,2	10.717	54,8	19.019	63,8	44.273	51,5
CARTERA AL COSTE	106.820		123.649		139.027		156.146		173.350			

* En "Otros" se incluyen las desinversiones realizadas mediante: reembolso de préstamos, venta a otra ECR, venta a una institución financiera, recompra por parte de los accionistas y otros. En el cuadro C.1 se ofrece con mayor detalle para los años 2004 y 2005.

Fuente: EVCA 2006 Yearbook.

(véanse cuadros A.2 y B.1 del Anexo I). En particular, muchos fondos estadounidenses invierten en Europa, así como los inversores europeos se interesan por los proyectos de inversión en Estados Unidos.

Un estudio realizado por Deloitte en 2006⁷ respalda esta afirmación. Las preguntas de la encuesta tenían como objetivo conocer el grado en que las entidades de capital riesgo están expandiendo geográficamente sus inversiones y cambiando, por tanto, la visión territorial del negocio, de local a global. De las 119 empresas europeas encuestadas, casi el 70% admitió tener planes a medio plazo para internacionalizar sus inversiones. La mayoría de ellas (el 73%) pensaban en otros territorios europeos para su expansión.

2.1. Comparación con Norteamérica

En este punto se ofrece una visión global del sector a nivel mundial de acuerdo con el informe realizado por *PricewaterhouseCoopers*⁸ para el período 1998-2004.

⁷ Deloitte: "Global trends in venture capital 2006 survey". 2006.

⁸ Global Private Equity Report 2005. *PricewaterhouseCoopers*.

En cuanto a los fondos captados, en el período de referencia se captaron 1.038 billones de dólares en todo el mundo. Norteamérica⁹ ha sido el principal proveedor de recursos con un 67%, seguido de Europa con el 24% y el 7% procedente de Asia Pacífico. En 2004 se captaron \$131 billones, correspondiendo a Norteamérica el 65,5% del total y a Europa el 24,6% (véase gráfico 1). No obstante en 2005 Europa captó recursos por valor de 71.771 millones de euros (\$89,3 billones) y Estados Unidos, según la NVCA¹⁰, captó \$111,4 billones. Como se vio en el cuadro 1, en los últimos cinco años los fondos de pensiones han aportado el 21% de los recursos captados en Europa; en EEUU esta cifra se sitúa entorno al 50%.

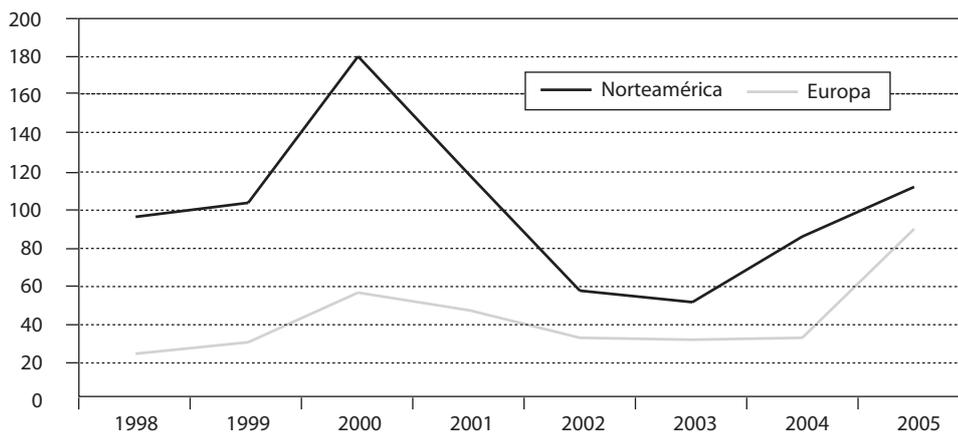
Las inversiones han estado algo más repartidas a pesar de que dos tercios de los recursos procedieran de Norteamérica. Los \$800 billones invertidos en el período 1998-2004 en el mundo se han distribuido de la siguiente forma: un 57% en Norteamérica, un 28% en Europa, 10% en Asia Pacífico y el resto en África y Sudamérica. En 2004 se han invertido \$110 billones y Norteamérica y Europa han alcanzado un porcentaje similar de inversiones (el 41% y el 39% respectivamente, véase gráfico 2), siendo EEUU, Reino Unido y Japón los países que atrajeron el mayor volumen. España en 2004 subió del décimo puesto al sexto en el ranking mundial de inversiones.

En relación con el Producto Interior Bruto (PIB), las inversiones realizadas en 2004 suponen el 0,30% del PIB mundial. En Norteamérica han alcanzado el 0,38% del PIB y en Europa el 0,37%.

El pico que experimentó el sector durante el boom de las empresas tecnológicas fue mucho más pronunciado en EEUU que en Europa como se observa en los gráficos 1 y 2.

Las inversiones en Norteamérica en 2004 disminuyeron un 25% con respecto a 2003 (gráfico 2), mientras que en Europa han ido creciendo desde 2001. En 2005 en

Evolución de la captación de recursos en Europa y en Norteamérica, 1998-2005 (importes en billones de dólares) GRÁFICO 1



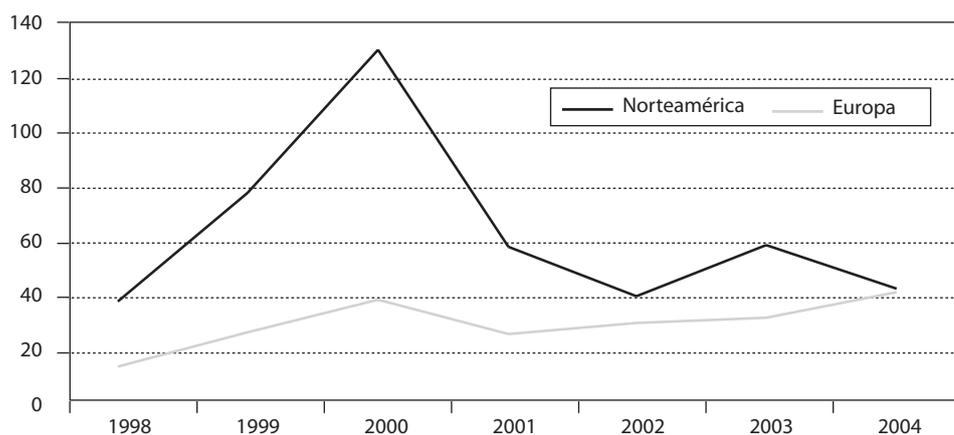
Fuente: PricewaterhouseCoopers para el período 1998-2004 y EVCA y NVCA para 2005. El importe de 2005 para Norteamérica incluye sólo a EEUU.

⁹ Incluye Estados Unidos y Canadá, aunque Canadá tiene poco peso en el total.

¹⁰ National Venture Capital Association.

Evolución de las inversiones en Europa y en Norteamérica, 1998-2004 (importes en billones de dólares)

GRÁFICO 2



Fuente: PricewaterhouseCoopers.

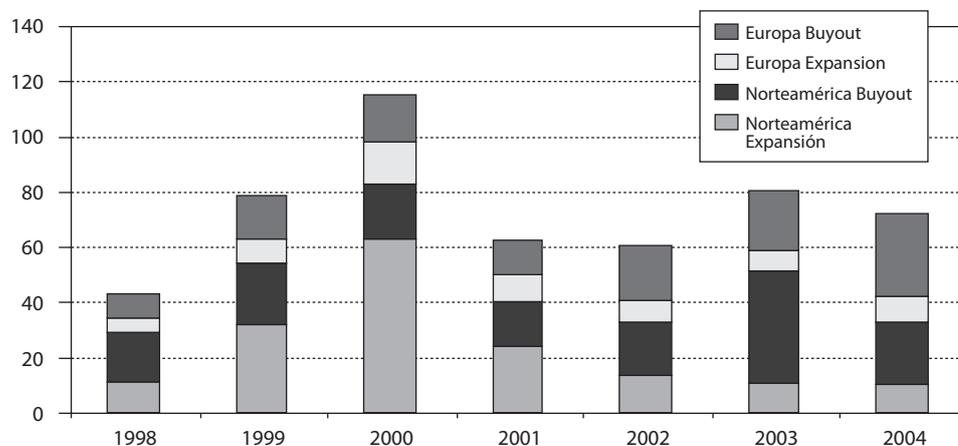
Europa se invirtieron 47.000 millones de euros (cuadro 1) o, lo que es lo mismo, \$58,5 billones de dólares.

Las inversiones que ocasionaron el elevado aumento en el año 2000 en Norteamérica están incluidas en las referentes a etapas iniciales de negocio o expansión.

En el gráfico 3 se puede observar que en Norteamérica han prevalecido las inversiones en proyectos de expansión sobre los *buyouts* hasta el año 2002, en que estos últimos superaron a las primeras en importe. A pesar de ello, en 2004 los *buyouts* cayeron un 44% con respecto a 2003. La distribución de las inversiones en 2004 fue: 51% en *buyout*, 22% en expansión, 16% en otras etapas maduras y 11% en etapas iniciales. En Europa predominan las inversiones en *buyout* durante todo el período estudiado como ya se vio en el cuadro 1.

Distribución de las inversiones en Europa y en Norteamérica, 1998-2004. Proyectos de expansión y *buyouts* (importes en billones de dólares)

GRÁFICO 3



Fuente: PricewaterhouseCoopers.

3. El sector del capital riesgo en España¹¹

La actividad de capital riesgo en España se inició a mitad de la década de 1970 promovida por las administraciones públicas. A mediados de la década de 1980 se inició un significativo ciclo inversor en el que jugaron un papel importante los inversores extranjeros. En el período 1992-1996 se estabilizó el número de participantes en la industria, al mismo tiempo que las inversiones se fueron alejando de los proyectos en fase inicial. Posteriormente, entre 1997 y 2001, el sector de capital riesgo en España ha experimentado un segundo ciclo de crecimiento en consonancia con el patrón europeo.

Tras acusar el impacto de la crisis de las nuevas empresas tecnológicas, el sector muestra en la actualidad signos de crecimiento. Desde 2003, la actividad de capital riesgo ha ido creciendo de forma importante, alcanzando cifras record de inversiones en 2005. A finales de 2005 había 124 entidades operando en España, quince de ellas iniciaron su actividad en ese año y una cesó (véase cuadro 2). De las 124 empresas de capital riesgo solamente 22 son públicas. Hay que resaltar que desde el año 2000, han sido 77 las entidades nuevas que se han instalado en España, a la vez que han desaparecido 10 de ellas. En el cuadro 2 se muestra la evolución de los capitales gestionados. En 2005 el 50% de los capitales en gestión eran recursos de procedencia extranjera.

Número de operadores de capital riesgo y capitales gestionados

CUADRO 2

(importes en millones de euros)

Tipo de entidad	2003		2004		2005	
	N.º	Capitales gestionados	N.º	Capitales gestionados	N.º	Capitales gestionados
Sociedades de capital riesgo	52	1.577	59	1.965	61	2.123
Sociedades gestoras	44	5.920	51	7.473	63	10.691
TOTAL	96	7.497	110	9.438	124	12.814

Fuente: "El capital riesgo en España en 2005" *Web capital riesgo en colaboración con ASCRI*.

La nueva Ley reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras¹², ha tenido muy buena acogida por parte del sector, tanto a nivel nacional como internacional. Dicha Ley supone:

¹¹ Fuente: "El capital riesgo en España en 2005" *Web capital riesgo en colaboración con ASCRI*. "El capital riesgo en España. Primer semestre de 2006" *Web capital riesgo en colaboración con ASCRI*. Septiembre, 2006.

¹² Ley 25/2005, de 24 de noviembre, publicada en el BOE del 25 de noviembre.

- Una mejora en el régimen administrativo de las entidades, distinguiendo entre las ECR de régimen común y las ECR de régimen simplificado. Estas últimas gozan de determinadas excepciones a las reglas de constitución, inversión y supervisión.
- La flexibilización de las inversiones permitiéndoles invertir en sociedades cotizadas para excluirlas de bolsa (operaciones *public to private (Ptop)*) en el plazo máximo de un año; participar en empresas no inmobiliarias pero con más de un 50% del activo invertido en inmuebles, siempre que este se encuentre afecto al desarrollo de actividades económicas; asesorar a empresas no participadas; y sacar a bolsa compañías participadas como vía de liquidez y desinversión.
- La posibilidad de crear fondos de fondos, lo que permitirá captar los ahorros del inversor medio.
- El mantenimiento de un régimen fiscal favorable. Las plusvalías obtenidas por la venta de participadas estarán exentas en un 99% cumpliendo unos requisitos. Los dividendos percibidos de las empresas participadas no tributan.
- Una mejora en el funcionamiento de los coeficientes de inversión.

Hasta septiembre de 2006, al amparo de la nueva ley, se han registrado en la CNMV 17 SCR, 7 SGECR, 16 FCR y tres fondos de fondos: Altamar, Arcano y Santander, y el BBVA prepara el lanzamiento de otro. Algunas de las entidades registradas ya operaban en el sector. Muchas de las nuevas entidades registradas se han acogido al régimen simplificado y otras que estaban registradas se han transformado para acogerse a dicho régimen.

La evolución del sector de capital riesgo en España durante los años 2004 y 2005 se muestra en los cuadros 3, 5 y 6. La base de datos de ASCRI incluye todas las entidades de capital riesgo que operan en España, es decir, las constituidas al amparo de la Ley que están inscritas en los registros de la CNMV y las que no lo están.

En 2005, el sector de capital riesgo en España ha experimentado un crecimiento importante. Del año 2005 hay que destacar las operaciones de *buyout* de gran tamaño y, dentro de ellas, los casos en los que han supuesto la exclusión de cotización de la empresa objetivo (operación *PtoP*).

3.1. Captación de fondos

En el cuadro 3 se presenta el total de fondos captados distribuidos por tipo de entidad aportante de recursos. Los recursos captados en 2005 casi han duplicado la cifra registrada en 2004. No obstante, las tres cuartas partes del total corresponden a inversiones realizadas por fondos paneuropeos en empresas españolas. Entre estas inversiones se encuentran las compras de Auna, Amadeus y Cortefiel.

Existe una discrepancia metodológica entre las cifras contabilizadas por ASCRI y por la EVCA. La EVCA utiliza el criterio de origen de la entidad de capital riesgo para contabilizar los fondos captados en un país y ASCRI el país de destino de las inversiones que se realicen con dichos fondos. Es decir, ASCRI incluye en la cifra de nuevos fondos captados por España las inversiones que los fondos paneuropeos rea-

lizan en nuestro país. Según la EVCA los fondos captados por España en 2005 han sido 1.020 millones de euros en vez de los 4.042 millones contabilizados por ASCRI. En el cuadro 3 se muestran dos columnas para el año 2005: una para los datos de ASCRI y otra para los de EVCA.

Capital riesgo en España: fondos captados en 2004 y 2005

CUADRO 3

(importes en millones de euros)

	2004		2005			
	Importe (según ASCRI)	%	Importe (según ASCRI)	%	Importe (según EVCA)	%
Instituciones financieras	940,0	44,5	993,5	24,6	392,7	38,6
Fondos de pensiones	361,2	17,1	1.652,2	40,9	35,8	3,5
Compañías de seguros	50,1	2,4	115,0	2,8	9,0	0,9
Fondos de fondos	175,6	8,3	501,4	12,4	17,8	1,7
Empresas no financieras	152,8	7,2	486,0	12,0	384,4	37,8
Particulares	131,4	6,2	100,4	2,5	41,4	4,1
Inversores públicos	203,4	9,6	79,8	2,0	79,8	7,8
Inst. académicas	0,0	0,0	13,9	0,3	0,0	0,0
Mercados de valores	91,2	4,3	85,0	2,1	44,0	4,3
Otros	4,9	0,2	13,0	0,3	13,0	1,3
Plusvalías realizadas	0,2	0,0	1,8	0,0	1,8	0,0
TOTAL	2.110,8	100,0	4.041,9	100,0	1.019,8	100,0
Nacional	1.173,4	55,6	928,2	23,0	926,8	90,9
Resto Europa	566,3	26,8	1.287,4	31,9	82,7	8,1
Resto del mundo	371,1	17,6	1.826,3	45,1	10,3	1,0

Fuente: ASCRI. Informe 2006.

De acuerdo con ASCRI, ha aumentado la proporción de fondos aportados por inversores extranjeros, desde el 47,7% en 2004 hasta el 77% en 2005. Los recursos procedentes del resto del mundo son, en su mayoría, de Estados Unidos. Concretamente, el 42,7% del total de recursos captados en 2005 proceden de dicha zona. El Reino Unido aportó el 21,7% del total de recursos.

Los principales aportantes de fondos en 2005 han sido los fondos de pensiones, que han ocupado el puesto que históricamente ostentaban las instituciones financieras. Estos fondos de pensiones proceden, en su mayoría, de EEUU donde constituyen el principal motor del capital riesgo.

De acuerdo con la EVCA, los principales aportantes de fondos han sido las instituciones financieras seguidas de las empresas no financieras. Los fondos de pensiones tienen muy poco peso como inversores en las entidades de capital riesgo españolas. A 31 de diciembre de 2005 los fondos de pensiones españoles tenían algo menos del 1% del total de su patrimonio invertido en fondos de capital riesgo (695 millones de

euros sobre 74.687 millones de patrimonio). El Reglamento actual de los fondos de pensiones¹³ les permite invertir en las entidades de capital riesgo reguladas por la Ley de capital riesgo cumpliendo los requisitos exigidos a los “valores no negociados en mercados regulados”¹⁴. En la modificación prevista del Reglamento las inversiones en capital riesgo quedan fuera del apartado de “valores no negociados en mercados regulados”, por lo que ya no deberán cumplir los mismos requisitos, flexibilizando así el régimen de inversiones. Esta reforma venía siendo demandada por parte de los fondos de pensiones.

Durante los tres primeros trimestres de 2006 se han captado recursos por importe de 1.912,2 millones de euros, según ASCRI. Hay que destacar que el 53% de estos recursos provienen de entidades de capital riesgo nacionales, mientras que el resto corresponde a la aplicación de recursos por parte de los fondos paneuropeos a las inversiones en España.

Los nuevos recursos captados se prevé que sean destinados en un 76,5% a operaciones tipo *buyout* y un 23,5% a inversiones en etapas iniciales y en proyectos de expansión. Estos porcentajes están en consonancia con la distribución del importe invertido en 2005, como se verá más adelante (cuadro 5).

En el cuadro 4, se comparan los fondos captados por el sector de capital riesgo con los nuevos capitales admitidos a bolsa durante los años 2002, 2003, 2004 y 2005. En dicho cuadro se puede observar que, a pesar de la tendencia creciente en la captación de recursos por parte de las entidades de capital riesgo, el capital nuevo admitido cada año a cotización ya sea en forma de ampliaciones de capital o de nuevas salidas a bolsa, es superior en una cuantía importante. En 2002 hay que destacar las salidas a bolsa de Arcelor y Enagás y en 2004 la ampliación de capital realizada por el SCH para la compra del Abbey National Bank. La única salida a bolsa en 2005 fue la de Corporación Dermoestética.

Fondos captados por las entidades de capital riesgo (datos de ASCRI) CUADRO 4
y capital admitido a bolsa (importes en millones de euros)

	2002	2003	2004	2005
FONDOS CAPTADOS por CR (A)	860	1.048	2.111	4.042
Ampliaciones de capital	4.713	3.289	18.748	9.496
Salidas a bolsa	3.325	470	2.988	157
TOTAL CAPITAL ADMITIDO (B)	8.038	3.759	21.736	9.653
(A-B)	-7.178	-2.711	-19.625	-5.611

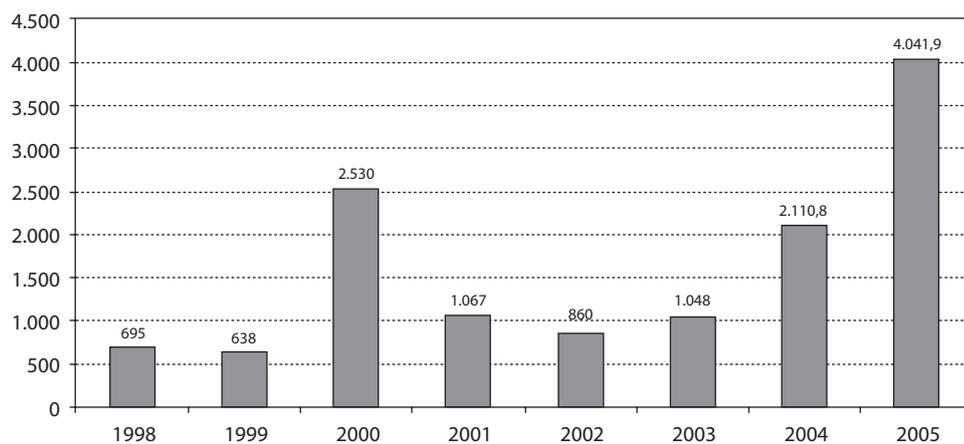
Fuente: CNMV.

En el gráfico 4 se puede observar la evolución de los recursos captados en España durante los últimos 8 años. Al igual que ocurrió en Europa (véase gráfico 8), en el año 2000 se produjo un fuerte aumento de la captación de fondos, que sufrió una

¹³ Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones.

¹⁴ Artículo 70.7.

(importes en millones de euros)



Fuente: ASCRI.

severa corrección tras el estallido de la burbuja tecnológica. A partir de 2003 se recupera la tendencia creciente en volúmenes captados, destacando el año 2005. En 2004 se captaron, según la EVCA 1.577 millones de euros.

3.2. Inversiones realizadas

En 2005, el volumen de inversiones ha experimentado un crecimiento superior al 100% con respecto a 2004 (véase cuadro 5 y gráfico 5). Este aumento se explica por las grandes operaciones protagonizadas por los fondos paneuropeos. Concretamente, el 72,3% del volumen invertido en 2005 procedía de dichos fondos. Las siete operaciones que acapararon gran parte de los recursos invertidos fueron: Auna Tlc, Amadeus, Cortefiel, Recoletos, Mivisa, Panrico y Applus+.

Con respecto al criterio de contabilización de inversiones, la EVCA utiliza en unos casos el país de destino y en otros el de origen de la entidad de capital riesgo en función de si la empresa matriz tiene o no sucursal en el país de destino. Por lo tanto, según la EVCA el volumen de inversiones en España en 2005 ha sido de 2.662 millones de euros y según ASCRI ha sido de 4.118 (véase cuadro 5). No obstante, en el cuadro B.1 del Anexo I la EVCA incluye una columna con las inversiones según el país de destino, donde España aparece con una cifra muy superior: 4.299 millones de euros.

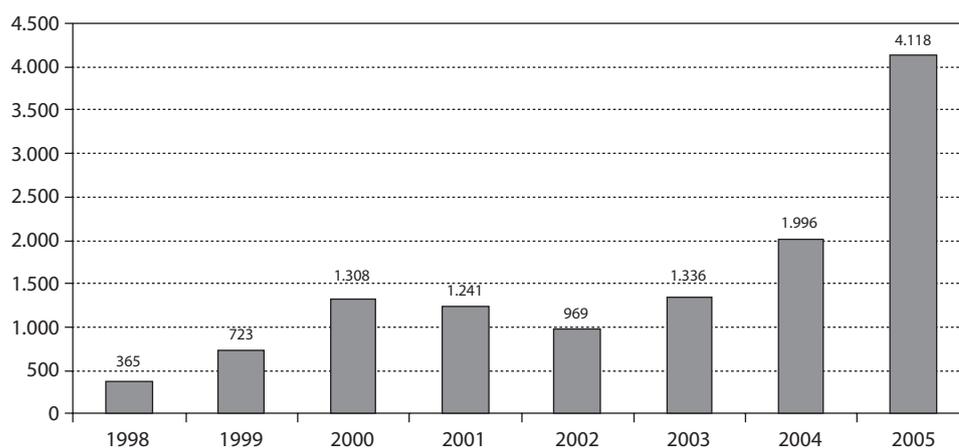
Al tratarse las siete operaciones mencionadas en su mayoría de *buyout*¹⁵, por primera vez en España el volumen invertido en este tipo de proyectos ha sido mucho mayor que el destinado a proyectos de expansión, que eran históricamente los que acaparaban mayor porcentaje de recursos (véase gráfico 6). A pesar de ello, los proyectos

¹⁵ De las 48 empresas en las que se realizó un *buyout*, las más relevantes fueron Auna, Amadeus, Cortefiel, Recoletos, Panrico, Mivisa, Saprogal y Famosa (véase apartado 5.1 sobre operaciones de *buyout* en España).

Inversiones realizadas en España, 1998-2005. Datos de ASCRI

GRÁFICO 5

(importes en millones de euros)



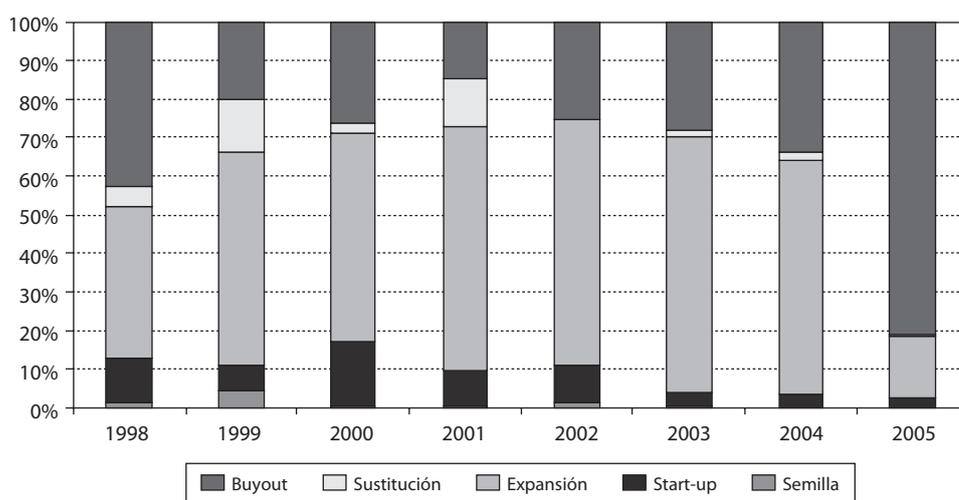
Fuente: ASCRI.

de expansión¹⁶ en número siguen encabezando la lista, seguidos por las inversiones en start-up y semilla, que han aumentado con respecto al año anterior. Las inversiones en estas etapas iniciales han pasado de 96 empresas en 2004 a 155 en 2005. El volumen de inversión que se dedica al segmento del *Venture Capital* o *Capital Riesgo Puro*¹⁷ en España sigue siendo inferior a la media europea, el 4,5% frente al 6,4%. Los países con mayor peso en *Venture Capital* son Grecia, Irlanda y Dinamarca.

De las operaciones apalancadas mencionadas, hay que destacar que tres han constituido una operación *public to private*, resultando excluidas de bolsa las empresas Recoletos, Amadeus y Cortefiel.

Distribución de las inversiones por fase (%). Datos de ASCRI

GRÁFICO 6



Fuente: ASCRI.

¹⁶ Los más relevantes fueron Applus+ y Pepe Jeans.

¹⁷ Véase Anexo II sobre definiciones.

Capital riesgo en España: inversiones realizadas en 2004 y 2005

CUADRO 5

(importes en millones de euros)

	2004			2005					
	Importe (según ASCRI)	%	N.º empres- as	Importe (según ASCRI)	%	N.º empres- as	Importe (según EVCA)	%	N.º empres- as
INVERSIONES DISTRIBUIDAS									
POR FASE									
Semilla	6,3	0,3	16	8,8	0,2	52	8,8	0,3	52
Start-up	66,0	3,3	80	108,9	2,6	103	108,9	4,1	103
Expansión	1.211,4	60,7	279	649,8	15,8	257	651,1	24,5	258
Sustitución	37,9	1,9	7	31,8	0,8	4	31,8	1,2	4
Buyout	671,8	33,7	16	3.317,2	80,6	48	1.861,7	69,9	47
Otras	2,4	0,1	4	1,3	0,0	1	0	0,0	0
TOTAL	1.995,9	100	402	4.117,7	100	465	2.662,2	100	464
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL¹⁸									
Informática	152,3	7,6	52	21,4	0,5	67	19,8	0,7	54
Otros electrónica	10,4	0,5	11	4,9	0,1	9	5,6	0,2	10
Productos y servicios industriales	162,5	8,1	70	212,2	5,2	49	212,2	8,0	49
Productos de consumo	168,9	8,5	50	908,5	22,1	70	908,5	34,1	70
Agricultura	0,8	0,0	2	5,8	0,1	7	5,8	0,2	7
Energía	105,0	5,3	21	84,2	2,0	21	84,2	3,2	21
Química y plásticos	22,0	1,1	20	57,6	1,4	19	57,6	2,2	19
Construcción	53,0	2,7	18	87,7	2,1	20	87,7	3,3	20
Medicina y salud	165,9	8,3	27	79,5	1,9	24	79,5	3,0	24
Hostelería y ocio	30,0	1,5	20	103,0	2,5	20			
Comunicaciones	448,1	22,5	28	1.544,1	37,5	37	615,1	23,1	49
Biotecnología	5,4	0,3	12	8,7	0,2	21	8,7	0,3	21
Automatización industrial	1,5	0,1	4	2,5	0,1	5	2,5	0,1	5
Servicios financieros	0,4	0,0	2	0,7	0,0	5	0,7	0,0	5
Otros servicios	545,7	27,3	35	621,2	15,1	47	198,7	7,5	66
Otros	59,7	3,0	17	175,7	4,3	20	175,7	6,6	20
Transporte	21,8	1,1	6	14,9	0,4	6	14,9	0,5	6
Otros producción	42,4	2,1	7	185,4	4,5	18	185,4	7,0	18
INVERSIÓN TOTAL	1.995,9	100	402	4.117,7	100	465	2.662,2	100	464
Subtotal High-Tech¹⁹	180,6	9,0	129	2.153,4	52,3	173	698,0	26,2	172

Fuente: ASCRI. Informe 2006.

¹⁸ Véase Anexo II sobre definiciones.

¹⁹ Del total de inversiones realizadas, este epígrafe muestra cuántas han sido en empresas de carácter tecnológico.

Según ASCRI, los sectores de *Comunicaciones*, *Productos de consumo* y *Otros servicios* han acumulado casi las tres cuartas partes de los fondos invertidos en 2005. Las operaciones incluidas en cada uno de los sectores que han provocado este reparto de los recursos han sido: Auna Tlc (*Comunicaciones*), Panrico, Cortefiel y Saprogal (*Productos de consumo*) y Amadeus (*Otros servicios*). Por otro lado, el aumento del peso en inversiones en empresas de carácter tecnológico (52,3% en 2005 frente al 9% en 2004) es debido a la operación de Auna Tlc. De los datos del cuadro 5 se deduce que la EVCA no ha incluido esta operación.

Hasta el 30 de septiembre de 2006, las entidades de capital riesgo han invertido 1.791 millones de euros en España. Continúa el patrón de inversiones registrado en 2005 en lo que se refiere a la distribución de inversiones por fase, aunque con menos “megaooperaciones” que en 2005. De este modo, las operaciones apalancadas han acaparado un 65% del volumen invertido y los proyectos de expansión un 24% del mismo. Hay que destacar las operaciones de Grupo Levantina, TALGO, La Sirena, Unión Española de Explosivos, Svenson, Viajes Iberostar, Gamesa Energía Servicios, Telepizza, Gasmedi y STEN (véase cuadro 13). Quedan pendientes operaciones como Dorna, Applus+, Calvo. También se baraja la venta de Endemol por parte de Telefónica a un consorcio formado por Apax, Cinven, CVC, Permira, Providence y KKR.

Se prevé que el 2006 se cierre con un volumen total de inversiones de 3.000 millones de euros. El año 2005 fue un año excepcional en volumen de inversiones debido a grandes operaciones como fueron Auna Tlc y Amadeus.

3.3. Desinversiones²⁰

Las desinversiones experimentaron un aumento importante a partir de 2002, en consonancia con el aumento de las inversiones. En 2005 casi se triplicó el importe desinvertido en 2004. Los operadores que efectuaron mayor número de desinversiones fueron 3i Europe y Catalana d’Iniciatives.

Las operaciones más significativas realizadas fueron la venta de Auna/Amena (Santander Capital Desarrollo) a France Telecom, la venta de Panrico (Caixa Capital Risk and Bidsa) a Apax Partners, la desinversión de Probitas Pharma (Santander Capital Desarrollo) y la venta del grupo Saprogal (Grupo Carlyle) a Mercapital.

La estancia media en las empresas desinvertidas se ha mantenido en torno a los 5 años durante el período 2002-2004, aumentando ligeramente en 2005 hasta 5,3 años. Los mayores períodos de permanencia se correspondieron con empresas con menor grado de desarrollo, mientras que en las empresas consolidadas la estancia media se situó ligeramente por encima de los 4 años.

En cuanto a las vías de desinversión, la venta a terceros fue el método más utilizado representando un 37% del total. La novedad en 2005 fue el crecimiento de los *secondary buyouts*, que se situó en segundo lugar con el 27% y 21 operaciones realizadas. Finalmente, la recompra por parte de los accionistas originales (*buy-back*) acaparó el 20,8% del importe desinvertido. El reembolso de préstamos perdió peso como método de desinversión utilizado en 2005 con respecto a 2004.

²⁰ Los importes de las desinversiones son a precio de coste.

Capital riesgo en España: desinversiones realizadas en 2004 y 2005, por la forma de desinversión (importes en millones de euros)

CUADRO 6

	2004		2005	
	Importe	%	Importe	%
Recompra accionistas	113,7	22,1	309,4	20,8
Venta a otra ECR	53,8	10,5	402,8	27,0
Venta a terceros	155,3	30,2	551,7	37,0
Venta en Bolsa	0,0	0,0	8,1	0,5
Reconocimientos minusvalías	51,5	10,0	70,7	4,7
Reembolso préstamos	71,4	13,9	63,7	4,3
Otros	69,2	13,4	84,4	5,7
TOTAL	514,9	100,0	1.490,8	100,0

Fuente: ASCRI. Informe 2006.

La salida a bolsa como vía de desinversión creció tímidamente: en 2003 se realizaron cuatro operaciones de oferta pública, en 2004 ninguna y en 2005 una, la de Corporación Dermoestética, compañía participada por GED Iberian Private Equity e Inversiones Valencia Capital Riesgo, S.C.R.

Durante los nueve primeros meses de 2006, se han realizado desinversiones por valor de 1.067 millones de euros, destacando las salidas a Bolsa de Renta Corporación y Gam (la primera por 3i Europe y la segunda por Nmás1 y Dinamia). Técnicas Reunidas, sociedad participada por las sociedades de capital riesgo del BBVA prepara su salida a Bolsa, así como la compañía aérea de bajo coste Vueling. La operación más importante fue la venta a Acciona de la participación que tenían los fondos de Mercapital y Bridgepoint y el empresario Luís Arregui en Corporación Eólica CESA. Por otro lado, se han registrado 11 *secondary buyouts*, entre los que se encuentra el *management buyout* (MBO) de Svenson (véase cuadro 13).

3.4. El futuro del capital riesgo en España

En julio de 2005 ASCRI presentó el informe “Impacto económico y social del capital riesgo en España: período 1991-2002”²¹. La principal conclusión del estudio es que el capital riesgo estimula fuertemente la economía española y así ha sido durante la década de los 90.

Para realizar dicho estudio se han tenido en cuenta todas las inversiones realizadas por entidades de capital riesgo en España en la década de los 90, en total 920 empresas participadas. Se constituyeron dos muestras de empresas, una formada por las financiadas por capital riesgo y otro grupo de empresas no participadas comparable con el primero. Los resultados indican que el crecimiento de una serie de variables como son el empleo, los activos totales o los ingresos, entre otras, suele ser mayor en las empresas financiadas por capital riesgo que en las que no lo están.

²¹ Realizado por José Martí Pellón, Luisa Alemany Gil, Nina Zieling y Marcos Salas de la Hera. Junio 2005.

En lo que se refiere a la creación de empleo, una de las conclusiones indica que el crecimiento medio anual de empleo en empresas participadas por capital riesgo en general fue de 21% frente al 7,4% de las empresas que no lo estaban (véase cuadro 7). No obstante, existe una gran diferencia entre el crecimiento de empleo en empresas en fases iniciales y en empresas maduras, aunque en términos absolutos el número de puestos de trabajo creados será mayor en estas últimas debido a la diferencia de tamaño. Las empresas maduras que no han estado participadas por el capital riesgo han experimentado un crecimiento mayor en el empleo, el 8,1%.

Diferencias en la creación de empleo entre empresas participadas por capital riesgo y un grupo de control (no participadas)

CUADRO 7

Fase de desarrollo	Media de crecimientos anuales (%)	
	Empresas participadas	Empresas no participadas
Inicial	29,9	26,6
Expansión	24,9	2,8
Madurez	7,3	8,1
Total	21,0	7,4

Fuente: José Martí Pellón/Luisa Alemany/webcapitalriesgo.com

Este informe corrobora las conclusiones a las que han llegado otros estudios similares realizados en el Reino Unido, Francia, Alemania, EEUU y la propia EVCA²². Este último estudio revela que tanto las inversiones en capital riesgo puro como en *buyouts* juegan un papel muy importante en la conservación y en la creación de empleo en Europa. El número total de personas empleadas por empresas participadas por capital riesgo asciende a 6 millones, de las cuales 5 millones trabajan en empresas maduras y el otro millón en empresas en fases iniciales y expansión. Teniendo en cuenta que en Europa existe una población activa de 200 millones de personas, las compañías participadas por capital riesgo en su conjunto dan empleo al 3% del total.

Según el estudio de la EVCA, la creación de empleo entre 1997 y 2004 de las compañías maduras experimentaron un crecimiento medio anual del 2,4%²³ del empleo una vez realizada la operación de *buyout*. Por su parte, las compañías participadas por capital riesgo en fases iniciales y expansión experimentaron un crecimiento del empleo muy superior, del 30,5% anual.

Por esta razón, los gobiernos de distintos países promueven el desarrollo de este sector. De hecho la Comisión Europea en colaboración con la EVCA hizo publico un informe en julio de 2006 con el objetivo de promover que los gobiernos apoyen al sector con medidas legislativas.

²² EVCA/Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) (november 2005): "Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe".

²³ Este porcentaje es, aproximadamente, cuatro veces la tasa de crecimiento de empleo en la UE de los 25 entre 2000 y 2004, (0,7%).

Las previsiones para el sector de capital riesgo español son buenas. Se puede afirmar que existe interés internacional por España porque hay mucha liquidez en el mercado, como demuestra la evolución en la captación de fondos en Europa (gráfico 7), y porque se buscan rentabilidades superiores a las que ofrecen los mercados de valores. El contexto monetario actual de bajos tipos de interés favorece las inversiones apalancadas (véase apartado 5 sobre *buyouts*), aunque esto está cambiando dada la tendencia al alza de los tipos de interés. No obstante, no hay que perder de vista el componente cíclico de este sector en consonancia con el ciclo económico. El elevado apalancamiento de las operaciones que se vienen realizando incrementa el riesgo de *default*.

La promulgación de la nueva Ley de Capital Riesgo ha sido muy positiva para el sector, como se vio en la introducción de este apartado. Otra novedad es la posibilidad de que las entidades de capital riesgo puedan llegar a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), para lo cual deben estar registradas.

El crecimiento del sector de capital riesgo incrementa las necesidades de control y transparencia de las operaciones y, por lo tanto, plantea un reto para la supervisión. En este sentido, el organismo supervisor del Reino Unido, la FSA (Financial Services Authority), ha creado recientemente un equipo especializado cuya misión es supervisar las entidades que operan en el sector de capital riesgo. El principal objetivo de este equipo es entender el funcionamiento de dicho mercado y valorar la probabilidad de que el apalancamiento y la iliquidez inherente a los *buyouts* incrementen los riesgos para la estabilidad financiera. Por otro lado, dado el aumento de las inversiones de los fondos de pensiones en estas entidades, se valorará el cumplimiento de transparencia y de difusión de información relevante con el objetivo de proteger a los partícipes de dichos fondos de pensiones. En noviembre, la FSA ha publicado un documento que valora los riesgos del sector de capital riesgo y la adecuación de la regulación vigente²⁴.

La SEC (Securities Exchange Comisión) también ha comunicado en marzo de este año que estudia la creación de un registro para las entidades de capital riesgo, similar al creado recientemente para los fondos de inversión libre.

En relación a la información y la transparencia, sería beneficioso que en España se difundiera información sobre la rentabilidad de las inversiones de las entidades de capital riesgo, como ya se hace en Europa y en Estados Unidos. En el futuro, las entidades de capital riesgo que coticen deberán enviar información trimestral sobre las inversiones, desinversiones y el valor liquidativo de la cartera, lo cual es muy positivo tanto desde el punto de vista del inversor como del supervisor.

El capital riesgo en su origen se centraba en empresas que se encontraban en etapas iniciales de negocio, pero los *buyouts* de empresas maduras poseen cada vez más atractivo para los inversores europeos. En el futuro sería deseable que el crecimiento del sector se repartiera de forma equitativa entre las inversiones de capital riesgo puro y los *buyouts*, aunque, según Martí Pellón²⁵ el tipo de capital riesgo que vamos a ver tanto en España como en Europa en los próximos años es este último, con un repunte en el número de inversiones en empresas más inmaduras.

²⁴ "Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement". Discussion paper 06/6, november 2006.

²⁵ Expansión. Tribuna de José Martí Pellón. 6-02-2006.

3.5. Operadores de capital riesgo en España

Las entidades de capital riesgo internacionales, principalmente británicas y norteamericanas, están ampliando su presencia y actividad en España desde 2004. A las sociedades 3i Europe, Apax Partners, Bridgepoint, CVC Capital Partners y PAI Partners, ya operativas con sucursal en España, se unieron otras entidades que participaron activamente en las principales operaciones de 2004 y 2005, en ocasiones sin presencia física, principalmente en las sociedades americanas. Entre éstas se encuentran Advent, BC Partners, Carlyle, Investindustrial y Permira (éstas con establecimiento físico) y Cinven, Kohlberg Kravis Robert (KKR) y Providence Equity Partners (sin presencia física, operando a través de asesores).

A finales de 2005 el número de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV era de 44.

Principales operadores de capital riesgo nacionales

CUADRO 8

Entidad	Participaciones significativas	Registro CNMV
Mercapital	Hnos. Loizaga Jiménez	Sí
Vista Capital	SCH y Royal Bank of Scotland	Sí
Torreal	Juan Abelló	Sí
Nmás1	American Interntl. Group (AIG) Private Bank	Sí
Corpfin Capital	Independientes	Sí
AC Desarrollo	Ahorro Corporación	Sí
Espiga Capital	Banco Cooperativo Español y equipo gestor	Sí

Principales operadores de capital riesgo extranjeros

CUADRO 9

Entidad	Participaciones significativas	Domicilio	Sucursal ⁽²⁾
CVC Capital Partners	Independientes	Reino Unido	Sí (M)
The Carlyle Group	Independientes, equipo gestor y CalPERS ⁽¹⁾	Estados Unidos	Sí (B)
BC Partners	Independientes	Guernsey	No
3i Europe	3i Group ⁽³⁾	Reino Unido	Sí (M)
Apax Partners	Independientes	Estados Unidos	Sí (M)
Bridgepoint	Independientes	Reino Unido	Sí (M)
PAI Partners	Independientes	Reino Unido	Sí (M)
Investindustrial	Independientes ⁽⁴⁾	Reino Unido	Sí (M)
Permira Asesores	Independientes	Reino Unido	Sí (M)
Providence Equity Partners	Independientes	Estados Unidos	No
Advent Internacional	Independientes	Estados Unidos	Sí (M)
Cinven	Independientes	Reino Unido	No
JP Morgan Partners	JP Morgan Chase	Estados Unidos	No
Kohlberg Kravis Robert (KKR)	Independientes	Estados Unidos	No

⁽¹⁾ California Public Employees Retirement System. ⁽²⁾ M: sucursal en Madrid; B: sucursal en Barcelona. ⁽³⁾ La sociedad 3i Group está admitida a cotización en London Stock Exchange y forma parte del índice FTSE-100. Un 80% de los accionistas están localizados en Reino Unido. ⁽⁴⁾ Los socios principales son los italianos Andrea C. Bonomi y Alessandro Benetton.

4. Estrategias del sector²⁶

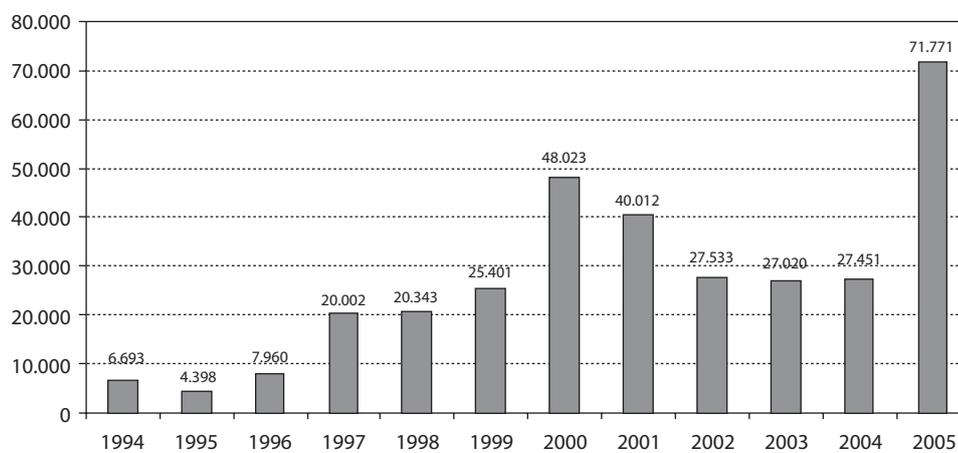
4.1. Captación de fondos

Al hablar de captación de fondos, el ciclo de mercado se configura como el factor más influyente en la obtención de recursos. En segundo lugar se encontrarían factores tales como el entorno macroeconómico, el historial del fondo, la estrategia de inversión, el interés estratégico para el inversor y la estrategia de captación de fondos. Es cierto que en los últimos años la industria de capital riesgo ha experimentado altibajos en la captación de recursos tanto en Europa como en Estados Unidos. Hay que destacar la influencia de la reciente burbuja tecnológica (véanse gráficos 1 y 7).

Captación de fondos en Europa, 1994-2005

GRÁFICO 7

(importes en millones de euros)



Fuente: EVCA Yearbook 2006.

Como se ha indicado, en Europa los inversores institucionales (bancos y fondos de pensiones) son los principales proveedores de fondos de las entidades de capital riesgo. En 2005 los fondos de pensiones se han situado en primer lugar (véase cuadro 1).

Respecto a la proporción de la cartera que un proveedor institucional europeo (banco, fondo de pensiones o gran empresa) posee invertida en capital riesgo existen cifras

²⁶ Para ampliación de esta sección, véase "El ciclo de capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor". *Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la fundación n.º 10, marzo 2005.*

de 2003. En dicho año, la inversión en capital riesgo suponía alrededor del 3% de media de la cartera de inversiones de las instituciones mencionadas. En el Reino Unido, Holanda y los países escandinavos, la proporción es más alta, el 4,4%, 3,8% y 3%, respectivamente, mientras que es mucho menor en Francia e Italia, con 0,1% y 0,2%, respectivamente. En España, la situación es similar a la de Francia e Italia²⁷. En EEUU, un inversor institucional posee entre un 2% y un 3% de su cartera invertida en capital riesgo.

En un estudio publicado por la EVCA²⁸, se sugiere que la proporción que deberían mantener los inversores institucionales europeos en capital riesgo puro estaría entre el 5% y el 10% de la cartera, cuya principal composición sería la renta fija y que tendría un 2% de renta variable cotizada. Los resultados de este estudio se han realizado en base a los rendimientos históricos de los tres tipos de activos en el período 1994-2003. Se realizó el mismo estudio incluyendo el segmento de fondos que invierten en *buyout* y se llegó a la conclusión de que la mejor cartera en términos de rentabilidad-riesgo sería: 5% en capital riesgo puro, 3% en *buyout*, 7% en renta variable cotizada y 85% en bonos. Por lo tanto, existe un significativo margen de crecimiento para la inversión en capital riesgo en la cartera de los inversores institucionales.

El principal atractivo de la inversión en capital riesgo son sus rendimientos extraordinarios que compensan su reducida liquidez. En Europa, en comparación con los activos cotizados en los mercados de valores en 2005 se registran rendimientos más elevados para las inversiones en *buyouts*, como se observa en el cuadro 10.

Rendimientos agregados anualizados

CUADRO 10

Desde la constitución del fondo hasta el 31-12-2005

	Número de fondos	TIR agregada	Morgan Stanley Euro Index ²⁹	HSBC Small Company Index ³⁰	JP Morgan Euro Bonds ³¹	Número de fondos	TIR agregada "Top Half"
Fondos semilla y start-up	295	0,1	4,2	10	10,6	148	9,5
Fondos de expansión	179	9,2	8,4	10,3	9,2	89	12,9
Fondos equilibrados*	162	8,3	6,3	9,9	9,6	81	13,7
Total capital riesgo puro	636	6,3	6,4	9,8	10,1	317	12,3
Buyouts	349	13,7	2,7	8,7	10,7	175	20,9
Generalistas**	84	8,6	7,4	9,7	10,4	42	9,8
TOTAL CAPITAL RIESGO	1.069	10,3	4,3	9,7	10,5	537	14,2

* Fondos equilibrados son los que invierten en distintas etapas de capital riesgo puro.

** Fondos generalistas: invierten en todo tipo de sectores, áreas geográficas o etapas de una compañía.

Fuente: EVCA/ Thomson Financial.

²⁷ JP Morgan Fleming, 2003.

²⁸ EVCA, Research Paper: "Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds", marzo 2004.

²⁹ El índice bursátil construido por Morgan Stanley incluye valores cotizados en varios países europeos.

³⁰ Índice compuesto de empresas cotizadas en los mercados europeos con una capitalización bursátil de entre 30 y 3.500 millones de euros.

³¹ Este índice mide el comportamiento de las principales referencias utilizadas en Europa, tanto los principales como los intereses de las emisiones disponibles para los inversores internacionales.

En dicho cuadro se muestran las rentabilidades obtenidas por una muestra de 1.069 fondos europeos constituidos entre 1980 y 2005³², clasificada según la vocación inversora de cada fondo. Los rendimientos se refieren a tasas internas de rentabilidad (TIR) netas, calculadas con los flujos de caja y los valores netos³³ de los activos proporcionados por cada uno de los fondos de la muestra. Se incluyen en el cuadro tres indicadores de rentabilidad de los mercados³⁴ que permiten realizar una comparación de los rendimientos de las inversiones en capital riesgo con otras alternativas. La última columna del cuadro refleja los rendimientos de la mitad de los fondos de la muestra que mejores resultados han obtenido, es decir, aquellos cuya TIR es igual o superior a la mediana.

Se observa que en el período estudiado la TIR agregada anualizada del total de los fondos considerados ha sido el 10,3%, siendo el 6,3% para los fondos de capital riesgo puro y el 13,7% para los que invierten en *buyouts*. Estas últimas superan claramente al rendimiento proporcionado por los mercados con los que se comparan, al contrario de lo que ocurre con las inversiones en capital riesgo puro.

En el cuadro 11 se muestra la evolución de las TIR de los fondos de capital riesgo para tres años. Los que invierten en *buyouts* han visto incrementada su rentabilidad en dicho período y los fondos de capital riesgo puro han mejorado en 2005 con respecto a 2004.

Rendimientos agregados anualizados desde la constitución del fondo hasta el 31-12-2003, 2004 y 2005 CUADRO 11

	TIR agregada 2003	TIR agregada 2004	TIR agregada 2005
Fondos de semilla y arranque	1,9	0,2	0,1
Fondos de expansión	9,0	8,2	9,2
Fondos equilibrados	9,0	7,9	8,3
Total capital riesgo puro	7,2	6,0	6,3
<i>Buyouts</i>	12,2	12,3	13,7
Generalistas	9,1	8,7	8,6
TOTAL CAPITAL RIESGO	9,9	9,5	10,3

Fuente: EVCA/ Thomson Financial.

4.2. Selección de inversiones

Las inversiones realizadas en Europa muestran un crecimiento continuo desde 2001, tras el ajuste derivado de la crisis de las empresas tecnológicas. Tanto en 2004 como en 2005, las inversiones han superado la cifra alcanzada en 2000, fecha anterior al estallido de la citada crisis (gráfico 8).

³² Fuente: Documento elaborado por EVCA & Thomson Financial: "Pan-European Survey of Performance from Inception to 31 December 2005", julio 2006.

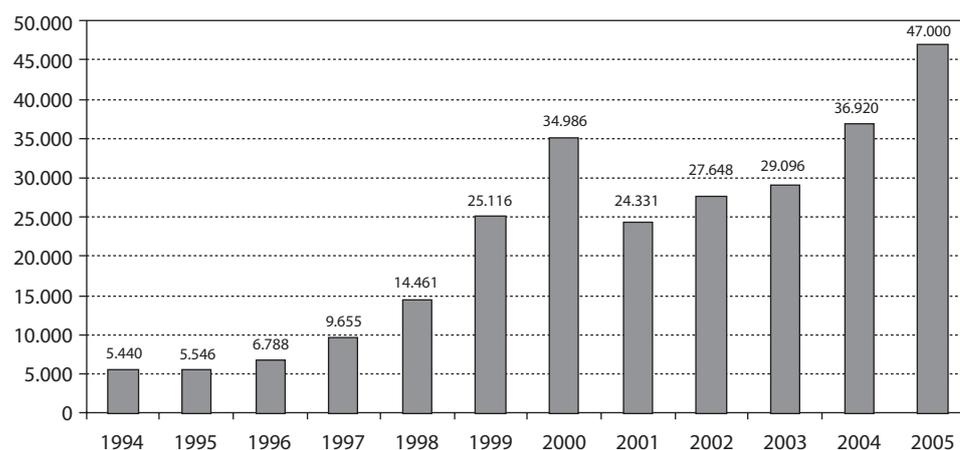
³³ El valor neto de los activos es la cartera menos los costes de gestión de los capitales comprometidos y los honorarios que cobra el propio fondo por la responsabilidad de la gestión así como la experiencia aportada en ese tipo de inversiones.

³⁴ Se han calculado TIR equivalentes y comparables.

Inversiones realizadas en Europa, 1994-2005

GRÁFICO 8

(importes en millones de euros)



Fuente: EVCA Yearbook 2006.

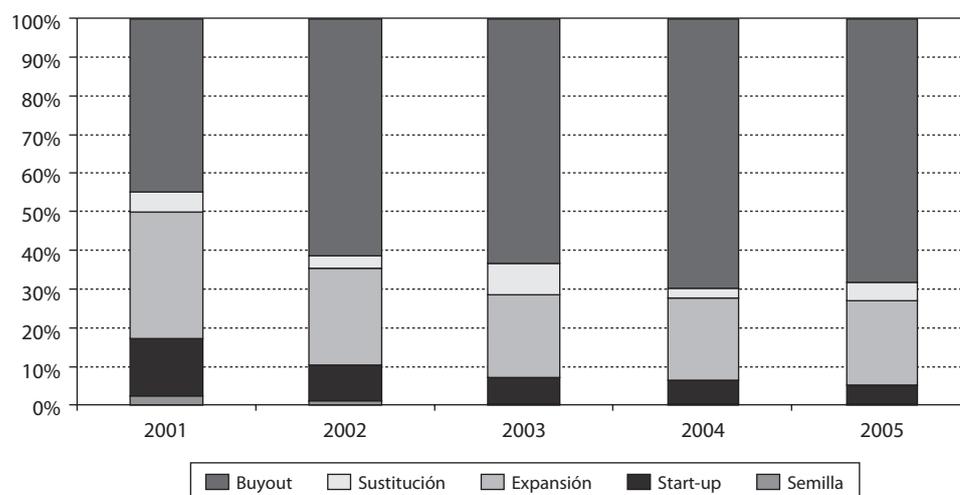
En Europa las inversiones en capital riesgo se dirigen de forma prioritaria a operaciones de *buyouts* (véase gráfico 9), que ofrecen mayores rendimientos que las inversiones en etapas anteriores como se vio en el cuadro 10.

No obstante, en la década de 1990 se observó un creciente interés por inversiones de capital riesgo puro, que se vio frenado en el año 2000. Los resultados obtenidos en este segmento durante los últimos años han sido decepcionantes, lo cual explica la escasez de fondos dedicados al mismo.

Los resultados de las inversiones en capital riesgo deben calcularse con períodos largos de tiempo, ya que el ciclo de vida normal de los fondos de capital riesgo requiere al menos seis años para arrojar resultados significativos. No obstante en

Distribución de las inversiones por fase (%)

GRÁFICO 9



Fuente: EVCA Yearbook 2006.

2005, los resultados obtenidos en el horizonte temporal de un año han sido muy positivos tanto en proyectos de capital riesgo puro como en *buyouts* (véase cuadro 12). Para comparar los resultados en Europa y en EEUU resulta más acertado concentrarse en los datos calculados con un horizonte temporal más amplio, como cinco o diez años. Los rendimientos a cinco años reflejan las inversiones realizadas en la última fase de la burbuja tecnológica y el principio del período de recuperación.

Rendimientos a 31-12-2005 en Europa y Estados Unidos por plazos³⁵ CUADRO 12
Fondos constituidos entre 1980 y 2005

	Capital riesgo puro	Buyouts	Total capital riesgo	Índices de comparación con total capital riesgo	
				Morgan Stanley Euro	HSBC Small Co.
EUROPA					
1 año	36,5	31,7	33,8	16,6	15,8
3 años	1,7	9,1	6,3	13,2	33,5
5 años	-3,0	6,1	2,0	-3,7	13,0
10 años	6,4	14,3	11,4	2,9	11,1
ESTADOS UNIDOS					
				NASDAQ	S&P 500
1 año	15,6	31,3	22,6	5,2	6,3
3 años	7,5	16,3	13,1	14,2	10,1
5 años	-6,8	5,2	1,5	-2,2	-1,1
10 años	23,7	9,2	12,3	7,7	7,3

Fuente: EVCA/ Thomson Financial y NVCA/Thomson Financial.

En comparación con Estados Unidos hasta 2004, el capital riesgo puro europeo se situaba bastante por debajo en rendimiento, como se puede observar comparando los rendimientos a 10 años. Sin embargo en 2005 las rentabilidades a un año en Europa han superado en más del doble a las estadounidenses en dicho segmento, aunque no hay que olvidar la volatilidad inherente a los rendimientos a corto plazo.

Históricamente, los rendimientos superiores del capital riesgo puro en Estados Unidos se explican por la madurez de la industria y de los operadores, que han acumulado mayor experiencia en este tipo de inversiones. En Europa, los datos de 2005 constituyen un signo de mejora en las habilidades de selección y gestión de inversiones de los gestores de fondos de capital riesgo.

Algunos investigadores establecen de una forma clara la diferencia entre Europa y Estados Unidos en las preferencias por el capital riesgo puro o los *buyouts*. La diferencia está basada en el binomio rentabilidad-riesgo de las inversiones. En Estados Unidos las tasas de rentabilidad-riesgo en ambas inversiones es similar, mientras

³⁵ Los plazos se cuentan desde finales de 2005 hacia atrás, es decir, 1 año quiere decir desde finales de 2004 a finales de 2005, 3 años va desde finales de 2002 hasta finales de 2005, y así sucesivamente.

que en Europa dicha tasa señala a las operaciones de *buyout* como la mejor alternativa para invertir.

En cuanto a la generación de oportunidades de inversión, las entidades de capital riesgo dedican cada vez más tiempo a la búsqueda activa de nuevas oportunidades, que se pueden encontrar en compañías familiares próximas a un cambio generacional o en empresas en las que existe una oportunidad clara de negocio que no está siendo aprovechada. Sin embargo, el acceso a este tipo de operaciones en exclusividad es cada vez más difícil y se observa en el sector un fuerte aumento de la competencia. Esto ha derivado en el aumento de los procesos de subasta en los que varias entidades de capital riesgo compiten por hacerse con una compañía determinada.

En otros casos, la iniciativa de la operación parte de las propias empresas objetivo, que buscan asesores financieros para organizar un proceso de captación de capital o venta de un paquete de acciones a través de una subasta, consiguiendo así maximizar el precio. Esta tendencia es creciente y no se prevé que cambie en el futuro. La alternativa a este proceso de venta es la salida a bolsa, aunque esta opción se ve negativamente influenciada por los requisitos, costes y obligaciones que tiene una sociedad por cotizar en bolsa.

El incremento de la competencia junto con el exceso de liquidez existente en el mercado está incrementando los precios³⁶ que se pagan por la toma de participaciones. Los precios pagados en las últimas transacciones realizadas en España y en Europa en términos de EBITDA pueden disminuir las rentabilidades que se venían obteniendo cuando llegue la hora de desinvertir si no se consiguen en ese momento los mismos multiplicadores que en la entrada. Tradicionalmente se venía pagando por las compañías cuatro o cinco veces el EBITDA. En la actualidad este número puede llegar a duplicarse.

En relación a la distribución geográfica de las inversiones, las realizadas en fases tempranas (semilla, *start-up*) se hacen a nivel muy local; por el contrario, la búsqueda de inversiones exteriores se centra en los *buyouts*, segmento en el que los fondos compiten internacionalmente.

En cuanto a los sectores receptores de inversión, se demuestra que cada vez más los fondos buscan concentrar su actividad en sectores en los que han acumulado una mayor experiencia. La industria, en general, opina que la especialización de los fondos aumentará en el futuro, aunque la distribución sectorial de las inversiones no cambiará de forma sustancial. Durante los últimos cinco años, cuatro sectores han recibido más del 50% de los recursos invertidos cada año en Europa: comunicaciones, productos de consumo, productos y servicios industriales y otros servicios (véase cuadro B.3 del Anexo I).

Las inversiones realizadas con otros operadores (operaciones sindicadas) permiten realizar inversiones de mayor tamaño con menor concentración de riesgo, así como incrementar el valor añadido.

³⁶ El precio de una compañía se suele establecer en función del EBITDA, es lo que se llama el multiplicador del EBITDA.

4.3. Desinversión

En el éxito de la inversión influyen principalmente tres elementos: primero, elegir bien la inversión; segundo, crear valor; y tercero, ser capaz de realizar el valor creado, es decir, desinvertir bien.

Aunque una compañía haya crecido significativamente y registrado un aumento de su valor respecto al momento de la entrada del inversor de capital riesgo, este se puede perder a causa de una desinversión inoportuna o inapropiada. La mayoría de los inversores tienen muy claro el horizonte temporal de permanencia en la compañía y la forma a través de la cual van a desinvertir, aunque para las inversiones en etapas tempranas es más difícil de determinar.

La desinversión puede venir determinada por factores como la afluencia de nuevos fondos a la industria. Así, ocurre con frecuencia que las salidas vienen marcadas por la necesidad de presentar resultados reales ante la expectativa de captación de nuevos fondos. La EVCA realizó una encuesta en 2004 cuya pregunta era “¿Los fondos de *private equity* están vendiendo prematuramente como consecuencia de inminentes procesos de captación de fondos?” y la respuesta fue en su gran mayoría afirmativa. Hay que señalar, por otro lado, que un flujo elevado de capital hacia la industria cuando no existen muchas oportunidades de inversión, conlleva el riesgo de que se sobrevaloren las compañías en las que se invierte, como se ha comentado en el apartado de inversiones.

Lo deseable es tomar la decisión de vender en relación con el mercado y la madurez de la compañía. No obstante, hay que tener en cuenta la oportunidad de la coyuntura, ya que un factor crucial para captar nuevos fondos es que las entidades muestren su capacidad para obtener altos rendimientos. Si las desinversiones se realizan habiendo proporcionado unos rendimientos bajos resultará difícil atraer a nuevos inversores.

Respecto a los métodos de desinversión, la venta a otro operador de capital riesgo (*secondary buyout* o *SBO*) está ganando peso en toda Europa (véanse cuadros C.1 y C.2 del Anexo I). No obstante, cabe plantear las razones por las que una entidad vende parte de su cartera a otra. En el sector hay opiniones de todo tipo. Hay quien desconfía si otro operador le ofrece la compra de una de sus participadas. Es lógico que exista conflicto de interés entre comprador y vendedor. No obstante, como en cualquier mercado, se parte de la base de que la transacción es beneficiosa para los dos partes y cada una cubre sus expectativas. Las distintas razones que pueden justificar un SBO serían:

- Los casos en los que la venta la realiza un fondo pequeño a otro grande, el cual adquiere una compañía que se supone bien gestionada y a partir de ahí pone en marcha un proceso de *build up*³⁷. Puede ser el caso de los grandes fondos con respaldo público.
- Otra causa puede ser que el primer fondo no haya conseguido los objetivos y entra otro que ve una oportunidad de generar valor. Desde el punto de vista del análisis de recursos y capacidades, cada entidad crea valor de una manera.

³⁷ Crecimiento a través de adquisiciones de otras empresas del sector.

- El proyecto inicial de la primera compra no ha finalizado, pero el fondo necesita liquidez. Esto va a ser muy probable que ocurra en España en breve, pues recientemente se han realizado muchas inversiones por parte de los fondos de capital riesgo.
- También se justifica por la creciente especialización de los fondos.

En todos los casos, la parte compradora adquiere dicha cartera porque espera obtener beneficios de una inversión que aun no ha agotado su potencial de crecimiento.

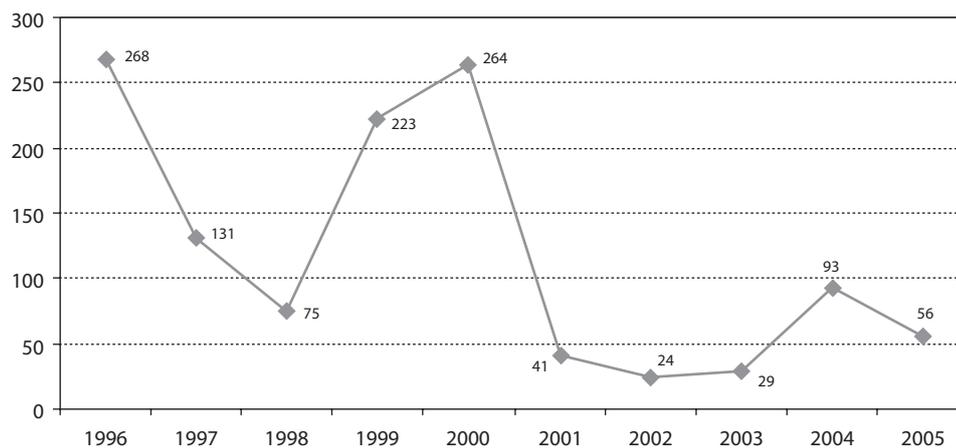
Como ya se ha comentado, la desinversión mediante una oferta pública de venta no es la más habitual aunque se suele señalar como la salida natural del inversor. Las distintas razones por las que apenas se desinvierte por esta vía son:

- Tradicionalmente las inversiones de de capital riesgo han sido en empresas más pequeñas que las que se están viendo últimamente. Además, suelen ser empresas maduras con poco potencial de crecimiento. No existe interés general por parte de los inversores en participar en empresas de este tipo.
- Las entidades de capital riesgo al desinvertir se suelen desprender del 100% de la inversión y no es frecuente plantear OPV del 100% del capital. No obstante, con la nueva Ley de Capital Riesgo las entidades podrán hacer una OPV inicial por una parte de la empresa participada y posteriormente vender el resto de la participación. Si se trata de un primer mercado deberán desinvertir en un plazo máximo de tres años y si se trata de un segundo mercado o mercado alternativo pueden mantener la participación de forma indefinida.
- El período 2000-2004 no ha sido una buena etapa para las bolsas y los inversores exigían grandes descuentos. Esto podría cambiar en el futuro debido al auge bursátil de 2005-2006.
- Ausencia de estructuras bursátiles adecuadas para realizar operaciones de desinversión de capital riesgo. Esto constituye una diferencia importante entre el funcionamiento del sector de capital riesgo estadounidense y el europeo, aunque la diferencia de fondo es el interés de los inversores, como se ha dicho en el primer punto.

En Estados Unidos las salidas a Bolsa se están reduciendo de forma alarmante durante los últimos años como se observa en el gráfico 10. Estas salidas a bolsa se refieren a empresas participadas por fondos de capital riesgo puro. No están incluidos los fondos que invierten en *buyouts*. La NVCA, en la mayor parte de las estadísticas que publica no incluye los *buyouts*.

Los mercados que surgieron en Europa en la segunda mitad de los 90 a semejanza del NASDAQ, como el EASDAQ, el *Neuer Market* o el *Nouveau Marché*, vieron su nivel de actividad muy reducido pocos años después. Uno de los puntos débiles de estos mercados ha sido la falta de creadores de mercado y de analistas especializados en sectores jóvenes y nuevos.

La EVCA, durante mucho tiempo ha reivindicado la existencia de un mercado de valores paneuropeo único para las empresas jóvenes y de alto crecimiento, que per-



Fuente: NVCA.

mita una alternativa de financiación para estas empresas y que constituya una vía de salida interesante para los inversores de capital riesgo. En Europa, existe el problema de fragmentación de los mercados, por lo tanto no es extraño que se produzca la fuga de empresas europeas al NASDAQ americano.

En mayo de 2005, *Euronext* creó *Alternext*, un mercado a medida de las pequeñas y medianas empresas, que, de forma gradual, pretende abarcar toda la zona euro. Ofrece características atractivas en términos de liquidez y de apoyo al "listing". Así para proporcionar liquidez existen creadores de mercado y se realiza una subasta de cierre del día. Por otro lado, se ha creado una nueva categoría de miembro del mercado, que es el "listing sponsor", cuyas principales funciones son ofrecer asesoramiento a las PYMES que quieran cotizar en *Alternext* y apoyar al emisor mientras siga cotizando, asegurándose de que cumple los requisitos de información pública.

Este mercado es una alternativa para las empresas que necesiten captar recursos y, además, constituye un método de desinversión para los operadores de capital riesgo. Existen otras iniciativas en diversas bolsas europeas para creación de mercados alternativos, p.e. *Deutsche Börse*, *OMX*. En España se ha creado el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), donde pueden cotizar las entidades de capital riesgo.

El mercado alternativo de la bolsa de Londres, el *Alternative Investment Market* (AIM), ha anunciado en enero de 2006 su intención de expandirse hasta convertirse en un mercado de valores paneuropeo para pymes.

5. Operaciones de *buyout*

De forma general, las operaciones de *buyout* se refieren a operaciones de compra de un paquete importante de acciones de una compañía consolidada. En el contexto de la industria de capital riesgo, este tipo de operaciones se denominan compras apalancadas o *buyouts* indistintamente, ya que el término *buyout* se utiliza en sustitución de *leveraged buyout*, y engloba distintos tipos de operaciones (*management buyout (MBO)*, *management buyin (MBI)*, *BIMBO* (combinación de MBO y MBI) y operaciones *public to private (PtoP)*).

La deuda es un componente clave de la operación. La empresa objeto de compra es apalancada de forma que permita a los nuevos accionistas maximizar su rentabilidad gracias al efecto positivo del apalancamiento financiero y a la deducción fiscal por intereses. Se parte de la hipótesis de que la empresa obtiene beneficios y de que su rentabilidad económica es mayor que el coste de los recursos ajenos, lo cual es muy probable dado el bajo nivel actual de los tipos de interés.

Los factores a tener en cuenta a la hora de emprender un *buyout* son la percepción de que la empresa es capaz de afrontar el nuevo nivel de endeudamiento; la confianza en el equipo directivo y en la propia capacidad del fondo de aportar valor mediante planes de crecimiento o reestructuración de los negocios; y la existencia de una vía clara de desinversión al término del período de inversión. En las empresas maduras queda poco margen para acometer planes de crecimiento, siendo más probable la reestructuración de la misma incluyendo la venta de inmuebles como se ve más adelante. La gestión de la deuda se convierte en la prioridad del plan de negocio.

Los tipos y tamaños de las operaciones de *buyout* pueden ser muy diversos. Lo que distingue principalmente a una operación de otra es de quién parte la iniciativa de la transacción, es decir, si del propio equipo directivo (MBO), un equipo directivo externo (MBI), una mezcla de ambos (BIMBO), el propietario actual de la compañía, o cualquier otro inversor como pueden ser las entidades de capital riesgo o un banco acreedor.

Este tipo de operaciones constituye una fórmula mediante la cual los grandes grupos corporativos reestructuran sus negocios y se deshacen de participaciones no rentables o consideradas no estratégicas. También, estas operaciones están siendo utilizadas para la venta de empresas familiares, en ocasiones por problemas de sucesión, o para la realización de plusvalías. El saneamiento del balance de la empresa sería otra de las causas para dar entrada en el capital a nuevos accionistas. Por último,

en empresas con alto potencial de crecimiento pero con algún problema financiero, una operación de *buyout* supone una inyección importante de capital que le permite llevar a cabo sus planes estratégicos.

Según el CMBOR³⁸ una cuarta parte de los *buyouts* que se producen en Europa tiene su origen en empresas familiares. La falta de un sucesor para dar continuidad al negocio es, en la mayoría de los casos, la razón clave para acudir al capital riesgo. Los resultados de la encuesta llevada a cabo por la EVCA³⁹ en una muestra de empresas familiares que habían sido objeto de *buyout* fueron, entre otros, que el 31% admitió que sin la inversión del capital riesgo la sucesión no habría tenido lugar y el 32,7% reconoció que sin el capital riesgo la empresa habría dejado de existir.

Por el tamaño de la operación, puede tratarse de adquisiciones de empresas medianas, o de empresas de tamaño considerable que coticen en bolsa, que se adquieren con el objetivo de su exclusión de cotización. Las fuentes de rentabilidad de una operación *public to private* provienen básicamente de los beneficios de la gestión privada frente a la pública, de la disciplina que impone la entidad financiera que participa en la adquisición y del hecho de que el horizonte temporal para desinvertir (4 ó 5 años) agilice la gestión del plan de negocio.

Según un estudio realizado por el “European Corporate Governance Institute”⁴⁰, existen diversas fuentes de generación de beneficios que motivan la decisión de realizar una operación *public to private*: ahorros fiscales, reducción de los costes de agencia, transferencia de riqueza desde los bonistas o empleados a los accionistas, reducción de costes de transacción, defensa en caso de OPA o infravaloración de la compañía⁴¹. Por otro lado, la nueva normativa de OPA que entrará en vigor en breve facilitará las exclusiones de bolsa, ya que se prevé la venta forzosa del 10% restante cuando un comprador consiga el 90% del capital de una sociedad⁴².

Otro ejemplo de generación de beneficios y de liquidez en operaciones de *buyout* en general está relacionado con los inmuebles, aunque no constituye un motivo en si mismo para decidir comprar una empresa. En numerosos casos, la entidad de capital riesgo ha decidido vender los inmuebles en propiedad de la empresa adquirida. Este es el caso de Cortefiel, cuyos compradores Permira, PAI y CVC pusieron a la venta en marzo de 2006 los activos inmobiliarios que no eran estratégicos para su actividad, entre los que se encontraban locales comerciales, suelo, algunas viviendas y edificios de gestión de datos. Dicha cartera con un valor contable de 150 millones de euros, podría alcanzar un valor en el mercado de 250 millones. Otro ejemplo es Panrico⁴³.

³⁸ Centre for Management Buyout Research.

³⁹ EVCA (marzo 2005): “Private Equity and Generational Change”.

⁴⁰ Luc Renneboog y Tomas Simons: “Public to private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs”. Finance Working Paper N° 94/2005. August 2005. www.ecgi.org/wp

⁴¹ Véase la Monografía publicada por la CNMV “Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo”, nº 12, 2006.

⁴² Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

⁴³ Otros ejemplos serían: Ahold (comprador Permira), Cosecheros Abastecedores (comprador Nazca).

La entidad compradora Apax anunció su intención de vender las oficinas centrales de Barcelona. La venta de inmuebles de la compañía adquirida por el capital riesgo al poco tiempo de realizar la operación es una estrategia normal. El objetivo perseguido es generar caja y reducir la deuda de la empresa mediante la venta del inmueble y su posterior alquiler mediante una operación de *lease back*.

En cuanto a la estructuración de una operación de *buyout*, el factor relevante es el nivel de deuda que es capaz de absorber la empresa en relación al total de su pasivo. Aunque, dada la facilidad para obtener financiación en la actualidad, es usual apalancarse hasta donde esté dispuesto a ofrecer la entidad financiera. De esta forma, una vez fijada la rentabilidad que se quiere obtener, se calcula la proporción de recursos propios necesaria para alcanzarla.

Los fondos propios se reparten entre los distintos inversores, que pueden ser el equipo directivo y la entidad o entidades de capital riesgo, los antiguos accionistas y los inversores de capital riesgo, etc. Una vez alcanzado este acuerdo, el inversor de capital riesgo es el que negocia con los posibles suministradores de deuda y se analiza la capacidad de la empresa para generar un flujo de caja adecuado y predecible que le permita atender los pagos.

El resultado de la operación es que se constituye una empresa tenedora del 100% de las acciones de la empresa objetivo cuyo pasivo está compuesto por acciones ordinarias, preferentes, préstamos convertibles, deuda senior (50%) y deuda subordinada (15%), representando usualmente el capital un 30% o 35% del total del pasivo como máximo. Dicho porcentaje tiende a disminuirse en la actualidad. No todos los *buyouts* incluyen deuda subordinada, pero dentro de los que lo hacen (el 70% aprox.) se observa un aumento de la proporción de esta en el total. Hay principalmente dos tipos que se complementan: *mezzanine* y *second lien*.

La duración de la financiación *mezzanine* es superior a la de la deuda senior y se estructura como un préstamo amortizable al final de la vida del mismo aunque con pago periódico de intereses, los *covenants*⁴⁴ financieros son más flexibles que los de la deuda senior y se subordina al resto de la financiación ajena, quedando exclusivamente por delante del capital. Los préstamos *second lien* poseen los mismos derechos y *covenants* que un préstamo bancario normal respaldado por algún tipo de activo, pero se sitúa por detrás de este en la prioridad de reembolso. Además, se suelen utilizar activos menos líquidos para garantizar un préstamo *second lien*, asignando los más líquidos a los préstamos *first lien*. No obstante, se sitúa en el primer lugar dentro de los distintos instrumentos de deuda subordinada. Existe otro instrumento de deuda subordinada llamado *PIK* (*payment in kind*), que no proporciona ningún cash flow al prestamista en concepto de intereses o amortización durante la vida del préstamo. No suelen estar respaldados por ningún activo y se sitúan muy abajo en el escalafón de prioridades de la deuda subordinada. La principal ventaja es que incorporan un *warrant*, por lo que se consideran *cuasi equity*.

⁴⁴ Obligaciones para el deudor en relación a la solvencia de la empresa.

5.1. Operaciones de *buyout* en España

Desde 2004, el mercado español de los *buyout* ha aumentado significativamente, con la realización de diversos tipos de operaciones (PtoP y MBO) y con un aumento significativo del tamaño de las mismas. En 2005 se realizaron 48 operaciones de *buyout* y en 41 de ellas intervinieron empresas de capital riesgo. De hecho, las diez mayores transacciones contaron con la participación de inversores de capital riesgo. Las principales operaciones de *buyout* en 2005 y 2006 se han recogido en el cuadro 13.

Los sectores receptores de estas inversiones, como puede observarse, son variados. De los tres PtoP de 2005, la empresa Amadeus puede considerarse relacionada con actividades de I+D+i. La compañía Cortefiel pertenece al sector de Bienes de consumo, textil, vestido y calzado, y Recoletos al de Servicios de consumo, medios de comunicación y publicidad.

La operación más destacada ha sido la venta del grupo Auna en julio-agosto de 2005. Los accionistas de referencia –SCH, Endesa y Unión Fenosa– vendieron finalmente por separado sus participaciones en el operador de telefonía móvil, Amena, y en el segmento de cable, Auna Telecomunicaciones, por un importe total de 12.851 millones de euros, en la que ha sido la segunda operación de capital privado más grande de la historia después de la compra de la empresa norteamericana RJR Nabisco por la firma de capital riesgo norteamericana Kohlberg Kravis Robert (KKR) por 31.000 millones de dólares en 1989.

Las principales firmas de capital riesgo internacionales han participado activamente en la puja por la compra del grupo Auna. Sobre el holding en su conjunto, pujaron dos consorcios. Un primer grupo liderado por KKR junto con BC Partners y Goldman Sachs Private Equity, y un segundo grupo compuesto por Apax Partners, CVC Capital Partners y Cinven (que sustituyó a Blackstone que pujaba en la oferta inicial). Otras ofertas se realizaron únicamente sobre Auna Tlc, la liderada por el grupo de cable ONO, con el apoyo de cinco firmas de capital riesgo⁴⁵ y un consorcio compuesto por Carlyle, Providence, Blackstone y Permira. Finalmente, Auna Tlc fue vendida a ONO por 2.251 millones de euros, y Amena a la última oferta presentada por France Telecom por 10.600 millones de euros.

La operación de venta de Panrico a Apax Partners era susceptible de haberse realizado a través del mercado bursátil. No obstante, el plan estratégico diseñado por sus nuevos dueños prevé duplicar los ingresos de 2005 en cinco años y así, en 2010, plantear su salida a bolsa.

Los principales *buyouts* realizados durante el primer semestre de 2006 fueron Grupo Levantina, La Sirena, Unión Española de Explosivos, TALGO y Svenson. Grupo Levantina ha sido la mayor operación realizada en este semestre y con ella se ha estrenado en España la firma británica Charterhouse. La operación de Svenson constituye una operación secundaria (*secondary buyout*).

La compraventa de Telepizza se cerró en el segundo semestre y en octubre la junta acordó su exclusión de cotización.

⁴⁵ Candover, JP Morgan Partners, Thomas H. Lee Partners, Quadrangle Group LLC y Providence Equity Partners.

Principales operaciones de buyout en 2005 y primer semestre 2006

CUADRO 13

Año	Empresa	Actividad	Inversor	Participaciones significativas	Importe (mill. euros)	Tipo ⁽¹⁾
2005	Auna Telecomunicación	Telecomunicación	ONO, Candover, JP Morgan P, Thomas H. Lee P, Quadrangle Group LLC y Providence	Endesa, SCH y FENOSA	2.251	SBO
	Amadeus	Turismo	BC Partners y Cinven, Air France, Iberia y Lufthansa	Air France, Iberia y Lufthansa	3.834	PtoP
	Cortefiel	Distribución textil	CVC Capital Partners, PAI Partners y Permira	Familia Hinojosa	1.367	PtoP
	Panrico	Alimentación	Apax Partners	Familia Costafreda, La Caixa y Banco de Sabadell	900	Secondary
Recoletos						
		Comunicación	Providence, Mercapital, Investindustrial, Banesto, inversores individuales y equipo directivo	Pearson	856	PtoP
Mivisa						
		Envases	CVC Capital Partners	PAI Partners y Suala Capital	525	Secondary
Saprogal						
		Nutrición animal	Mercapital	Carlyle Group	160	Secondary
Famosa						
		Prod. Juguetes	Vista Capital	AC Desarrollo, Inveralia, Torreal, CAM y equipo directivo	150	Secondary
2006						
	Grupo Levantina	Piedra natural	Impala Capital Partners y Charterhouse Capital Partners	Familias Esteve, Martínez Pérez, Botí, Máñez y varios socios	500	MBO
	Unión Española de Explosivos	Explosivos	Ibersuizas, Vista Capital	Reef Investissements y BancBoston Capital, Sánchez Junco y otros	350	MBO
TALGO						
		Fabricante trenes	Lehman Brothers y MCH Private Equity	Familia Oriol	180	MBO
La Sirena						
		Alimentación	3i	Ramona Solé, Joseph M.ª Cernuda y Corporación Agrolimen	150	MBO
Svenson						
		Cuidado del cabello	Investindustrial	Nazca Capital	121	MBO
						Secondary

⁽¹⁾ MBO: "Management Buyout"; ProP: "Public to private".

6. Conclusiones

El sector de capital riesgo tanto en Europa como en España, ha evolucionado de forma expansiva durante los últimos años. El sector registró un máximo, tanto en recursos captados como en inversiones en 2000 provocado por las empresas tecnológicas. La corrección en los mercados de valores que se produjo en los años 2001 y 2002 tuvo un reflejo importante en el capital riesgo. No obstante, a partir de 2002 se observa una tendencia a la recuperación y se puede afirmar que en el año 2005 la crisis se ha dejado atrás.

Los fondos de pensiones y los bancos se han configurado como los principales aportantes de fondos en Europa. En nuestro país las instituciones financieras son los principales suministradores de recursos a las entidades de capital riesgo españolas, ya que las tres cuartas partes de los recursos captados según ASCRI corresponden a los fondos paneuropeos que han invertido en España. En Estados Unidos el 50% aproximadamente de los recursos captados proviene de los fondos de pensiones.

La distribución de las inversiones por fase se caracteriza por la preferencia por inversiones en proyectos de expansión y *buyout*. En Europa han predominado tradicionalmente las operaciones de *buyout*, mientras que en España han predominado las inversiones en proyectos de expansión hasta 2005, cuando por primera vez, el volumen de inversiones en *buyouts* superó al destinado a proyectos de expansión. Se puede afirmar que 2005 ha sido el año de las grandes operaciones apalancadas en España protagonizadas por fondos paneuropeos.

El volumen desinvertido también ha crecido durante los últimos años. Respecto a las fórmulas de desinversión, la venta a terceros ocupa el primer lugar tanto en España como en Europa. La principal diferencia estriba en que en Europa los *secondary buyouts* han tenido históricamente más peso que en España hasta 2005, año en que esto ha cambiado y se han producido 21 operaciones de este tipo, que han supuesto el 27% del volumen desinvertido. Por otra parte, en España, el *buy-back* es también una opción muy utilizada. Ni en España ni en Europa la salida a bolsa es frecuente como método de desinversión.

Dentro de Europa hay que destacar que el Reino Unido, tradicionalmente, viene acaparando los mayores volúmenes de fondos captados, inversiones y desinversiones.

La inversión en capital riesgo tiene poco peso en la cartera de los inversores institucionales (banco, fondo de pensiones o gran empresa) y existe un margen de crecimiento para la inversión en el mismo. En España, la reforma del Reglamento de los

fondos de pensiones pretende facilitar las inversiones de estos en capital riesgo. El atractivo para dichos inversores reside en los rendimientos extraordinarios del capital riesgo que compensan su reducida liquidez.

Las inversiones de las entidades de capital riesgo en Europa se orientan, en su mayoría, hacia empresas ya consolidadas, puesto que son las que ofrecen mejor combinación rentabilidad-riesgo. No ocurre así en Estados Unidos, donde las inversiones en capital riesgo puro ofrecen combinaciones rentabilidad-riesgo más ventajosas. En Estados Unidos el capital riesgo puro está más desarrollado que en Europa. De hecho, la NVCA no incluye las operaciones de *buyout* en muchas de las estadísticas que publica.

En Europa, las operaciones de *buyout* se configuran como las más rentables debido al elevado nivel de deuda que incorporan, lo que favorece la rentabilidad de los inversores en el capital de la empresa objeto de la operación. Esto ha sido posible gracias a los bajos tipos de interés de los últimos años. No obstante, en 2005 las rentabilidades obtenidas en operaciones de capital riesgo puro constituyen un signo de mejora en las capacidades de gestión y selección de inversiones de los gestores europeos.

Por otro lado, está aumentando la competencia por adquirir empresas maduras debido al exceso de liquidez que experimenta el sector. Esas circunstancias están aumentando los precios que se pagan por dichas compañías.

En cuanto a las desinversiones, hay que destacar el intento por parte de varias bolsas europeas de fomentar las salidas a bolsa de las empresas participadas por capital riesgo, para lo cual están en proceso de creación de mercados alternativos para compañías de mediana y pequeña capitalización. En Estados Unidos, tradicionalmente, se han venido realizando muchas salidas a bolsa protagonizadas por empresas participadas por fondos de capital riesgo puro, aunque en la actualidad están disminuyendo estas salidas drásticamente.

A nivel mundial se observa una tendencia generalizada a la globalización del sector, con la búsqueda de inversiones y la captación de fondos en otros territorios por parte de las entidades.

Como conclusión final hay que destacar el importante papel económico y social que juega el sector de capital riesgo tanto en España como en Europa. De su importancia se han hecho eco tanto los distintos gobiernos como la Comisión Europea que promueve el apoyo al sector a través de medidas legislativas para potenciar el desarrollo de este negocio.

No obstante en este punto cabría hacer una distinción importante entre el *venture capital* y los *buyouts*. Desde el punto de vista de la creación de riqueza de un país es interesante fomentar las inversiones en capital riesgo puro, es decir, en empresas de nueva creación o con un alto potencial de crecimiento. Las inversiones en empresas maduras a través de operaciones apalancadas generan riqueza para el accionista, que ve como aumenta su rentabilidad gracias al elevado uso de la deuda bancaria. La actitud de los bancos en la actualidad es proclive a invertir cada vez más en este tipo de operaciones.

7. Referencias bibliográficas

- ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) (abril 2006): "Informe 2006 sobre capital riesgo & private equity en España". www.ascr.org.
- JOSÉ MARTÍ PELLÓN, MARCOS SALAS DE LA HERA (abril 2006): "Private Equity in Spain. 2005". www.webcapitalriesgo.com.
- MARTÍ PELLÓN, J., SALAS DE LA HERA, M. (septiembre 2006): "El capital riesgo en España. Primer semestre 2006". www.webcapitalriesgo.com.
- DELOITTE/MARTÍ PELLÓN, J.: "Barómetro del capital riesgo en España. Primavera 2006". Nº 5, año 3. www.webcapitalriesgo.com.
- MARTÍ PELLÓN, J./CENTRE FOR MANAGEMENT BUYOUT RESEARCH (University of Nottingham) (abril 2006): "Buyouts en España en 2005". www.webcapitalriesgo.com.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (marzo 2005): "El ciclo de capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor". *Papeles de la fundación nº 10*.
- ASCRI/Clifford Chance/Garrigues (abril de 2006): "El nuevo régimen jurídico del capital riesgo en España". www.ascr.org.
- MARTÍ PELLÓN, J., ALEMANY GIL, L., ZIELING, N., SALAS DE LA HERA, M./ASCRI (junio 2005): "Impacto económico y social del capital riesgo en España: período 1991-2002". www.webcapitalriesgo.com.
- EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) (junio 2006): "Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity". www.evca.com.
- EVCA/Thomson Financial (julio 2006): "Pan-European Survey of Performance from Inception to 31 December 2005". www.evca.com.
- NVCA (Nacional Venture Capital Association)/Thomson Financial (mayo 2006): "Long term private equity performance consistent in Q4 2005". www.nvca.org.
- EVCA/Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) (november 2005): "Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe". www.evca.com.
- EVCA, Research Paper (marzo 2004): "Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds". www.evca.com.
- DELOITTE: "Global trends in venture capital 2006 survey". www.evca.com.
- EVCA (marzo 2005): "Private Equity and Generational Change". www.evca.com.
- MARCO, J.A. (mayo 2002): "Winning strategies for private equities in Spain. Learning from the US". www.webcapitalriesgo.com.
- RENNEBOOG, L. y SIMONS, T. (august 2005): "Public to private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs". *Finance Working Paper Nº 94/2005*. www.ecgi.org.
- PricewaterhouseCoopers (2005): "Global Private Equity Report 2005". www.pwcmoneytree.com.

ANEXO I. Datos sobre el capital riesgo en Europa

A. Captación de fondos

El cuadro A.1 muestra los fondos captados por las entidades de capital riesgo en cada país. Reino Unido ocupa el primer lugar a gran distancia con los demás países, sobre todo en 2005.

Fondos captados en 2004 y 2005. País de origen de la ECR

CUADRO A.1

(importes en millones de euros)

	2004	%	2005	%
Reino Unido	10.057	36,6	45.644	63,6
Suecia	3.651	13,3	1.919	2,7
Holanda	3.207	11,7	2.444	3,4
Francia	2.411	8,8	11.451	16,0
Alemania	1.983	7,2	2.875	4,0
Italia	1.663	6,1	1.345	1,9
España ⁴⁶	1.577	5,7	1.020	1,4
Resto países	2.902	10,6	5.073	7,1
TOTAL EUROPA	27.451	100,0	71.771	100,0

Fuente: EVCA.

⁴⁶ Como se ha comentado en el apartado 3, ASCRI contabiliza como recursos captados por España las inversiones de los fondos paneuropeos en nuestro país. La EVCA contabiliza los recursos captados por el criterio de país de origen de la ECR.

En el cuadro A.2 se ve que en 2005 un 34,4% de los fondos proviene del resto del mundo, en su mayoría de EEUU. Hay países receptores netos de fondos como Reino Unido, Suecia y Francia en 2005.

Fondos captados en 2004 y 2005. Origen de los suministradores de recursos CUADRO A.2
(importes en millones de euros)

	2004	%	2005	%
Reino Unido	4.939	18,0	20.768	28,9
Suecia	2.016	7,3	609	0,8
Holanda	4.184	15,2	3.848	5,4
Francia	2.600	9,5	6.543	9,1
Alemania	2.268	8,3	4.479	6,2
Italia	949	3,5	1.139	1,6
España	1.219	4,4	1.056	1,5
Resto países Europa	2.698	9,8	8.608	12,0
Total Europa	20.875	76,0	47.049	65,6
Resto del mundo	6.576	24,0	24.722	34,4
TOTAL	27.451	100,0	71.771	100,0

Fuente: EVCA.

En el cuadro A.3 se puede observar que, de los fondos captados en 2005, el 94,3% son nuevos fondos y el 5,7% son ganancias de capital realizadas. Hay que destacar la aportación realizada por los fondos de pensiones en 2005.

Fondos captados por tipo de suministrador de recursos en 2004 y 2005 CUADRO A.3
(importes en millones de euros)

	2004	%	2005	%
Empresas no financieras	1.646	6,0	3.444	4,8
Particulares	1.779	6,5	4.055	5,6
Inversores públicos	1.442	5,3	6.694	9,3
Bancos	5.091	18,5	11.890	16,6
Fondos de pensiones	4.534	16,5	16.817	23,4
Compañías de seguros	2.812	10,2	7.535	10,5
Fondos de fondos	3.164	11,5	8.854	12,3
Instituciones académicas	346	1,3	1.720	2,4
Mercados de valores	506	1,8	843	1,2
Otros	2.166	7,9	5.851	8,2
TOTAL FONDOS CAPTADOS	23.486	85,6	67.703	94,3
Plusvalías realizadas	3.965	14,4	4.067	5,7
TOTAL FONDOS DISPONIBLES	27.451	100,0	71.771	100,0

Fuente: EVCA.

B. Inversiones realizadas

En el cuadro B.1 se muestran los volúmenes invertidos en 2004 y 2005 por los principales países europeos, así como los importes invertidos en 2005 distribuidos por el país destino. De las cifras se deduce que el Reino Unido es el país más activo en inversiones en el exterior y España y Alemania los principales receptores de inversiones por parte de fondos extranjeros.

Inversiones en 2004 y 2005

CUADRO B.1

(importes en millones de euros)

	Origen		Destino
	2004	2005	2005
Reino Unido	19.086	23.832	11.860
Francia	5.227	7.294	7.654
Alemania	3.766	2.695	5.540
España⁴⁷	1.967	2.662	4.299
Holanda	1.659	2.336	3.011
Suecia	1.622	3.001	2.434
Italia	1.480	2.186	2.882
Resto Europa	2.114	2.994	7.614
Resto del mundo			1.706
TOTAL	36.920	47.000	47.000

Fuente: EVCA.

⁴⁷ Como se ha comentado en el apartado 3, las inversiones contabilizadas por la EVCA siguen un criterio distinto al que utiliza ASCRI.

La distribución del importe total de inversiones realizadas en 2004 y 2005 por fase de desarrollo del proyecto se muestra en el cuadro B.2. Aunque en millones de euros las operaciones de *buyout* suponen la mayoría de las inversiones tanto en 2004 como en 2003, por número de empresas en las que se invierte tienen más peso las inversiones en *start-up* y expansión.

Inversiones en 2004 y 2005 por fase de desarrollo

CUADRO B.2

(importes en millones de euros)

	2004				2005			
	Importe	%	N.º empresas	%	Importe	%	N.º empresas	%
Semilla	148	0,4	355	4,8	97	0,2	362	4,9
Start-up	2.230	6,0	2.160	29,4	2.334	5,0	2.127	28,7
Expansión	7.894	21,4	3.318	45,3	10.240	21,8	3.184	42,9
Sustitución	905	2,5	287	3,9	2.275	4,8	307	4,1
Buyout	25.743	69,7	1.221	16,6	32.054	68,2	1.437	19,4
Pequeño	3.943		982		4.055		1.148	
Medio	10.578		197		13.909		243	
Grande	5.668		28		7.929		34	
Mega	5.554		13		6.161		12	
TOTAL	36.920	100,0	6.985	100,0	47.000	100,0	7.207	100,0

Fuente: EVCA.

En el cuadro B.3 se distribuyen las inversiones según los sectores a los que han sido destinadas. Hay cuatro sectores que han acaparado el 50% de los recursos invertidos durante los últimos 5 años: comunicaciones, informática, productos de consumo y productos y servicios industriales. Así pues, predominan los sectores tradicionales frente a los nuevos sectores tecnológicos.

Distribución sectorial de las inversiones en Europa, período 2001-2005

(importes en millones de euros)

	2001		2002		2003		2004		2005		Total 5 años	
	Importe	%	Importe	%								
Comunicaciones	3.372	13,9	2.517	9,1	4.924	16,9	4.924	13,3	7.247	15,4	22.985	13,9
Informática	2.991	12,3	1.554	5,5	1.733	6,0	2.351	6,4	2.439	5,2	11.046	6,7
Otros electrónica	577	2,4	673	2,4	553	1,9	458	1,2	620	1,3	2.881	1,7
Biología	844	3,5	1.106	4,0	682	2,3	687	1,9	868	1,9	4.186	2,5
Medicina y salud	1.629	6,7	1.946	7,0	1.755	6,0	2.801	7,6	3.498	7,4	11.630	7,0
Energía	686	2,8	263	1,0	351	1,2	678	1,8	961	2,0	2.939	1,8
Productos de consumo	3.772	15,5	5.993	21,7	5.649	19,4	8.547	23,1	12.951	27,6	36.912	22,4
Productos y servicios industriales	2.010	8,3	4.713	17,0	1.990	6,8	1.950	5,3	4.164	8,9	14.826	9,0
Química y plásticos	1.631	6,7	860	3,1	663	2,3	1.004	2,7	912	1,9	5.069	3,1
Robótica	272	1,1	202	0,7	474	1,6	219	0,6	1.172	2,5	2.339	1,4
Otros producción	1.491	6,1	1.819	6,6	2.239	7,7	2.624	7,1	2.885	6,1	11.059	6,7
Transporte	564	2,3	732	2,6	1.550	5,3	893	2,4	1.013	2,2	4.752	2,9
Servicios financieros	627	2,6	1.074	3,9	683	2,3	1.524	4,1	1.620	3,4	5.528	3,4
Otros servicios	1.422	5,8	2.334	8,4	2.846	9,8	5.071	13,7	2.563	5,5	14.235	8,6
Agricultura	98	0,4	240	0,9	56	0,2	140	0,4	161	0,3	695	0,4
Construcción	1.474	6,1	516	1,9	982	3,4	817	2,2	1.446	3,1	5.235	3,2
Otros	872	3,6	1.128	4,1	1.965	6,8	2.234	6,0	2.480	5,3	8.678	5,3
INVERSIÓN TOTAL	24.331	100,0	27.648	100,0	29.096	100,0	36.920	100,0	47.000	100,0	164.996	100,0
SUBTOTAL HIGH-TECH	6.858	28,2	3.465	12,5	6.950	23,9	7.399	20,0	8.049	17,1	32.721	19,8

Fuente: EVCA.

C. Desinversiones

En el cuadro C.1 se muestran las desinversiones realizadas en Europa en 2004 y 2005, según la fórmula elegida. Los importes se contabilizan a precio de coste.

Desinversiones en 2004 y 2005 por tipo de operación

CUADRO C.1

(importes en millones de euros)

	2004				2005			
	Importe	%	N.º empresas	%	Importe	%	N.º empresas	%
Venta a terceros	4.627	23,7	686	16,3	6.721	22,6	901	18,5
Venta en Bolsa	2.305	11,8	338	8,0	2.650	8,9	490	10,1
Reconocimiento minusvalías	1.901	9,7	703	16,7	1.406	4,7	628	13,0
Reembolso de préstamos	4.166	21,3	935	22,2	6.962	23,3	954	19,7
Venta a otra ECR	2.555	13,1	223	5,3	5.474	18,4	298	6,2
Venta a una inst. financiera	577	2,9	82	1,9	1.207	4,1	92	1,9
Recompra accionistas	942	4,8	707	16,8	1.589	5,3	647	13,3
Otros	2.478	12,7	528	12,6	3.787	12,7	837	17,3
TOTAL	19.550	100,0	4.195	100,0	29.796	100,0	4.824	100,0

Fuente: EVCA.

Con respecto a 2004, el importe de las desinversiones ha crecido en 2005 un 52%. La desinversión a través de *venta a terceros* disminuyó ligeramente su peso en el total. La fórmula basada en el *reembolso de préstamos* creció, situándose en primer lugar con el 23,3%. Finalmente, las *operaciones secundarias* experimentaron un incremento significativo con respecto al año anterior, representando un 18,4% del total del importe desinvertido.

En el cuadro C.2 se distribuye el importe de desinversiones realizadas en 2005 entre los principales países europeos, por fórmula utilizada para realizar la transacción.

Desinversiones realizadas en 2004 y 2005 por países
(importes en millones de euros)

CUADRO C.2

	Reino Unido		Francia		Alemania		Holanda		Italia		España		Suecia		Resto		TOTAL	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Venta a terceros	2.431	3.533	691	859	372	383	150	102	200	288	137	552	326	399	320	605	4.627	6.721
Venta en Bolsa	1.219	1.377	552	419	88	434	59	51	186	97	0	8	8	39	193	225	2.305	2.650
Reconc. minusvalías	940	885	57	47	404	192	161	26	83	16	51	71	2	29	202	140	1.901	1.406
Reembolso préstamos	3.357	5.213	338	1.011	82	153	177	31	0	0	71	64	10	7	129	483	4.166	6.962
Venta a otra ECR	1.582	2.585	289	1.226	307	389	99	148	71	277	54	403	13	356	141	90	2.555	5.474
Venta a una institución financiera	318	495	75	83	35	85	81	1	1	73	51	51	2	372	15	47	577	1.207
Recompra accionistas	300	432	236	502	86	32	10	161	0	0	114	309	30	6	165	147	942	1.589
Otros	1.032	2.216	824	106	108	195	271	767	107	155	18	33	63	166	55	149	2.478	3.787
TOTAL	11.180	16.736	3.062	4.253	1.481	1.863	1.008	1.287	647	906	497	1.491	454	1.374	1.220	1.886	19.550	29.796

Fuente: EVCA.

ANEXO II. Metodología y definiciones de la EVCA

Definiciones generales

Capital riesgo o *private equity*: se refiere principalmente a *management buyouts*, *management buyins*, capital de sustitución y compra de acciones cotizadas.

Capital riesgo puro o *venture capital*: es un subconjunto del capital riesgo que se refiere a las inversiones en negocios en las fases de lanzamiento, desarrollo temprano o expansión.

Compañía *High-Tech*: aquella que posee algún tipo de derechos de propiedad intelectual en exclusividad como pueden ser derechos de diseño, patentes, copyrights, etc., que constituyen el elemento crítico que añade valor al producto o negocio y, además, son desarrollados internamente por personal permanente de la propia empresa.

Fase o tipo de financiación

Semilla (*seed*): financiación proporcionada para investigación, asesoramiento y desarrollo de un concepto inicial de negocio antes de que haya alcanzado la siguiente fase (*start-up*).

***Start-up*:** financiación proporcionada para el desarrollo del producto y el marketing inicial. En esta fase las empresas ya están en proceso de constitución o llevan poco tiempo en el negocio, pero no han comercializado todavía su producto.

Otras fases iniciales: financiación a empresas que ya han completado el desarrollo del producto y necesitan fondos para iniciar la fabricación y la venta, pero todavía no han generado beneficios.

Expansión: financiación proporcionada a empresas operativas para su crecimiento y expansión, que puede que estén o no en punto muerto o generando beneficio. El capital obtenido puede destinarse al incremento de la capacidad de producción, al desarrollo de producto o mercado y/o a aumentar el fondo de maniobra.

Financiación puente: aportación de fondos a empresas que se encuentran en el período de realización de una oferta pública de venta.

Rescate/Reorientación: financiación proporcionada a negocios que han experimentado una fase negativa, con el objetivo de recuperarse.

Compra secundaria (*secondary buyout* o SBO)/capital de sustitución: compra de acciones de una compañía por otra entidad de capital riesgo⁴⁸ o por otro accionista o accionistas.

Refinanciación de deuda bancaria: para reducir el nivel de endeudamiento de una compañía.

Management buyout (MBO): financiación para facilitar a los actuales directivos y a los inversores la compra de una línea de producto o negocio.

Management buyin (MBI): financiación para facilitar a un directivo o grupo de directivos ajenos a la empresa la compra de la misma.

Compra de empresas que cotizan (operación *public to private* o PtoP): compras realizadas por parte de entidades de capital riesgo con el objetivo de excluir a la empresa de cotización⁴⁹.

Otras compras de cotizadas: compra de acciones en un mercado organizado.

Tipo de inversión según la fase de desarrollo

Todas estas fases o tipos de financiación han sido reagrupas por la EVCA para la presentación de los datos. Han sido resumidas en **cinco categorías:**

Semilla: semilla.

Start-up: start-up, otras fases iniciales.

Expansión: expansión, financiación puente, rescate/viraje.

Capital de sustitución: compra secundaria/capital de sustitución, refinanciación de deuda bancaria.

Buyouts: *management buyout, management buyin, public to private.*

Las inversiones en buyouts se clasifican a su vez por el tamaño en pequeñas, medianas, grandes y mega buyouts. Esta clasificación de la EVCA está basada en el tamaño de la porción de fondos propios objeto de la operación más la parte de deuda que sea aportada por los fondos de capital riesgo y no la correspondiente a los bancos.

Pequeña	< 15 millones €
Mediana	15 < X < 150 millones €
Grande	150 < X < 300 millones €
Mega	> 300 millones €

⁴⁸ Las compraventas realizadas entre dos compañías de capital riesgo se conocen con el nombre de "secondary buyout".

⁴⁹ Operaciones conocidas con el nombre de "public to private".

Composición de los sectores industriales

Comunicaciones:

- Equipos de telecomunicaciones (p.e., equipos de comunicación de voz y datos, equipos de redes).
- Telecomunicaciones de transporte.
- Tecnología de Internet (p.e., navegadores, portales, buscadores, diseño de páginas web, ISPs).
- Transmisión de TV y radio.
- Empresas de comunicación.
- Publicidad.

Informática:

- Hardware para ordenadores (incluyendo equipos de reconocimiento y síntesis de voz y periféricos)
- Software.
- Servicios para ordenadores (p.e., procesamiento de datos, mantenimiento de hardware, consulting, formación).

Otros electrónica:

- Baterías.
- Suministro de energía.
- Fibra óptica.
- Instrumentos analíticos y científicos.
- Semiconductores y equipos relacionados (incluyendo componentes electrónicos).

Biotecnología:

- Biotecnología agrícola y animal (p.e., diagnóstico de plantas).
- Biotecnología industrial (p.e., derivados químicos).
- Biotecnología relacionada con equipos de investigación y producción.

Medicina y salud:

- Salud.
- Instrumentos/aparatos médicos (p.e., equipos terapéuticos y de diagnóstico).
- Farmacéutico (p.e., desarrollo de medicamentos).

Energía:

- Exploración y producción de gas y petróleo.
- Equipos de exploración y perforación.
- Relacionados con el carbón.
- Relacionados con la conservación de la energía.
- Energía alternativa.

Productos de consumo:

- Productos y servicios de consumo.
- Comercio al por menor.

Productos y servicios industriales:

- Equipos y maquinaria industrial.
- Relacionados con la polución y el reciclaje.
- Servicios industriales.

Química y plásticos:

- Agricultura química.
- Química aplicada a productos básicos.
- Procesos o especialidades químicas/plástico.
- Revestimientos y adhesivos.
- Membranas y productos relacionados.

Robótica:

- Equipos de medición industrial y sensores.
- Equipos de control de procesos.
- Robótica.
- Sistemas de maquinas de visión.
- Control numérico e informatizado de herramientas mecánicas.

Otros producción:

- Productos y suministros para las empresas.
- Mobiliario de oficina.
- Textiles.
- Hardware y suministros de fontanería.
- Pasta de papel y papel.
- Impresión y encuadernación.
- Sistemas de empaquetado de productos.

Transporte:

- Aerolíneas, ferrocarriles y autobuses.
- Aeropuertos y otros servicios de transporte.
- Correo y embarque de mercancía.

Servicios financieros:

- Banca.
- Seguros.
- Inmobiliaria.
- Brokers de valores y productos básicos.

Otros servicios:

- Servicios de ingeniería.
- Publicidad y relaciones públicas.
- Distribuidores, importadores y mayoristas.
- Servicios de consultoría (excluyendo IT consulting-ver Informática).
- Hostelería/Ocio.

Agricultura:

- Cría de animales domésticos.
- Cultivo de cosechas.
- Pesca.
- Silvicultura.

Construcción:

- Servicios de construcción.
- Fabricación de materiales de construcción.
- Fabricación de sistemas y edificios prefabricados.

Otros:

- Minería.
- Servicios públicos.
- Conglomerados.

