

# Resumen Ejecutivo 2016

Carlos Cuervo-Arango Martínez

Universidad Nebrija y Vicepresidente del Instituto de Capital Riesgo

Esta tercera edición del Anuario de Capital Riesgo mantiene la estructura de las anteriores, dividiendo los trabajos en cuatro categorías o bloques temáticos. La primera, busca presentar y analizar los desarrollos más relevantes producidos en la regulación de la industria durante el año de referencia. En el caso español, esa regulación sigue la pauta marcada por la normativa de la Unión Europea (UE), muy activa en la concreción del marco normativo al que deben someterse las instituciones de capital riesgo europeas o las que desarrollen su actividad en el marco de la UE.

La segunda categoría atiende al análisis de la implicación de las administraciones públicas en el apoyo y promoción de la industria. Como es bien sabido, desde la propia UE hasta las administraciones autonómicas y aún las locales, la promoción de las actividades del capital riesgo, tanto en su versión de capital inicial o semilla, *venture capital* en su acepción internacional, como las del llamado capital privado, *private equity*, se consideran una herramienta más de reforzamiento del tejido empresarial, promoción de la innovación y, en suma, apoyo a la financiación de las pequeñas y medianas empresas y también de reestructuración de sectores productivos dispersos, obsoletos o con excesos de capacidad.

El tercer bloque recoge desarrollos propios de la industria que merezcan especial interés o un análisis específico. Se trata de presentar al lector interesado las inversiones y desinversiones producidas que tengan algún componente relevante, sea por el sector en el que se realizan o por las peculiaridades de su planteamiento y ejecución.

Finalmente, la cuarta parte del Anuario se centra en un análisis pormenorizado y tan completo como sea posible, de la actividad del sector en el año de referencia. Este análisis se alimenta de los Boletines de Actividad del Capital Riesgo que se publican trimestralmente como adenda a la Revista Española de Capital Riesgo, y constituye el más completo censo de operaciones realizadas y asesores financieros y legales implicados en el mercado español del capital riesgo.

En esta edición, el primer bloque se inicia con trabajo de Gerolamo Chiavari, Clotilde Chiavari, Andrea Conso, Carlo Giulini y Giuseppe Bongiovanni titulado *Risks and Insurances for Alternative Investment Fund Managers within the AIFMD and the Delegated Regulation 231/2013* (Riesgos y Seguros de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativa en el marco del Reglamento Delegado 23/2013 y la Directiva GFIA). Como es sabido, una

vez que la Directiva 2011/61/EU del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativa, entró en vigor en diciembre del año 2012, la Comisión Europea adoptó en el mismo mes y año la Regulación de Nivel 2 correspondiente, en forma de Regulación Delegada (UE) no 231/2013, que entró en vigor en julio del año 2013 y que ha sido ya transpuesta por todos los países de la UE.

Una de las novedades más relevantes planteadas por la Directiva GFIA fue el requerimiento a los fondos de inversión alternativa, tanto a los gestionados internamente como a los gestionados por un gestor externo, para que adoptasen las medidas adecuadas para cubrir los riesgos que pudiera plantear una negligencia profesional en sus actividades. De hecho, la Directiva es mucho más precisa y establece dos posibles formas de cubrir la responsabilidad potencialmente implicada por la gestión negligente. Así, la Directiva establece que los gestores de fondos de inversión alternativa podrán bien proveer fondos propios adicionales suficientes para cubrir el coste potencial de una gestión negligente, o bien contratar una póliza de seguro adecuada que cubra tales riesgos.

El trabajo de Gerolamo Chavari y otros, analiza esta obligación de cobertura de riesgos, sobre la base de que el gestor de fondos de inversión alternativa tiene una responsabilidad específica por las consecuencias que sus actuaciones pueden tener sobre los terceros que puedan verse afectados por ellas, sean inversores, empleados u otros terceros. Es cierto que aún no se han visto reclamaciones importantes por este concepto, pero el campo está abierto para que un inversor que haya sufrido una pérdida debida a un control de riesgos insuficiente por parte del gestor, pueda reclamarle una compensación adecuada.

Por otra parte, tanto la Directiva como el Reglamento Delegado establecen un visión muy amplia de lo que debe considerarse como riesgos de la actividad de los gestores de fondos de inversión alternativa y su gestión. La gestión de riesgos requiere la identificación y análisis de todas las pérdidas potenciales resultantes de la actividad, los riesgos evitables y aquellos que pueden transferirse a terceros y la cobertura adecuada de los que no puedan transferirse. De esta forma, el autoseguro no sólo implica una dotación de fondos adecuada en el balance, sino la disposición de mecanismos adecuados para la identificación, análisis, evaluación, control y, finalmente, la provisión en balance de los fondos adecuados para cubrir la pérdida máxima probable resultante de los riesgos autoasegurados. Por supuesto, estos implican los propios de la actuación inversor/desinversor del gestor y, también, los riesgos operacionales de las compañías adquiridas que en tanto permanezcan en la cartera del fondo de inversión alternativa, pueden producir pérdidas a los inversores del mismo.

La elección que se le plantea al gestor entre autoseguro o seguro externo no es sencilla, máxime cuando la Directiva asigna un valor mayor, requiere una cobertura menor por el mismo riesgo calculado, cuando el gestor elige constituir una póliza de cobertura

con una compañía de seguros externa que cuando elige cubrir con su balance el riesgo. En el curso de su trabajo, Gerolamo Chiavari y otros plantean ejemplos numéricos de las implicaciones de cada elección y concluyen que la combinación de un póliza que externalice la cobertura de riesgos con el autoseguro de los riesgos no plenamente cubiertos por la misma, es la mejor opción que se les plantea a los gestores de fondos de inversión alternativa para obtener una protección adecuada. Se abre, pues, un campo nuevo de atención para las compañías de seguros, que son quienes deben diseñar paquetes adecuados para someterlos a la consideración de los gestores de fondos.

A diferencia de lo que sucede en tantos otros aspectos relativos a la industria del capital riesgo, las plataformas de financiación participativa (PFP), entre las que deben incluirse todas aquellas dedicadas a la mediación entre los inversores y los promotores de proyectos de financiación, no han sido todavía objeto de una regulación unificada por parte de la CE. Por tanto, son las regulaciones nacionales las que resultan pertinentes en la ordenación de estas prácticas financieras de importancia creciente en todos los sistemas financieros nacionales.

En España, la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial, ley FFE en lo que sigue, sometió todas las plataformas, tanto las que financian por la vía de la emisión de valores de capital o deuda, cuanto a las que proveen de financiación a los promotores en forma de préstamos<sup>1</sup>, a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las peculiaridades de este sometimiento y el análisis crítico de sus provisiones, constituyen el objeto del segundo trabajo del bloque primero del Anuario, que es el que firma Reyes Palá Laguna, titulado *La supervisión administrativa de la CNMV en relación con las plataformas de financiación participativa*.

La primera pregunta que se plantea la autora es por qué, siendo el préstamo entre particulares una actividad no regulada hasta ahora, se somete en la Ley a la regulación y, particularmente a la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Tiene clara explicación lo primero, dada la aparición de una serie de plataformas que eludían la aplicación de las prescripciones de la Ley del Mercado de Valores a través de canalizar la financiación vía préstamos y no a través de emisión de valores mobiliarios, con la consiguiente pérdida de información del inversor, que ya no dispondría del correspondiente folleto informativo.

Tiene, sin embargo, menos explicación lo segundo, pues parece que las PFP dedicadas a la concesión de préstamos, tienen más relación con la actividad propia de los

---

1 Plataformas de Crowdfunding todas ellas, distinguiendo entre *equitycrowdfunding*, *debtcrowdfunding* y *crowdlending*, según que se dediquen a la actividad de financiación de proyectos a través de la emisión de acciones, deuda o la concesión de préstamos.

Establecimientos Financieros de Crédito que con la de cualquier otra figura jurídica y, así, parecería lógico que cayeran bajo la supervisión del Banco de España, a quien sí se le pide, sin embargo, informe vinculante, previo a la autorización de la actividad de las PFP que publiquen proyectos de financiación vía préstamos.

En todo caso, en su trabajo Reyes Palá pasa revista a las peculiaridades establecidas por la legislación en materia de autorización y registro de las PFP, así como el régimen de supervisión, inspección y sanción que la Ley FFE establece. En particular, llama la atención a la falta muy grave consistente en “el incumplimiento grave y reiterado por parte de las plataformas de financiación participativa de las obligaciones... y de las reglas para minimizar los conflictos de interés” letra h) del art 92.1 de la Ley FFE. Y ello porque la regulación de las PFP abren la puerta a un conflicto de interés asociado a su actividad difícil de evitar.

En efecto, como han señalado ya algunos estudiosos, la legislación permite a los directivos y socios de la PFP así como la plataforma misma invertir en los proyectos publicados en la web de la PFP, lo cual difícilmente se aviene con el ejercicio de las funciones de administración con el principio de neutralidad que la legislación establece. Parece que hubiera sido más adecuado bien prohibir directamente a administradores y socios la inversión en proyectos de su propia gestora, bien someter dicha inversión a cautelas y autorizaciones semejantes a las que se aplican a otros profesionales del mercado de valores, y del mercado financiero en general, en el ejercicio de sus funciones.

En fin, en este trabajo el lector interesado podrá encontrar una revisión y análisis de la legislación más reciente que afecta a estos nuevos instrumentos de inversión y de financiación empresarial, cuyo crecimiento es constante en el sistema financiero europeo. Cabe insistir en que esta actividad, de importancia creciente, es de las pocas actividades financieras cuya unificación normativa no ha emprendido aún la Comisión Europea.

Continuando en campos aún no regulados por las autoridades de la UE, el siguiente trabajo de esta sección se ocupa de otro sector, también de importancia creciente, relativamente nuevo en el panorama financiero europeo y especial, por cuanto a caballo de la revolución tecnológica de la comunicación y las redes está revolucionando la actividad del sector bancario en todo el mundo. Nos referimos al sector de las empresas que combinan la innovación y el desarrollo tecnológico sobre el sector financiero y que han dado en llamarse *fintech*.

Teresa Serrano Sordo, en su trabajo *El Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*, no se plantea comentar ninguna nueva regulación del sector, que no existe, sino que busca promover el conocimiento y la discusión de las propuestas relativas a la regulación

del sector contenidas en el libro blanco elaborado por la Asociación Española Fintech-Insurtech. Es bien sabido que las empresas fintech, frecuentemente empresas de nueva creación que aportan un enfoque totalmente tecnológico de los procedimientos y actividades bancarias, son uno de los pilares de la transformación que está sufriendo el sector financiero, que la autora califica de verdadera "revolución sistémica". Hay que señalar que el espectro de empresas fintech es muy amplio e incluye tanto a las entidades que realizan actividades sujetas a reserva de actividad cuanto a aquellas que simplemente intervienen en algún punto de la cadena de valor del servicio financiero o bien quienes ofrecen un soporte tecnológico a operadores financieros regulados; de modo que el mundo fintech se configura cada vez más como un conglomerado de empresas tecnológicas que bien apoyan al sector financiero, bien desarrollan aspectos parciales de sus procesos operativos, erosionando de manera creciente, por razón de su mayor agilidad y rapidez de reacción, la propia naturaleza del negocio financiero en general y bancario en particular.

En línea con la pretensión de configurar un mercado único digital para Europa, hace años que la Comisión Europea ha venido planteando iniciativas y estrategias para cumplir ese propósito, culminando en la Agenda Digital para Europa que es una de las siete iniciativas clave que configura la Estrategia Europa 2020 que centra hoy el esfuerzo estratégico de la UE en el horizonte del año 2020. Como parte de este esfuerzo, el Parlamento Europeo está desarrollando una actividad legislativa intensa que abarca temas como la introducción de garantías de neutralidad de la red; la reducción de las tarifas de itinerancia, que ha culminado en su supresión en junio de este año de 2017 en el ámbito de la UE, la reducción de costes en el despliegue de redes de comunicación de alta velocidad, los servicios de confianza para las transacciones electrónicas en el mercado interior o la normativa europea sobre ciberseguridad.

Pues bien, en este contexto de revolución digital impulsada por las autoridades europeas, el libro blanco presentado por la Asociación Española Fintech-Insurtech en febrero del año 2017, pretende conformar un marco de propuestas de cambios normativos que permitan el desarrollo de la tecnología en el sector financiero, el avance de las empresas fintech, en suma.

Las propuestas del libro blanco afectan a todos los tipos de empresas fintech que hemos señalado y pretende contribuir a la mejora de la competitividad de la industria financiera (banca, servicios de inversión y seguros). Pero esta contribución no se propone planteando una regulación específica para las empresas fintech sino identificando los aspectos de las condiciones de acceso a las actividades con reserva de actividad hoy vigentes que habrían de modificarse, para adecuarlas al nuevo modelo de prestación de servicios financieros. Es decir, no se trata de regular un nuevo componente del sector

financiero, sino de repensar la regulación de éste, adecuándola a la transformación que se le viene encima.

El libro blanco estructura sus propuestas como “medidas transversales” por cada “vertical”, siendo estos verticales los grupos de empresas fintech. Tiene interés señalar los distintos verticales que se identifican, pues constituye un buen catálogo de las actividades en las que se concentra el emprendimiento fintech. Son estos: Asesoramiento y gestión patrimonial; finanzas personales; financiación alternativa; crowdlending; equity crowdfunding; crowdfunding/lending sobre activos o bienes tangibles; servicios transaccionales/divisas; medios de pago, infraestructura financiera; criptomonedas&blockchain; insurtech; identificación online de clientes y big data.

Para cada vertical se identifican las barreras normativas existentes y se plantean los cambios normativos apropiados, en la mayoría de los casos relacionados con la modificación de las condiciones de acceso a las actividades reguladas, de modo que puedan desarrollarlas los nuevos actores. Si tenemos en cuenta que alguna empresa de medios de pago europea ha obtenido ya una licencia bancaria y que en los Estados Unidos se plantea que algunas fintech podrán obtener una licencia bancaria federal a partir de este año de 2017, es fácil percibir la magnitud de la transformación en marcha y la dificultad de prever la fisonomía del sector financiero del futuro.

En suma, se trata de adecuar el marco normativo a una nueva realidad en la que nuevos entrantes desarrollan con eficiencia y costes reducidos actividades tradicionalmente reservadas a licenciarios bancarios o de seguros que prestan un servicio conjunto muchos de cuyos componentes se desarrollan mejor y más eficientemente desde las nuevas empresas que surgen al calor de la innovación tecnológica.

La segunda parte del Anuario se centra como hemos dicho en la actividad de promoción y apoyo al sector que se realiza preferentemente desde las instancias públicas. Dentro de este bloque, el primer trabajo es el de Oscar Farrés, gestor de inversiones en innovación y tecnología del Fondo Europeo de Inversiones. Su título, *Programas públicos nacionales de apoyo a los fondos de venture capital: los casos del Reino Unido, Holanda, y Portugal* es auto-explicativo y recoge precisamente el contenido del trabajo.

En efecto, en su trabajo, Oscar Farrés analiza tres iniciativas públicas europeas para el fomento de los fondos de *venture capital*, en Reino Unido, Holanda y Portugal. Estas iniciativas pretenden compensar la carencia de fondos privados que se produjo como consecuencia de la crisis del año 2008 y son complementarias de la labor paneuropea que desarrolla el Fondo Europeo de Inversiones.

El *British Business Bank* (“BBB”) es un banco público de desarrollo que depende del Gobierno Británico y cuya misión es la de mejorar la financiación para las pequeñas y medianas empresas británicas en todas sus etapas de desarrollo. A tal efecto, el BBB dispone de líneas de financiación mediante deuda o capital que implementa a través de más de 90 intermediarios financieros como bancos comerciales, fondos de *venture capital*, o plataformas en internet. Igualmente, el BBB puede participar en fondos de inversión que impulsen el desarrollo de las empresas ofreciéndoles capital en sus etapas de inicio o desarrollo; este es el propósito, por ejemplo, del *Enterprise Capital Fund*, lanzado en el año 2006 para apoyar fondos de *venture capital* que generen impacto en el Reino Unido.

Con datos de enero de 2017, en sus más de 10 años de actividad, el *Enterprise Capital Fund* ha comprometido 551,5m de libras en 23 fondos de *venture capital*, lo que ha permitido movilizar recursos del sector privado por importe de 394,5m de libras.

La *Netherlands Enterprise Agency* (“NEA”, o “RVO” en sus siglas en holandés) es una institución que depende directamente del Ministerio de Economía del Gobierno holandés. La NEA tiene como objetivo mejorar las oportunidades para emprendedores y fortalecer su posición en el mercado nacional e internacional, y como tal da servicios relacionados con la financiación, la búsqueda de socios comerciales, y el cumplimiento de los diferentes marcos regulatorios.

La NEA gestiona un programa de apoyo a los fondos de *venture capital* denominado *SEED Capital*, que tiene más de 10 años de actividad. Este programa opera mediante convocatorias anuales y ofrece aportaciones a los fondos de un máximo de 6 millones de euros en forma de préstamo con condiciones especiales. Entre 2010 y 2015, *SEED Capital* ha invertido 200m de euros para apoyar la creación de 55 fondos en diferentes sectores tecnológicos, que a su vez han invertido en 296 empresas holandesas innovadoras.

La *Instituição Financeira de Desenvolvimento* (“IFD”) es una agencia financiera gubernamental creada en el año 2014 con la misión de actuar para mitigar los fallos del mercado portugués en la financiación de pequeñas y medianas empresas. La IFD actúa como un banco mayorista y trabaja con otras instituciones financieras para diseñar e implementar los instrumentos adecuados.

La IFD lanzó en el año 2016 un programa para fomentar la creación de fondos de *venture capital* en Portugal en combinación con otras actuaciones de instrumentos de capital orientadas a inversores particulares o “*business angels*”. Este programa participa en los fondos seleccionados con importes entre 2,5m y 10m de euros, con una participación máxima del 50% del fondo.

Todas estas iniciativas tienen rasgos comunes, pues se orientan al desarrollo de pequeñas y medianas empresas en sus etapas iniciales, incentivando la participación del capital privado en sus programas a través de fórmulas de reparto asimétrico que benefician a los inversores privados una vez que el fondo ha satisfecho los objetivos de rentabilidad de la institución pública.

Oscar Farrés finaliza su trabajo con unas consideraciones sobre el diseño de programas de colaboración público-privada en el ámbito del *venture capital*, que deben fomentar la participación del sector privado como vía hacia la creación de entornos sostenibles para el desarrollo de esta industria y el apoyo efectivo a las nuevas empresas. Con frecuencia, las empresas innovadoras en las fases iniciales de su desarrollo precisan financiación, pero también contactos, acceso a tecnologías y relaciones internacionales, lo que realza la importancia de contar con gestoras experimentadas y que dispongan de plataformas de apoyo que superen los componentes puramente financieros. Al final, el objetivo de todas estas iniciativas y otras varias existentes en otros países, como FOND-ICO GLOBAL en España, que será objeto de análisis en un trabajo posterior de este Anuario, tienen por objetivo crear y mantener un ecosistema de *venture capital* activo y sostenible, como instrumento crucial de creación y desarrollo de empresas innovadoras y, a la postre, de crecimiento y generación de valor en la economía.

El segundo trabajo de este segundo bloque es el titulado *Tendencias actuales en la financiación a PYME y emprendedores. Breve actualización de las iniciativas estatales públicas de capital riesgo en España*, del que son autores Susana de los Ríos y Rocío Sáenz-Díez. El trabajo tiene dos objetivos; por un lado, analiza la modificación positiva de las condiciones de financiación de las pymes y emprendedores europeos, enriquecidas con la aparición de nuevos cauces de financiación, el crowdfunding, por ejemplo, y el desarrollo de iniciativas novedosas en el campo del capital riesgo. Por otro lado, se pasa revista al funcionamiento de las iniciativas públicas españolas de apoyo al capital riesgo, notablemente el programa de FOND-ICO GLOBAL.

La prevalencia de las empresas pequeñas en las economías nacionales no es una característica española sino una realidad en la UE. De acuerdo con datos oficiales de la UE, un 99,8% de las empresas no financieras europeas son pymes, de las cuales, el 92,8% son microempresas. No es de extrañar, por tanto, que tanto desde la propia UE como en diferentes países miembros, se desarrollen programas de apoyo a la creación y el crecimiento de estas empresas, con particular incidencia en la mejora de sus condiciones de financiación, una tarea en la que participa activamente el sector privado.

En efecto, en un contexto de mejora generalizada en Europa de las condiciones de financiación empresarial y de reducción del endeudamiento de las empresas, el auge

del fenómeno emprendedor y la necesaria regeneración de la PYME europea, han dado lugar a nuevas dinámicas en el mercado durante la última década, provocando cambios importantes en las fuentes de financiación. Nuevos agentes como pueden ser el crowdfunding, las aceleradoras o el venture capital corporativo, han entrado con fuerza en el mercado, mientras se introducían también nuevos instrumentos de financiación, como los préstamos peer-to-peer o los microcréditos.

Paralelamente, los gobiernos se están dando cuenta de la relevancia que estos nuevos agentes suponen con vistas a aliviar las dificultades de financiación de PYME y emprendedores. Esto ha dado lugar a iniciativas públicas tanto en el ámbito local, como nacional o internacional. En este sentido, en el marco de la Unión Europea, debe citarse la Unión de los Mercados de Capitales, cuyo Plan de Acción fue puesto en marcha en el último trimestre de 2015 y que incluye un conjunto de actuaciones destinadas a promover el ecosistema emprendedor y de apoyo a las pyme en el que se fía buena parte de la prosperidad futura de la zona.

Entre los nuevos agentes inversores que configuran el panorama actual de la financiación de emprendedores y pyme, Susana de los Ríos y Rocío Sáenz-Rojas destacan los siguientes: Las aceleradoras e incubadoras de empresas; las redes de *business angels*; el *crowdfunding*; el *venture capital* corporativo; los fondos de inversión en capital intelectual; los fondos gestionados o financiados por las universidades; los fondos especializados en proporcionar deuda a pymes, llamados *venture debt* o *private debt* y las iniciativas de colaboración público-privada de apoyo a emprendedores y empresas innovadoras en fases iniciales de desarrollo, como las que se presentan en el trabajo de Oscar Farrés anteriormente reseñado.

Tanto la propia evolución de la situación económica, marcada por una salida progresiva de la crisis del año 2008, cuanto el cambio de la actuación pública de apoyo, centrada cada vez más en actuaciones de colaboración público-privada, como el propio avance tecnológico, que favorece un proceso de desintermediación creciente en la relación entre agentes económicos o, finalmente, la modificación de los mercados y los agentes que participan en ellos propio de la “nueva economía”, cada vez más basada en la información y la innovación, son factores que subyacen al proceso dinamizador de la financiación de emprendedores y pymes al que estamos asistiendo y que son analizados por Susana de los Ríos y Rocío Sáenz-Díez en este trabajo.

Además, como dijimos, la segunda parte del trabajo se centra en el análisis de la evolución reciente de los instrumentos de apoyo al capital riesgo existentes en España a nivel estatal, principalmente los promovidos por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) y la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES).

Dado su tamaño e importancia en la labor de apoyo a la industria del capital riesgo española, el ICO ocupa un lugar señero a través de las actuaciones desarrolladas por su sociedad gestora, Axis Participaciones Empresariales SGEIC,SA que gestiona activamente varios fondos, Fond-ICO pyme, Fond-ICO infraestructuras y, principalmente, Fon-ICO Global que se ha convertido en los últimos años en el gran protagonista del sector del capital riesgo español.

Desde su inicio en el año 2013, Fond-ICO Global ha resuelto ocho convocatorias en las que ha comprometido 1.264 millones de euros, con un compromiso de inversión por parte de los fondos seleccionados que supera los 4.700 millones de euros. En 2016 se han resuelto tres convocatorias a las que se han presentado 68 gestoras, de las que se han seleccionado 21; siete de ellas corresponden a capital expansión, ocho a la categoría de *venture capital* y otras seis a incubación/transferencia de tecnología. En conjunto, en el año 2016 los fondos participados por Fond-ICO Global han invertido en 84 empresas con una inversión global en torno a los 428 millones de euros.

Por su parte COFIDES ha sido una de las cinco instituciones de desarrollo europeas que ha obtenido en 2016 la acreditación para gestionar delegadamente el presupuesto de la UE de cooperación al desarrollo, en actuaciones de financiación que combinan los fondos propios de COFIDES con subvenciones de la UE. En conjunto, su actuación se ha resuelto en la inversión de 97 millones de euros en operaciones directas de inversión y la participación en dos fondos de capital riesgo con un importe conjunto de 20 millones de euros.

Como es sabido, ENISA canaliza su actuación a través de la concesión de préstamos participativos, con los que se han financiado en el año 2016 más de 800 proyectos empresariales con un volumen de inversión superior a los 80 millones de euros.

Finalmente, el CDTI, a través de su programa INNVIERTE apoya la financiación de pymes de base tecnológica para impulsar su crecimiento. A finales del año 2016, el compromiso de inversión de este programa ascendía a 280 millones de euros en 14 fondos de capital riesgo.

Los siguientes tres trabajos de este segundo bloque se centran en el estudio de los diferentes instrumentos financieros disponibles para el apoyo al capital riesgo en distintas comunidades autónomas españolas. El primero de ellos está elaborado por Stefan Mathesius y Juan A. Delgado, se titula *Instrumentos Financieros Públicos en Andalucía* y junto a una justificación teórica del lugar y la función del sector público en el apoyo a las empresas innovadoras, se focaliza en el análisis de la Agencia de Innovación y Desarrollo de Andalucía (IDEA), el principal instrumento de apoyo público a pymes y emprendedores en esa comunidad autónoma.

En un entorno extremadamente bancarizado en el que la financiación del circulante y de varios elementos del inmovilizado inmaterial requieren recursos de capital para su financiación, es clara la necesidad de la intervención pública tendente a superar el “equity gap” señalado y favorecer la expansión de empresas en fases iniciales de su evolución. Esta es la razón de ser de IDEA, cuyo funcionamiento se atiene a unos principios básicos que orientan su funcionamiento.

Entre estos principios, el primero es el de la subsidiariedad. Se trata de hacer frente a las deficiencias del mercado, pero en ningún caso desplazando la iniciativa privada o expulsándola de las actividades financieras que le son propias. El segundo principio es el de precio de mercado, esto es, la provisión de servicios y operaciones financieras a los precios que rigen entre particulares, sin enmascarar subvenciones ni ayudas irregulares; se trata de facilitar la financiación empresarial, no de abaratarla. El tercer principio se refiere a la necesidad de la coinversión privada, muy en línea con las alternativas de apoyo basadas en la colaboración público-privada que hemos comentado en relación al trabajo anterior. Finalmente, el cuarto principio se refiere a la sostenibilidad de los propios instrumentos de financiación utilizados a través de la reinversión de los retornos de las operaciones.

La agencia IDEA estructura sus instrumentos financieros de forma que puedan acompañar los proyectos empresariales a lo largo de todo su ciclo de vida, independientemente de la fase concreta en que se encuentre. Para ello cuenta con 16 fondos, con diferentes vocaciones y ámbitos de actuación, con un volumen conjunto de inversión disponible superior a los 1.000 millones de euros. En su trabajo, Stefan Mathesius y Juan A. Delgado pasan revista a la especificidad de cada uno de los fondos actualmente activos, detallando para cada uno el importe mínimo y máximo de cada actuación, el sector o segmento objetivo y el instrumento de intervención utilizado, avales, préstamos participativos, préstamos subordinados o préstamos ordinarios; fondos reembolsables en todo caso.

Desde el inicio del programa de instrumentos financieros en 2009 hasta finales del año 2016, IDEA ha invertido más de 423 millones de euros en 1.345 proyectos, una media de 60 millones y 190 proyectos anuales, con una inversión inducida de 1.453 millones de euros.

José Manuel Ortigueira, Fernando García y Susana Vázquez son los autores del siguiente trabajo, *XESGALICIA, el capital riesgo público gallego. Vocación industrial y carácter emprendedor*, que se remontan a los inicios del capital riesgo en España con las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODIS) impulsadas por el Instituto Nacional de Industria en los años 70. La primera de esas sociedades fue justamente SODIGA, la Sociedad para el desarrollo industrial de Galicia, constituida en el año 1972. Todavía hoy, 45 años más

tarde, Xesgalicia, la sociedad gestora de fondos de capital riesgo del Instituto Gallego de Promoción Económica (IGAPE), continúa gestionando los activos de SODIGA y otros varios fondos, con un importe conjunto de 217 millones de euros invertidos en 167 empresas participadas.

En su trabajo, Jose M. Ortigueira, Fernando García y Susana Vázquez, desgranar la estructura de los fondos gestionados, sus inversores, los volúmenes invertidos en cada caso y el detalle de las empresas participadas por cada fondo. También presentan el reciente programa de aceleración de empresas puesto en marcha por Xesgalicia en los últimos tres años.

Se trata de VIAGALICIA, una iniciativa destinada a la aceleración de proyectos innovadores e “invertibles” de la que se han celebrado ya cuatro ediciones, cada una con una duración de 18 meses. Los proyectos seleccionados obtienen financiación pública a través de diferentes instrumentos y los proyectos que superan satisfactoriamente la fase de aceleración presentan su proyecto a un panel de inversores nacionales e internacionales. Por su parte, el programa BUSINESS FACTORY AUTO se centra en la aceleración de proyectos de automoción y su transformación en empresas innovadoras, viables y escalables; este programa se desarrolla en 9 meses de aceleración y los proyectos cuentan también con financiación pública hasta un máximo de 125.000 euros. Posteriormente, las empresas que requieran mayor tiempo de maduración pueden entrar en un programa de consolidación de hasta 12 meses de duración adicional, que cuenta con fuentes de financiación suplementarias.

Otras iniciativas son GALICIA OPEN FUTURE, un centro de emprendimiento en colaboración con Telefónica, que ya ha desarrollado tres ediciones en las que se acogen un máximo de 50 iniciativas empresariales en cada una, que participan en un programa de aceleración de seis meses. ESPACIOS DE COWORKING IGAPE-EOI son 7 espacios para el asesoramiento y aceleración de proyectos emprendedores en otras tantas localidades de Galicia; en su primera edición, realizada este mismo año 2017, se han seleccionado 7 proyectos entre los 139 presentados.

El ecosistema de apoyo al emprendimiento en Galicia se completa con las ACELERADORAS PRIVADAS DE APOYO AL EMPRENDIMIENTO INNOVADOR, un programa de ayudas convocado por la Agencia Gallega de Innovación (GAIN) destinado a aceleradoras privadas focalizadas en proyectos emprendedores innovadores gallegos. Los proyectos seleccionados por estas aceleradoras, seis en total, podrán obtener financiación pública a través de Xesgalicia.

Cierra este segundo bloque temático del Anuario el trabajo, *El desarrollo del capital riesgo en el País Vasco: los 40 años de TALDE*, elaborado por José M<sup>a</sup> Zalbidegoitia, Idoia Bengoa

e Irene Gutiérrez, en el que al calor de la exposición de la historia de Talde, empresa pionera de capital riesgo en España, constituida en 1976, se expone el desarrollo del capital riesgo en el País Vasco, principalmente a través de iniciativas de carácter público, que se inician con la constitución en 1985, desde la agencia de desarrollo empresarial del Gobierno Vasco, de la empresa *Gestión de Capital Riesgo del País Vasco, SGEIC*.

Los autores destacan tres etapas en la introducción del capital riesgo en España. La primera, desde 1972 hasta 1986, de puesta en marcha, durante la que se crean las SODIS y se pone en marcha Talde, como iniciativa privada aislada, así como la empresa pública gestora de entidades de capital riesgo del País Vasco. La segunda etapa, de 1987 a 1991, se inicia con la promulgación de la ley 1/1986, primera ordenación de la naciente industria del capital riesgo en España y está marcada por un desplazamiento del foco de actividad desde el sector público al privado, que inició un proceso intenso de creación de gestoras y fondos que constituyeron la industria tal y como la conocemos hoy día. Finalmente, la etapa de consolidación, desde 1992 hasta la actualidad, se caracteriza por la continuidad del crecimiento del sector y el incremento del volumen de las operaciones, principalmente debido a la aparición de las operaciones de *leveraged buy out* (LBO); es en este período cuando se aprueba la ley 1/1999, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, que constituyó el eje básico de regulación del sector hasta muy recientemente.

En el contexto del País Vasco, además de Gestión de Capital Riesgo del País Vasco SGEIC, SA y SEED Capital de Bizkaia, ambas del sector público, destacan la propia Talde así como Perseo, el programa de capital riesgo corporativo de Iberdrola, Tecnalía Ventures, que invierte en start-ups tecnológicas y Orza, sociedad de inversión que apoya los proyectos de expansión e internacionalización de empresas del tejido empresarial vasco; todas estas empresas pertenecen al sector privado.

Talde Promoción y Desarrollo, SA se constituyó como una compañía privada cuyo objeto era la aportación de recursos financieros a pequeñas y medianas empresas para facilitar su desarrollo, al tiempo que se apoyaba la gestión empresarial. Sus accionistas fundadores eran una mezcla de entidades financieras locales, la Caja de Ahorros Vizcaína e Induban, así como un conjunto de grupos industriales y familiares del País Vasco. Posteriormente e incorporaron a su accionariado la totalidad de las Cajas de Ahorro vascas, así como algunos socios particulares. Su ámbito de actuación, inicialmente limitado al País Vasco, Navarra y La Rioja se ha ido ampliando hasta abarcar todo el territorio nacional.

El objetivo y la filosofía de actuación de Talde siempre fue combinar la aportación de recursos financieros con una aportación de asesoramiento, control y apoyo a la gestión de las empresas participadas. Talde nunca fue, ni es, un inversor pasivo en las más de 150 empresas en las que participó a lo largo de los años.

A partir de la empresa inicial, Talde Promoción y Desarrollo, se constituyó en el año 2000 Talde Gestión, sociedad gestora de entidades de capital riesgo, que pasa entonces a gestionar Talde Capital y Desarrollo SCR, el vehículo abierto a través del que el grupo canalizaba sus inversiones. En la actualidad, Talde gestiona 180 millones de euros a través de tres entidades de capital riesgo, dos fondos y una sociedad. Siendo la sociedad de capital riesgo más antigua de España, Talde se plantea un futuro de actividad continuada en el que a través de la inversión y el apoyo de gestión a las empresas participadas pueda ofrecer a sus accionistas un retorno adecuado, de forma que su proyección futura prosiga con todas las garantías.

El tercer bloque del Anuario se inicia con un trabajo de Gabriel Núñez, Enrique Nieto y Álvaro López titulado *Desinversiones del capital riesgo a través de salidas a Bolsa en 2016. Especial referencia a Parques Reunidos*. Como es bien conocido, el capital riesgo no ha utilizado en España la Bolsa de Valores como instrumento de desinversión con la misma prevalencia que en otras economías. Probablemente el fenómeno tiene que ver con la relativamente reducida dimensión que los mercados financieros, en particular el mercado bursátil, tienen en España.

Desde el año 2014 únicamente se han producido seis desinversiones de empresas a través de su salida Bolsa. En particular, en el año 2016 lo hicieron cuatro, Telepizza, Dominion, Parques Reunidos y Coca-Cola European Partners. De las cuatro, sólo en Telepizza y Parques Reunidos se utilizó la salida a Bolsa como instrumento de desinversión. En su trabajo, Gabriel Núñez, Enrique Nieto y Álvaro López analizan las peculiaridades de la salida a Bolsa de la empresa Parques Reunidos, que podría servir de ejemplo para otras operaciones similares en el futuro.

Tanto Telepizza como Parques Reunidos habían sido anteriormente compañías cotizadas, siendo excluidas de cotización en 2007 y 2004, respectivamente por los accionistas de referencia que desinvertieron parcialmente en 2016, Permira y KKR en el caso de Telepizza. La historia de Parques Reunidos es algo más compleja, pues la compañía fue excluida de cotización por Advent International, que posteriormente la vendió a otra empresa de capital riesgo, Candover Partners que, a su vez, fue vendida su equipo directivo, que se constituyó como empresa de capital riesgo con el nombre de Arle Capital Partners Limited, que desinvirtió en 2016.

No es este lugar para entrar en la exposición del negocio y la estructura de Parques Reunidos, que cubren ampliamente los autores del trabajo de referencia; sí tiene interés señalar, sin embargo, que el proceso de salida a Bolsa y cotización de Parques combinó una oferta de suscripción de nuevas acciones con la oferta de venta de las acciones del accionista de referencia. De esta forma, la Compañía obtenía nuevos fondos con

los que proseguir el desarrollo de su negocio y reestructurar favorablemente su deuda preexistente, mientras que Arle Capital Partners reducía parcialmente su participación y continuaba como accionista de referencia en una empresa reforzada, financieramente reestructurada y con una base de accionistas nacionales e internacionales mucho más potente, al tiempo que gozaba de liquidez para el resto de su posición accionarial.

Es justamente esta liquidez la que permitió que ocho meses después de la salida a Bolsa de la Sociedad, ciertos accionistas que ya lo eran antes de la cotización bursátil de la Compañía, llevaran a cabo un proceso de desinversión adicional a través de la colocación acelerada de acciones representativas de un 10% del capital social, entre inversores cualificados.

En su trabajo, Gabriel Núñez, Enrique Nieto y Álvaro López analizan detenidamente la estructura de propiedad de Parques antes de su salida a Bolsa y las peculiaridades del folleto informativo único, en inglés, que la Sociedad elaboró y que fue aprobado, como es preceptivo, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Sí tiene interés resaltar, que Parques Reunidos fue, junto con Telepizza, la primera sociedad cotizada en implementar las directrices de la Agencia Europea de Mercados y Valores (ESMA) en materia de medidas alternativas del rendimiento en un folleto informativo registrado en la CNMV.

Entre las medidas alternativas del rendimiento empleadas por Parques Reunidos en su folleto de salida a Bolsa, destaca el uso de información financiera comparada, la llamada información "*like-for-like*", con el objeto de reflejar y explicar a los potenciales inversores la evolución del negocio de la Compañía, descontando el impacto de los cambios producidos en el perímetro de parques operados por la Sociedad en cada ejercicio y las fluctuaciones en los tipos de cambio aplicables en cada momento.

Igualmente, los autores analizan los cambios que la salida a Bolsa necesariamente implicó en el gobierno corporativo de Parques, especialmente en su Consejo de Administración, así como el detalle de los compromisos de inmovilización de acciones asumidos tanto por los accionistas vendedores como por el equipo gestor, una de las razones básicas por las que las salidas a Bolsa de las compañías privadas únicamente permiten una desinversión parcial del accionista de referencia. Asimismo, en el trabajo se analizan en detalle los derechos sobre acciones otorgados a los nuevos consejeros independientes y el esquema de "*exit bonus*" y plan de incentivos a largo plazo del equipo directivo, un tema de especial relevancia a la hora de alinear los intereses de accionistas y directivos y resolver los problemas de agencia que afectan decisivamente el resultado de estas operaciones.

En suma, este completo trabajo, analiza en detalle la problemática implicada por una desinversión bursátil y constituye una adición relevante a la literatura existente sobre la materia.

Cierra este tercer bloque del Anuario un trabajo que analiza un tema de especial relevancia y actualidad en el mundo del capital riesgo, cual es la irrupción de la industria en un sector, las energías renovables, hasta hace pocos años ajeno al interés de las grandes gestoras de capital privado. El trabajo lleva por título *Reflexiones sobre las operaciones de capital riesgo en el sector de las energías renovables en los últimos años y tendencias para el futuro* y son sus autores Carmen Becerril, Carmen Reyna, Paula de Biase y Marina Serrano.

Como bien se señala en la introducción del trabajo, “Empujados por las sucesivas modificaciones del marco retributivo de las renovables en los últimos años, muchos promotores de proyectos en España se han visto incapaces de cumplir con sus calendarios de pagos bajo la financiación de sus proyectos, lo que ha propiciado operaciones corporativas y de refinanciación. En lo que a operaciones corporativas se refiere, destaca la entrada en nuestro país de inversores institucionales extranjeros, en muchos casos fondos de capital riesgo u oportunistas, que han sabido aprovechar un clima de cierta inestabilidad regulatoria para hacer inversiones a precios competitivos”.

Este es el contexto en el que los autores desarrollan su trabajo que, sin embargo, se inicia con un tratamiento muy completo e instructivo sobre el proceso en marcha de reducción del carbono en las economías del planeta, el papel de las energías renovables en el mismo, la transformación sufrida por el sector, impulsada por un enorme descenso de los precios de las energías renovables más populares, solar fotovoltaica y eólica, y la voluntad de la UE de ponerse a la cabeza de los nuevos desarrollos, con el compromiso de que en el año 2020 al menos el 20% de la energía consumida sea de origen renovable y el plan de la Comisión Europea conocido como “*Winter Package*”, que plantea alcanzar una producción renovable del 27% en el horizonte del año 2030 y una reducción del consumo de energía primaria del 30% respecto al año 2005. En España, la participación renovable en la energía final consumida en el año 2016 fue del 16,2%, representando casi el 40% de la generación eléctrica.

Estos desarrollos han provocado un nuevo interés de los inversores por este tipo de activos, inicialmente activos ya en producción y, más recientemente, activos en construcción o, incluso, en proyecto. Interés que, en España en particular, se ha visto erosionado por el impacto del tremendo impacto del cambio regulatorio producido en el año 2013, que sustituyó el modelo retributivo anterior por el cálculo de una “rentabilidad razonable” reconocida a las instalaciones en funcionamiento a partir de una inversión estándar definida por el Gobierno. Este cambio puso en riesgo numerosas instalaciones que habían estructurado su financiación de acuerdo con los parámetros vigentes anteriormente y, por el contrario, abrió la puerta del sector a nuevos inversores que contaban ya con claridad respecto del nuevo marco regulatorio.

El trabajo que comentamos analiza en detalle estos cambios y, en particular, se constituye como una referencia ineludible a la hora de conocer los detalles de los cambios experimentados por el marco regulatorio de las energías renovables en España. Igualmente, se analiza el proceso de entrada de nuevos inversores en el sector y el consiguiente aumento de la presencia de instituciones extranjeras en el mercado, en particular de sociedades de capital riesgo. Un elemento especialmente útil son las tablas en las que se detallan todas las operaciones corporativas efectuadas, lo que ofrece una visión completa de las transformaciones habidas en este mercado en España en los años 2014, 10 operaciones, 2015, 22 operaciones, y 2016, 33 operaciones, en los que se desarrolla el proceso comentado.

Otro elemento que da valor al trabajo que comentamos es su detallado análisis del proceso de subastas a través del cual se está desarrollando en España la mayor parte de la inversión del capital riesgo en proyectos, es decir, desde el inicio del proceso que culminará con la puesta en funcionamiento de la instalación correspondiente en el Régimen Retributivo Especial que ampara la potencia instalada al amparo de estos procesos de subasta, iniciados en 2016 y que continúan en 2017. Junto a ello, el trabajo incorpora un análisis comparado muy ilustrativo del proceso español de subastas frente a los modelos de apoyo a las energías renovables vigentes en otros países de la UE e internacionalmente. La conclusión es que sería deseable una simplificación de los procedimientos de asignación de potencia en el régimen especial, que los llevara a converger con los sistemas aplicados en otros países de la UE.

En suma, el trabajo que comentamos se revela como una aportación de gran importancia al análisis de la participación del capital riesgo a este nuevo campo de actividad, hasta hace pocos años completamente ajeno al interés de los grandes operadores del sector.

Al igual que en las ediciones anteriores del Anuario, el cuarto bloque temático lo ocupa la revisión de los movimientos corporativos y la actuación de las empresas del sector en España en el año 2016. El trabajo se titula *El mercado español de capital riesgo en 2016* y son sus autores Miguel Recondo Zabala y Rodrigo Recondo Porrúa. Sin falsas modestias, este trabajo, que se nutre de los Boletines de Operaciones que se publican trimestralmente como addenda de la Revista Española de Capital Riesgo, constituye la más completa revisión existente para el mercado español de las altas y bajas de operadores y las operaciones de inversión y desinversión realizadas por estos, así como de la participación de asesores legales y financieros en las operaciones. El trabajo se configura así, como un instrumento de información impagable para el estudioso e, incluso, para el profesional del sector, que puede encontrar en una referencia unificada, toda la información relevante pública sobre la actuación y desenvolvimiento de la industria del capital riesgo en España durante el año.