

**Axis Participaciones Empresariales SGECR, S.A.U**

**El papel de Fond-ICO Global como fondo de fondos público en el  
mercado de capital privado español  
Fundamentos, actividad reciente y alcance**

Este documento analiza el impacto inicial del programa de inversión pública en el mercado de capital privado español del fondo de fondos Fond-ICO Global del Grupo ICO. El estudio ha sido elaborado para AXIS Participaciones Empresariales por los profesores Juan Roure y Juan Luis Segurado del Departamento de Iniciativa Emprendedora de IESE Business School.

Diciembre 2016



## Índice

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>El ciclo de financiación de las PYMEs: El papel del capital privado</b>	<b>7</b>
2.1	<i>Fuentes de financiación de la pyme: ¿Opciones preferidas versus opciones disponibles?</i>	8
2.2	<i>El papel del capital privado</i>	10
2.3	<i>Evolución reciente del capital privado en España</i>	12
2.4	<i>El impacto del capital privado en las empresas y la economía</i>	22
<b>3</b>	<b>Fundamentos para la intervención pública en el mercado de capital inversión</b>	<b>25</b>
3.1	<i>Iniciativas públicas en el mercado de capital inversión privado: enfoques y antecedentes</i>	26
3.2	<i>Algunos ejemplos de iniciativas públicas en apoyo del capital inversión en España</i>	35
<b>4</b>	<b>El caso de Fond-ICO Global</b>	<b>43</b>
4.1	<i>El contexto del lanzamiento de la iniciativa Fond-ICO Global</i>	43
4.2	<i>El modelo de Fond-ICO Global</i>	47
4.3	<i>Fond-ICO Global como iniciativa de política pública en el mercado de capital privado</i>	55
<b>5</b>	<b>La actividad de Fond-ICO Global en el mercado de capital inversión en España (2013-2016)</b>	<b>65</b>
5.1	<i>Convocatorias realizadas y selección de fondos</i>	65
5.2	<i>Compromisos de inversión y movilización de recursos privados</i>	66
5.3	<i>Actividad inversora de la cartera global de fondos participados por Fond-ICO Global</i>	71
<b>6</b>	<b>Alcance y estimación inicial del impacto del programa</b>	<b>77</b>
6.1	<i>Proyección del alcance del programa por número de empresas financiadas</i>	77
6.2	<i>Estimación del impacto inicial del programa en términos de empleo</i>	83
<b>7</b>	<b>Desarrollo de la actividad de capital inversión a corto y medio plazo: Perspectivas de los gestores de los fondos en cartera de Fond-ICO Global</b>	<b>89</b>
7.1	<i>Evolución prevista del desempeño de las compañías participadas</i>	89
7.2	<i>Flujo de proyectos</i>	90
7.3	<i>Número de inversiones en los próximos tres años</i>	91
7.4	<i>Factores de riesgo principales sobre el desempeño futuro de las compañías en cartera</i>	91
7.5	<i>Aportación de valor del fondo a las empresas participadas</i>	92
7.6	<i>Barreras y dificultades para el desarrollo de la actividad inversora</i>	93
7.7	<i>Expectativas sobre la evolución del sector en España en los próximos dos años</i>	94
7.8	<i>Impacto/aportación de Fond-ICO Global en los fondos participados</i>	95
7.9	<i>Papel de Fond-ICO Global en el sector de capital privado</i>	95
<b>8</b>	<b>Observaciones finales</b>	<b>97</b>
<b>9</b>	<b>Anexos</b>	<b>101</b>
9.1	<i>Ejemplos de iniciativas de fondos de fondos (FdF) promovidos por el sector público (lista no exhaustiva)</i>	101
9.2	<i>Fond-ICO Global – Resumen de las convocatorias (a 30 de Junio de 2016)</i>	113
9.3	<i>Criterios de evaluación y ponderación para la selección de los fondos objetivo</i>	115
9.4	<i>Evolución del desempeño de las compañías españolas invertidas (2013-2016)</i>	119
<b>10</b>	<b>Lista de figuras</b>	<b>133</b>
<b>11</b>	<b>Lista de cuadros</b>	<b>135</b>
<b>12</b>	<b>Referencias</b>	<b>137</b>



## 1 Introducción

La implementación de programas e iniciativas públicas enfocadas al desarrollo del mercado del capital privado y de su ecosistema se ha generalizado en muchos países, en todo el mundo, en los últimos años.<sup>1</sup> El creciente interés de los gobiernos por el desarrollo de este mercado de financiación, especialmente por su potencial como instrumento de financiación alternativa para PYMEs, se explica en parte por el papel que el capital riesgo ha jugado en el desarrollo de algunas compañías líderes en el mundo, pero, muy especialmente, por el apoyo que el capital riesgo brinda a proyectos emprendedores, los cuales constituyen una de las fuentes principales de innovación, empleo y creación de riqueza. Paralelamente, la investigación económica ha puesto de relieve la existencia de una serie de fallos de mercado potenciales asociados con la innovación y la financiación emprendedora, que han devenido en fundamentos razonables para considerar el empleo de políticas públicas de apoyo para este mercado de manera específica<sup>2</sup>. Trabajos recientes han puesto de manifiesto la persistencia de impedimentos y barreras en el mercado de capital riesgo europeo, con especial mención del escaso nivel de desarrollo relativo de la inversión privada (*business angels*) o el capital privado emprendedor (*venture capital*) como de vías de financiación alternativas para PYMEs<sup>3</sup>.

No sorprende por tanto que el sector público de muchos países esté destinando actualmente un volumen significativo de recursos, en forma de capital inversión público, a la financiación directa o indirecta de PYMEs, conjuntamente con el uso de otros instrumentos de política pública en una clara apuesta por el desarrollo de esta fuente de financiación externa y de su ecosistema. No obstante, los posibles efectos de este tipo de iniciativas públicas y su papel en la financiación de PYMEs han sido objeto de debate. Las principales dudas se han centrado en si la intervención pública puede contribuir realmente a la mejora de la actividad inversora en el mercado de capital privado en un contexto determinado —aportando financiación adicional de manera directa y, a la vez, indirectamente, atrayendo nuevos inversores al sector (*crowding in*); o, por el contrario, puede dar lugar a la expulsión de inversores privados del sector (*crowding out*).

En este contexto, el objetivo del presente informe es analizar el papel y la actividad de una de las iniciativas públicas de capital inversión más ambiciosas puestas en marcha en España hasta la fecha: el fondo de fondos público Fond-ICO Global promovido por el ICO y gestionado por AXIS Participaciones Empresariales SGEIC. Lanzado en 2013 y dotado actualmente con 1.500 millones de euros a ser distribuidos en un período de 4 años, la misión central de Fond-ICO Global es promover la creación de nuevas entidades de capital privado (ECP) que inviertan en proyectos emprendedores y/o empresas establecidas de alto potencial que se encuentren en diferentes fases de su ciclo de vida (semilla, arranque, otras fases iniciales, expansión o procesos de re-estructuración o revitalización).

A la par de la fuerte inyección de recursos en el sector de capital privado en el período previsto, el programa de Fond-ICO Global aspira a contribuir de manera significativa al desarrollo de un ecosistema de capital inversión sostenible en apoyo de la innovación y la iniciativa emprendedora de alto potencial en España. De manera indirecta, se persigue, además, contribuir a la generación de empleo y riqueza como resultado de la actividad de negocio de las PYMEs receptoras de la financiación, atraer más inversores extranjeros hacia el sector de capital privado español, y propiciar la internacionalización de las PYMEs españolas. Para alcanzar sus objetivos, Fond-ICO Global trabaja con entidades de capital privado que actúan como intermediarios invirtiendo en los beneficiarios finales del

---

<sup>1</sup> Utilizaremos de ahora en adelante la denominación “capital privado” en lugar de capital riesgo, que abarca las actividades de *venture capital* y de *private equity*, y la denominación “entidades de capital privado (ECP)” en lugar de entidades de capital riesgo.

<sup>2</sup> Hall, 2002; Griliches, 1992; Amit, Brander & Zott, 1998; Martín & Scott, 2000; Tykvová, Borell & Kroencke, 2012, Frontier Economics, 2013.

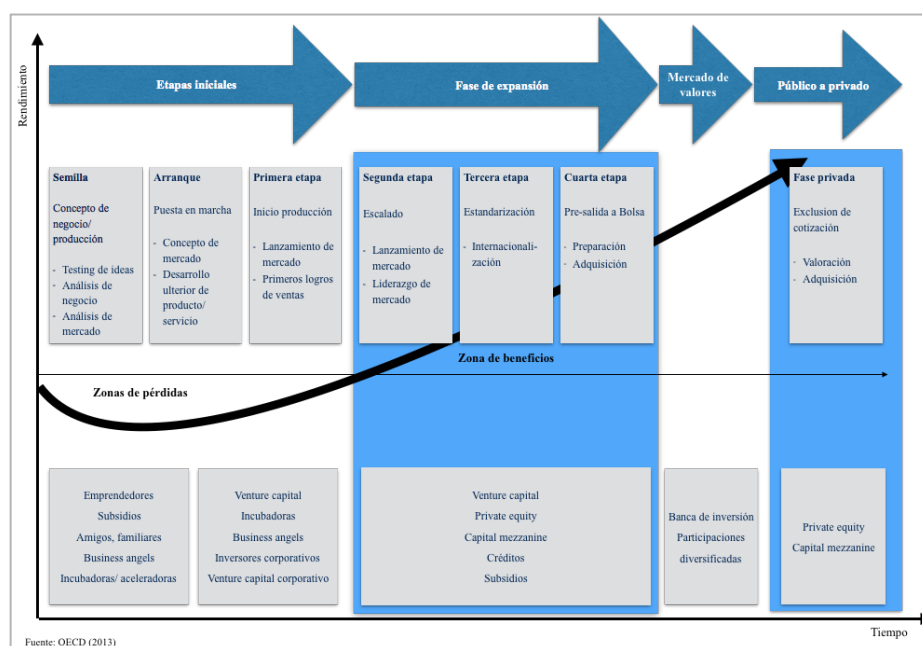
<sup>3</sup> AFME & BCG (2015).

programa, es decir, PYMEs en diferentes etapas de su desarrollo. Desde su lanzamiento en 2013, Fond-ICO Global (de ahora en adelante “el Fondo”) se ha convertido en un proveedor de fondos de referencia en el sector. A Junio de 2016, tras seis convocatorias para la concesión de recursos realizadas entre Octubre de 2013 y Diciembre de 2015, el Fondo tenía comprometidos 947 millones de euros en 39 fondos aprobados, que supone una movilización total de casi 10.700 millones de euros (importe conjunto correspondiente al tamaño objetivo de los fondos aprobados) y un compromiso de inversión en empresas españolas cifrado en 3.444 millones de euros, lo que equivale a un efecto multiplicador de 3,6 sobre los fondos comprometidos por el Fondo. En Septiembre de 2016, Fond-ICO Global cerró la séptima convocatoria con una participación sin precedentes desde su lanzamiento en 2013 (26 candidatos), de los cuales se seleccionarán tres para cada estrategia de inversión (*venture capital*, expansión e incubación), con un compromiso máximo previsto de 240 millones. A ello se añadirá en su momento los recursos pendientes de distribuir a través de sucesivas convocatorias hasta 2017. Semejante aportación seguirá jugando un papel clave para dinamizar la captación de fondos en la industria y su posterior inversión en empresas españolas. Estas cifras ponen en evidencia el relevante papel, presente y futuro, de Fond-ICO Global en el mercado de capital privado en España y establecen, además, la verdadera magnitud de los retos del programa en relación con dicho mercado y los beneficiarios finales del mismo. No solo se trata que un programa público de fomento del capital inversión privado ponga a prueba su modelo de diseño, implementación y gestión, sino que, además, la iniciativa, en tanto y en cuanto instrumento de política pública, alcance el impacto esperado en términos de los objetivos de política económica establecidos.

## 2 El ciclo de financiación de las PYMEs: El papel del capital privado

El análisis del ciclo financiero de desarrollo de las empresas permite visualizar cómo las necesidades y fuentes de financiación cambian a medida que el negocio evoluciona, gana más experiencia y, por tanto, se hace menos “opaco” en cuanto a disponibilidad de información se refiere<sup>4</sup>. La Figura 1 muestra —en un continuo de tamaño, edad y disponibilidad de información— un esquema genérico de las diferentes etapas de financiación a través de las cuales una empresa podría ir avanzando desde su creación en caso de superar con éxito los retos y exigencias que implica el crecimiento del negocio hasta convertirse en una empresa de mayor dimensión. Una primera observación es que diferentes fuentes de financiación pueden utilizarse o ser más apropiadas según sea la etapa de desarrollo de la empresa. Normalmente, las empresas más pequeñas y más jóvenes, para financiar la concepción del negocio y su lanzamiento y puesta en marcha, recurren primero a los ahorros de sus promotores, de la familia o de amistades personales o acceden a esquemas de financiación pública (subsidios). Algunas empresas emergentes, logran acceder en estas primeras etapas, o a medida que se desarrollan a partir de su puesta en marcha, a una primera fase de financiación privada externa mediante la ampliación de capital con la entrada de socios-inversores —ya sea capital riesgo “informal” (inversores privados o *business angels*), o de incubadoras/aceleradoras e incluso captando recursos de fondos del denominado capital privado “formal”<sup>5</sup>. La figura muestra la complejidad de este proceso, especialmente en las fases de desarrollo inicial y de expansión, y la necesidad de una combinación de fuentes de financiación para abordar las diferentes etapas de crecimiento de las empresas.

Figura 1. Ciclo de vida de las empresas y fases de financiación



Las entidades bancarias tradicionales proporcionan una asistencia continua, aunque son reticentes a conceder créditos en fases iniciales en virtud de las deficiencias de información sobre los proyectos demandantes de financiación y los costes resultantes. Las empresas emergentes son “opacas” informa-

<sup>4</sup> Berger & Udell (1998)

<sup>5</sup> Se entiende por capital privado “informal” las inversiones directas efectuadas por individuos privados (*business angels*) que utilizan su dinero y lo invierten en empresas no cotizadas (con las cuales no tienen vínculos familiares), mediante la toma de participaciones en el capital social de las mismas. La calificación de “informal” responde a la distinción de este tipo de capital privado de la actividad desarrollada por los fondos o sociedades de capital privado formal o institucional en el mercado de capital privado “organizado”.

tivamente por lo que experimentan dificultades adicionales para acceder a fuentes de financiación externas *intermediadas* como los bancos o los fondos de capital riesgo “formal” o institucional. Los emprendedores aún se encuentran desarrollando el producto o concepto de negocio y los activos de la compañía son intangibles en su mayoría. Cuando el negocio inicia sus operaciones a pequeña escala con un esfuerzo limitado de marketing, la financiación “interna” puede requerirse nuevamente hasta que se agota. En este punto, el amplio número de esquemas públicos de ayuda y/o financiación que existen al nivel estatal o autonómico pueden compensar hasta cierto punto las dificultades de acceso a la financiación externa privada, pero con frecuencia no alcanzan los volúmenes requeridos por las empresas en estas etapas. De la misma manera, existen mecanismos de financiación bancaria para este tipo de empresas articulados en base a condiciones especiales o con una garantía pública que, por lo general, se dirigen a financiar necesidades específicas (por ejemplo, la compra de equipamiento) y no cubren otros requerimientos de financiación del proyecto emprendedor.

Esta problemática se manifiesta especialmente en negocios innovadores emergentes de base tecnológica, los cuales necesitan un volumen importante de recursos para poder desarrollarse y crecer. No obstante, si la empresa sobrevive y continúa creciendo, aumenta la probabilidad de acceder a otros instrumentos alternativos de financiación como el capital privado (*venture capital* o *private equity*) o la financiación *mezzanine*, etc. y eventualmente al crédito bancario, asumiendo las dificultades apuntadas<sup>6</sup>, o a los mercados de valores para obtener recursos adicionales en una fase más avanzada de su desarrollo.

El capital privado institucional en forma de *venture capital* (etapas iniciales) o de capital expansión tiende a estar disponible en fases más avanzadas del desarrollo, cuando el producto ha pasado el test de mercado exitosamente y se destina a financiar básicamente las actividades de comercialización y producción a plena capacidad (etapa de expansión). No obstante, la inversión privada informal (*business angels*) o el *venture capital* institucional también son utilizados para financiar las necesidades típicas del crecimiento inicial (lanzamiento al mercado y comercialización inicial), e incluso el coste de desarrollo de productos o de tecnologías innovadoras cuando estos costes son muy elevados<sup>7</sup>. Los fondos de *venture capital* tienden a enfocarse en empresas emergentes de alto potencial que operan en mercados caracterizados por nuevas tecnologías que crecen rápidamente. Asimismo, las entidades de capital privado institucional que operan en el segmento de capital expansión generalmente invierten en empresas que han superado una o dos rondas de financiación. Normalmente los fondos de capital privado invierten en una cartera de compañías participadas sabiendo que algunas, muy pocas, tendrán éxito, otras serán objeto de liquidación y la gran mayoría mostrarán resultados de desempeño cercanos al promedio o inferiores. En un fondo de *venture capital*, el 65% de la cartera de participadas genera el 3,8% de los retornos, mientras que el 4% de la cartera genera más del 60% de los retornos.<sup>8</sup>

## 2.1 Fuentes de financiación de la pyme: ¿Opciones preferidas versus opciones disponibles?

Cuando la empresa avanza en su desarrollo, recibe financiación y genera una trayectoria avalada por sus operaciones, la información disponible sobre el proyecto y su potencial se incrementa. Por tanto, si una empresa emergente sobrevive y entra en la fase de crecimiento inicial, su nivel de “opacidad informativa”, así como los obstáculos financieros que ésta determina, deben disminuir también. Si la empresa sigue creciendo, ampliando y diversificando su actividad, su modelo de negocio y sus resultados se hacen más estables, lo que a su vez alienta a sus promotores a impulsar nuevas inversiones para seguir creciendo. El ciclo financiero de desarrollo continúa, lo que determina, en cada momento,

---

<sup>6</sup> El crédito bancario normalmente no estará disponible hasta que la empresa alcance un nivel de actividad suficiente que refleje unos activos tangibles claros y sustanciales que, a su vez, puedan ser ofrecidos como garantía o colateral (cuentas a cobrar, inventarios o equipamiento).

<sup>7</sup> Por ejemplo, la financiación de las sucesivas fases de ensayos clínicos necesarias para el desarrollo de un fármaco en una empresa biotecnológica.

<sup>8</sup> Nanda, 2010.



la necesidad de nuevas decisiones y preferencias acerca de la mejor fórmula de financiación para captar los recursos adicionales necesarios en correspondencia con la fase de desarrollo de que se trate.

Una parte importante de la literatura de la denominada teoría de las jerarquías<sup>9</sup>, tanto al nivel de finanzas corporativas como de economía general, ha demostrado la existencia de un orden jerárquico “tradicional” en las decisiones que adoptan las empresas a la hora de optar sobre las diferentes fuentes de financiación alternativas. Según esta jerarquía de preferencias, las fuentes internas son preferidas al crédito bancario o a otras fuentes de financiamiento externo equivalentes y, éstas últimas, a su vez, son preferidas en ese orden a la emisión directa de acciones (entrada de capital externo). De acuerdo con esta teoría, la autofinanciación (reversión de beneficios) es la opción preferida porque evita que el comportamiento de la compañía se vea afectado por las restricciones externas que implican las fuertes asimetrías de información existentes entre los promotores-gestores y los inversores-financiadores. De esta forma, la financiación externa a través del crédito bancario es percibida como más costosa que la autofinanciación. Según el principio del riesgo creciente del prestatario<sup>10</sup>, el coste de la financiación por la vía de deuda aumenta cuanto mayor es el grado de apalancamiento; de hecho, a medida que el ratio entre fuentes internas y externas aumenta, mayor es el riesgo de quiebra. De este modo, cuanto mayor es el nivel de endeudamiento, o menor es el valor de los activos líquidos o del colateral interno otorgado en garantía, mayor es el coste marginal de la financiación bancaria. La deuda, por su parte, es preferida a la entrada de capital externo porque supone simplemente un compromiso de reembolso (excepto en el caso de liquidación) más que una cesión potencial de control. El emprendedor opta por la deuda porque se reduce o minimiza la distorsión sobre los objetivos de su proyecto. Otra de las razones que explican la preferencia por la deuda frente a la emisión directa de acciones es que los bancos aplican sus técnicas de evaluación de riesgo de forma directa sobre sus potenciales clientes (emprendedores) con lo que se reduce el grado de asimetría de información entre el emprendedor y el financiador, y disminuyen los costes de agencia<sup>11</sup> de la financiación externa. También, en un entorno de información imperfecta y asimétrica, los proveedores de crédito cumplen el papel de “productores de información”<sup>12</sup>, lo que determina unos efectos indirectos positivos sobre el valor de las empresas financiadas. Por ejemplo, el obtener un crédito produce un “efecto credibilidad” que puede determinar un aumento en el precio de las acciones de la compañía financiada. El mero hecho de obtener financiación aumenta la reputación de la compañía, no solo ante los ojos de sus clientes y proveedores sino, también, ante los ojos de otros inversores o financiadores potenciales.

Sin embargo, este orden jerárquico en las preferencias de financiación entre deuda y capital externo ha sido discutido y parece revertirse en las etapas de desarrollo iniciales de las empresas (semilla, arranque y crecimiento inicial). Algunos autores atribuyen la preferencia por la entrada de capital externo antes que la deuda bancaria a las restricciones reales que experimentan las empresas emergentes, y no tanto a la alteración de las preferencias de los emprendedores o empresarios a la hora de adoptar sus decisiones de financiación<sup>13</sup>. Dado que la autofinanciación no puede satisfacer las necesidades de financiación requeridas y que es muy difícil acceder al crédito bancario, la entrada de capital externo aparece como la vía de financiación más factible. Según esta visión, dadas tales condiciones, no se trata tanto de que la ampliación de capital u otras formas de financiación alternativas sean la opción preferida, sino que aparecen como opciones alternativas a la que se puede recurrir.

---

<sup>9</sup> Myers & Majluf, 1984; Fazzari, Hubbard & Petersen B.C. (1988)

<sup>10</sup> Kalecki (1937)

<sup>11</sup> La relación de agencia implica siempre la existencia del denominado problema del *riesgo moral*: en este caso, riesgo moral refiere a la posibilidad de que el emprendedor como gestor empresarial busque objetivos personales en detrimento de los intereses del inversor o financiador externo.

<sup>12</sup> Stiglitz (1985)

<sup>13</sup> Cobham (1999)

La tensión entre financiación *interna* y *externa* descansa en última instancia en las preferencias de la persona clave en el proyecto empresarial: el propietario-gestor. Si para una empresa pequeña es difícil acceder al crédito bancario (la situación más habitual con o sin restricción crediticia), es posible que la ampliación de capital sea la forma más fácil de conseguir la financiación necesaria. Pero el emprendedor sabe que ello reduce directamente su control sobre la compañía. Su rechazo a que se produzca semejante dilución del control sobre un proyecto que él o ella ha contribuido a crear, desarrollar y llevar adelante desde cero puede considerarse como una barrera a la expansión con origen en la propiedad, incluso aunque sea una condición necesaria para crecer. Esta restricción opera mucho más intensamente en las empresas pequeñas que en empresas de mayor dimensión. Otro tipo de restricción financiera que esta asociada con las preferencias de los propietarios-gestores se produce cuando una elevada aversión al riesgo del emprendedor puede llegar hasta inhibirle de conceder un préstamo personal al proyecto como una forma de proporcionar capital adicional a la compañía (por ejemplo, cuando la empresa es muy joven o no dispone de activos tangibles para recibir deuda bancaria). Además, la capacidad de autofinanciación del proyecto se verá limitada si el reparto de beneficios representa la renta principal del emprendedor. De manera que si la autofinanciación reduce la renta del promotor y la deuda es percibida como un compromiso muy difícil de asumir (tipos de interés y pagos pre-establecidos), la entrada de capital externo puede ser una opción preferida.

El exceso de demanda de capital externo, especialmente en las fases iniciales de desarrollo, parece demostrar este cambio en las preferencias entre fuentes de financiación alternativas. Una cuestión importante a considerar es que no se trata tanto de que el propietario-gestor modifique sus preferencias sino de las restricciones financieras reales que experimenta su proyecto empresarial. Por ejemplo, si asumimos la capacidad de autofinanciación como dada (como función de los beneficios de la compañía), la capacidad para crecer de una empresa pequeña estará limitada por la disponibilidad de cualquier fuente de financiación y no tanto por el orden jerárquico en que dichas fuentes son preferidas.

Hemos visto hasta aquí diversos enfoques sobre las decisiones de financiación por parte de las empresas. De un lado, las empresas pequeñas difieren de las grandes en sus preferencias respecto a sus posibles fuentes de financiación debido a que las motivaciones de control y el nivel de aversión al riesgo son muy diferentes entre un propietario-gestor de una empresa pequeña y un “director financiero” de una empresa establecida de mayor tamaño que se encuentra en una fase mucho más avanzada de su desarrollo. Las empresas jóvenes están mucho más limitadas en este sentido y la restricción principal es la carencia de cualquier tipo de financiación más que una determinada preferencia de un tipo sobre otro. En suma, el alto nivel de incertidumbre y de opacidad de información relativa al proyecto, la carencia de garantías y la falta de una capacidad de liquidez adecuada para afrontar sus compromisos limitan notablemente la capacidad de las empresas para obtener financiación bancaria tradicional. En el ámbito de la financiación emprendedora de empresas innovadoras, estas dificultades son consideradas como un *fallo de mercado* en el acceso o uso de fórmulas de financiación externa tradicional, que algunos autores describen como el “mercado perdido” de financiación de la innovación<sup>14</sup>.

## 2.2 El papel del capital privado

El argumento de los “fallos de mercado” en el financiamiento de empresas iniciales como consecuencia de la existencia de información imperfecta no es nuevo y no solo afecta al mercado de crédito. La imperfecciones del mercado surgen, como hemos visto, como consecuencia de asimetrías de información en un mercado, en este caso entre oferentes (entidades financieras o inversores privados o fondos de capital privado) y demandantes de capital (emprendedores y empresas).<sup>15</sup> Estas asimetrías son particularmente pronunciadas entre inversores y emprendedores emergentes cuando el desarrollo de los

---

<sup>14</sup> Hall (2002)

<sup>15</sup> Akerlof (1970); Myers & Majluf (1984); Stiglitz & Weiss (1981); Denis (2004).

proyectos o las empresas (en fase semilla o arranque) dependen considerablemente de las inversiones en capital basado en conocimiento (I+D, diseño o modelos de negocio).<sup>16</sup> En los mercados en los que estas asimetrías son muy elevadas, puede surgir el problema del “mercado perdido” donde muchos proyectos innovadores de alto potencial nunca llegan a comercializarse por falta de financiación. En la literatura financiera se ha estudiado ampliamente el papel del capital privado como solución a este problema.<sup>17</sup> Esta brecha de financiación en fases iniciales de desarrollo es paliada en parte por la actividad de los *business angels* o el *venture capital* institucional, que actúan como verdaderos “productores” de información: evalúan proyectos y empresas antes de invertir y monitorizan su desempeño después de invertir. Al evaluar la calidad de los oportunidades de inversión que reciben, y través de sus actividades de *exploración, contratación y seguimiento* de sus potenciales clientes o de los proyectos en los que intentan invertir, estos operadores contribuyen a reducir, en parte, tales asimetrías de información. Por contra, las entidades de *venture capital* pueden dar lugar a problemas adicionales de agencia y a costes de seguimiento significativos en forma de comisiones de gestión.<sup>18</sup>

La actividad inversora en capital privado comprende desde la inversión en empresas de reciente creación (*venture capital*) hasta compañías próximas a su salida a Bolsa (*private equity*). El abanico de riesgo que se observa en las distintas clases de operaciones es también amplio: varía desde la incertidumbre ligada a la inversión en capital semilla y capital arranque hasta la relativa garantía que ofrecen las operaciones de compra apalancada (*buy-outs*). Es necesario precisar las diferencias entre los dos tipos de inversión que engloba el denominado *private equity*. Se distingue entre operaciones de *capital privado puro* (*venture capital* en fase semilla, arranque o expansión)<sup>19</sup> por un lado; y las operaciones de compras apalancadas (*MBO* y *MBI*, *Management Buy-Out* y *Management Buy-In* respectivamente), por otro. Éstas últimas consisten en la compra de la empresa por parte de sus directivos, con el soporte financiero de un fondo de *private equity* (*MBO*) y la compra por parte de directivos externos en los mismos términos (*MBI*). Las operaciones mediante compra apalancada se concentran mayoritariamente en empresas ya establecidas, en fases más avanzadas de su desarrollo y que operan en sectores tradicionales. Además, en estas operaciones, la deuda es un componente relevante en la estructura financiera de la “nueva compañía” resultante y en la que el equipo directivo de la empresa pre-existente, u otras personas de la compañía, pueden recibir una porción sustancial de las acciones ordinarias. En Europa, los términos capital riesgo o *venture capital* se usan a menudo como sinónimos de *private equity*, mientras que en los Estados Unidos son considerados como dos segmentos de actividad diferentes. Para evitar confusiones en las estadísticas disponibles hay que tener en cuenta que el *venture capital* estadounidense siempre excluye las compras apalancadas. En cualquier caso, existen claras diferencias entre las dos formas de inversión en términos del tipo de compañías participadas, los proveedores de fondos para cada actividad, el rendimiento de las inversiones y la forma en la que se desarrolla la actividad. A su vez, dentro de la acepción europea de la actividad de capital privado “puro” o *venture capital*<sup>20</sup> hay que distinguir entre las operaciones en fases tempranas (*early stage*) —

---

<sup>16</sup> Los activos de capital basados en conocimiento son difíciles de definir por lo que su colateralización se ve afectada ya que son indivisibles y no transferibles.

<sup>17</sup> Gorman & Sahlman (1989); Gompers (1995), Gompers & Lerner (2001); Sheperd & Zacharakis (2001); Gompers & Lerner (2002); Hall & Lerner (2010)

<sup>18</sup> Kaplan & Strömberg (2004). La relación de agencia implica siempre la existencia del denominado problema de *riesgo moral*. En la relación entre un gestor de un fondo de capital riesgo y un inversor en dicho fondo, por ejemplo, el riesgo moral refiere a la posibilidad de que el primero como gestor del fondo busque objetivos personales en detrimento de los intereses del inversor cuyos fondos está gestionado en su nombre. En la relación emprendedor-inversor, el riesgo amoral alude a una posibilidad equivalente en la que el primero busque de manera oportunista objetivos personales que supongan un perjuicio para los intereses de los socios inversores en la empresa.

<sup>19</sup> Según la definición de la *European Venture Capital Association* (EVCA), el “capital privado puro” o *venture capital* comprende la financiación en etapa semilla, arranque y crecimiento inicial (*later stage* según la definición de la EVCA o *expansión stage*, según la definición de la NVCA, Estados Unidos). A efectos estadísticos, por recomendación de la EVCA, quedan fuera de esta definición de *venture capital* las operaciones de “capital crecimiento” (*growth capital*, EVCA – *later stage*, NVCA) dirigidas a empresas más establecidas que buscan capital para financiar adquisiciones o expansiones o para reestructurar operaciones.

<sup>20</sup> Se puede entender el *venture capital* institucional como la actividad de una firma o una sociedad que proporciona capital a empresas innovadoras no cotizadas, de alto riesgo y potencial de crecimiento, a cambio de una participación en la propiedad de la empresa y que procura obtener importantes plusvalías con la venta de sus acciones en un momento futuro.

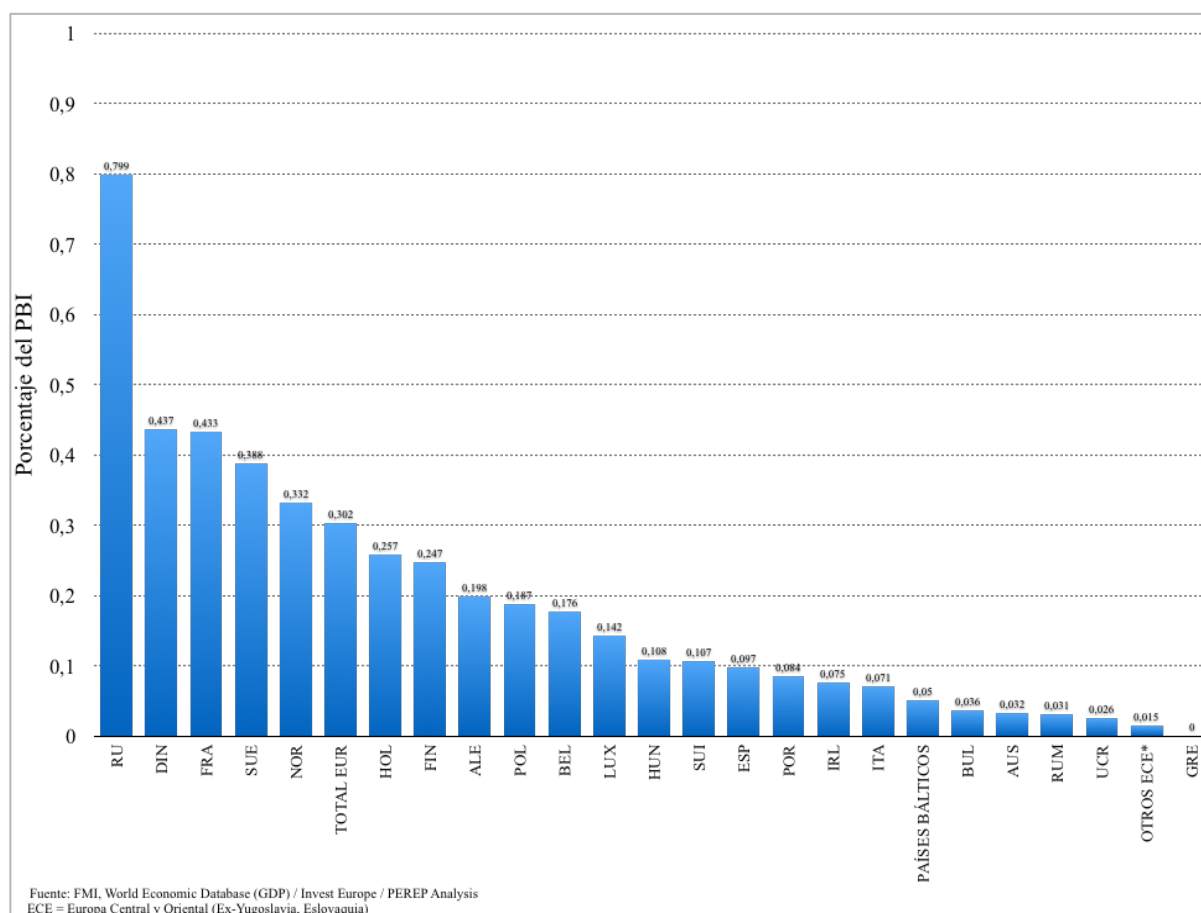
como la financiación semilla y arranque— y las operaciones de financiación de proyectos emprendedores en fases más avanzadas (*later stage* en la acepción europea, *expansion stage* en la acepción estadounidense) como son el capital expansión o el capital sustitución.

## 2.3 Evolución reciente del capital privado en España<sup>21</sup>

### 2.3.1 Tamaño del sector

En comparación con otros países europeos y del ámbito de la OCDE, el *venture capital* y el *private equity* son instrumentos de financiación externa todavía muy poco desarrollados en España, y su nivel de actividad y desempeño tiende a reflejar la evolución de la economía española. En 2015, las inversiones totales en *private equity* no superaban en España el 0,1% del PIB en comparación con una media europea de 0,3% (2011-2015), o con porcentajes entre 0,1% y 0,2% en Suiza, Luxemburgo, Hungría, Bélgica, Polonia o Alemania; entre 0,2% y 0,3% en Finlandia u Holanda; o más del 0,3% en Noruega y Suecia, siendo Dinamarca y el Reino Unido los países europeos con el porcentaje más elevado (0,437% y 0,799% respectivamente).

Figura 2. Europa. Inversiones de private equity como porcentaje del PIB. Todas las inversiones de private equity - 2015



<sup>21</sup> Apartado basado en datos e información elaborados por ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) y Webcapitalriesgo, las cuales son las principales fuentes de información sobre el mercado de capital privado en España.

### 2.3.2 Número y tamaño de los operadores

A fines de 2015, había en España 258 operadores de capital privado activos, de los cuales 132 eran entidades internacionales, 109 eran entidades nacionales y 17 eran entidades nacionales públicas, que gestionaban 25.355 millones de euros.<sup>22</sup> De las 126 entidades nacionales, privadas y públicas, 47 eran Sociedades de Gestión Propia y 79 eran Sociedades Gestoras de ECR (SGEGR), también denominadas sociedades de “gestión delegada”. Las SGEGR nacionales e internacionales concentran la mayor parte del capital gestionado en España, un 91% del total, lo que determina que cada sociedad gestora gestiona, por término medio, 108,8 millones de euros. De los 258 operadores activos en 2015, predominaban las entidades grandes de más de 150 millones debido al peso relativo de las entidades internacionales (133), mientras que 55 entidades son catalogadas como medianas (entre 50 y 150 millones) y 70 como pequeñas (menos de 50 millones). Sin embargo, entre las 126 entidades de capital privado nacionales, públicas y privadas, más de la mitad (52,4%) son catalogadas como entidades pequeñas (66), las cuales gestionan en promedio 18 millones de euros, y el 25,8% como medianas (103,6 millones en gestión por término medio).<sup>23</sup> Si se consideran las entidades de capital privado con sede central en España, según datos de *Invest Europe* para 2015, un operador español gestiona por término medio 97 millones de euros frente a una media europea de 278 millones de euros (con Reino Unido), o de 186 millones de euros (sin Reino Unido).<sup>24</sup> El bajo tamaño de los operadores, posiblemente debajo de su óptimo, se ha considerado como un factor limitante al crecimiento del sector en España puesto que la falta de capacidad impediría la realización de operaciones de determinados volúmenes, lo que a su vez no permitiría a los operadores crecer.<sup>25</sup> Por otro lado, algunos estudios han puesto en evidencia que el bajo tamaño de los fondos de *venture capital* (etapas iniciales) es una de las razones que explicarían los pobres resultados de este segmento de inversión en Europa.<sup>26</sup> Según un análisis interno del Fondo Europeo de Inversiones (FEI), los fondos más grandes son gestionados por equipos que han tenido éxito con fondos más pequeños, por lo que el tamaño sería un efecto y no tanto una causa. La existencia de fondos de *venture capital* más grandes sería un signo de gestores más exitosos y de procesos de *due diligence* más rigurosos por parte de los inversores.<sup>27</sup> De esta forma, constituir un fondo más grande estaría asociado a la existencia de una cierta validación por parte del mercado. Es importante, por tanto, la forma en que se apoya a los gestores de fondos pequeños de nueva creación para que demuestren sus capacidades y obtengan tal validación puesto que será una forma de contribuir a incrementar sus posibilidades en la próxima ronda de captación de fondos.

---

<sup>22</sup> Son los recursos acumulados de los 258 inversores considerados que incluye: i) la suma de los capitales sociales de las entidades de capital riesgo; ii) la suma de los recursos de los fondos gestionados por operadores nacionales. Si son fondos de vida limitada, no son incluidos en el cómputo a partir del año 10 y iii) la cartera viva a precio de coste de los gestores que manejan fondos paneuropeos o recursos del balance de entidades financieras y empresas.

<sup>23</sup> ASCRI. Informe de actividad Capital Riesgo en España 2016.

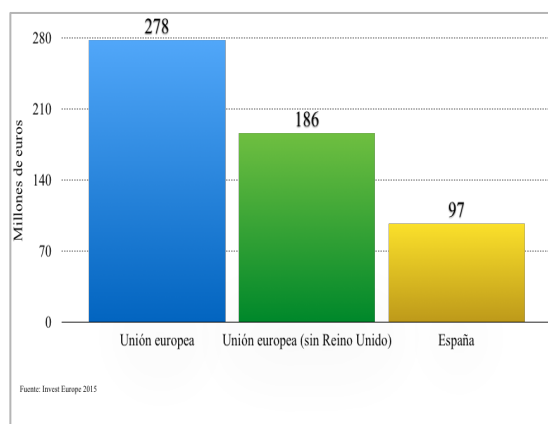
<sup>24</sup> Invest Europe. European Private Equity Activity Data 2007-2015. Según datos de Invest Europe 2105, los fondos con sede central en Reino Unido gestionan aproximadamente el 47% del capital total gestionado en la Unión Europea.

<sup>25</sup> Navarro, Gómez & Fernández (2015)

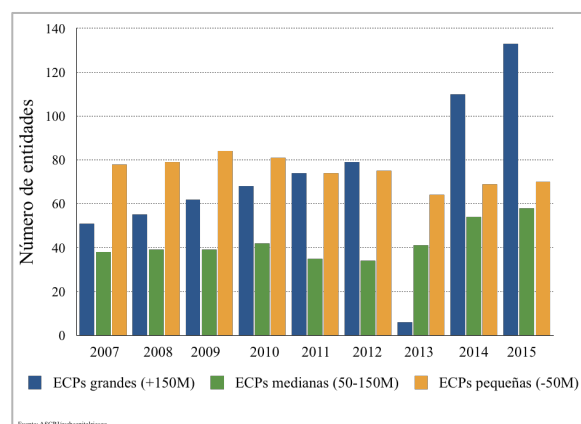
<sup>26</sup> Kelly (2011)

<sup>27</sup> Kraemer-Eis, Lang & Gvetadze, S. (2016b)

**Figura 3. Europa. Tamaño medio de los operadores de capital privado (volumen de capital gestionado)**



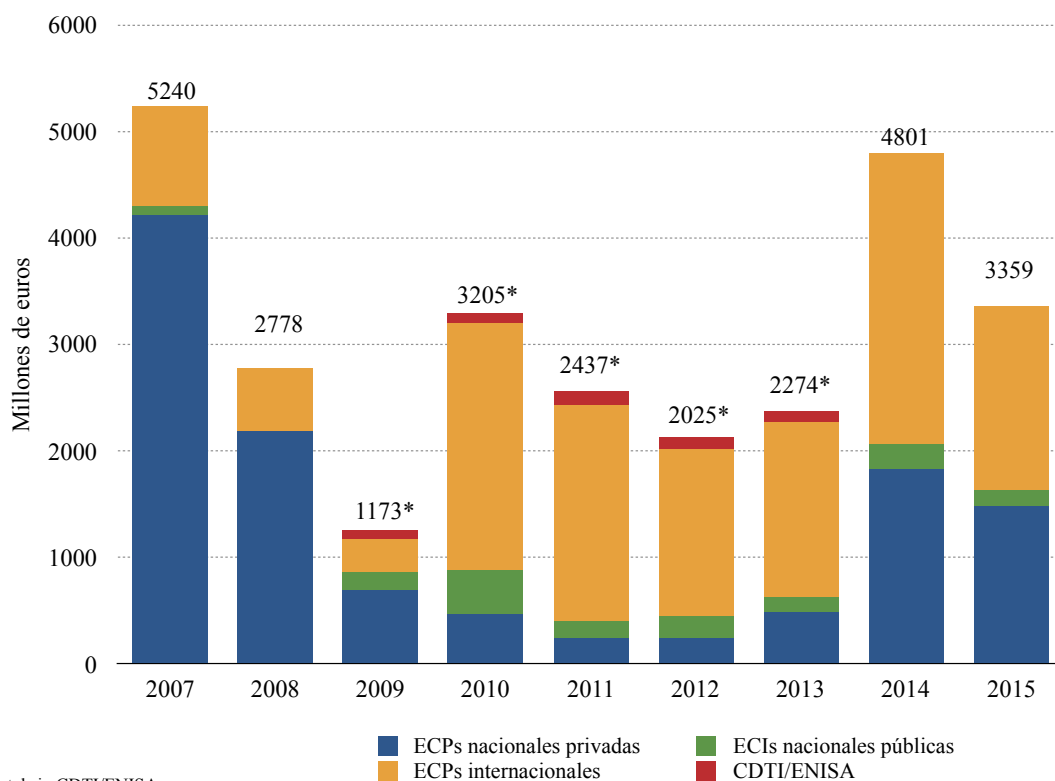
**Figura 4. España. Número de ECP por tamaño (volumen de capital gestionado)**



### 2.3.3 Captación de nuevos fondos

La captación de nuevos fondos es uno de los grandes retos del sector de capital privado en España. La crisis financiera global y la reestructuración del sistema financiero español tuvo unos efectos negativos considerables sobre el sector en términos de captación de fondos y de inversión. Por una parte, en el período 2007-2009, la crisis provocó la retirada de una porción sustancial de inversores habituales en capital inversión como eran las entidades financieras (bancos y cajas de ahorros) pero también de inversores corporativos e inversores privados. Tras una fuerte reducción en el volumen de nuevos fondos captados en dicho período (-75% en el período), la captación de nuevos fondos se recuperó en 2010 alcanzando los 3.201 millones de euros (un 173% más que el año anterior), aunque en un nivel inferior a las volúmenes captados en los tres años anteriores a la crisis (2005-2007). Entre 2010 y 2013, el sector evidenció una escasa captación de fondos, por debajo de 2.500 millones en el período, para recuperarse significativamente en 2014 hasta los 4.801 millones de euros, lo que significó igualar el nivel máximo alcanzado en 2007, previamente al inicio de la crisis. En 2015, el volumen de nuevos fondos captados experimentó un nuevo descenso, esta vez, del 30% respecto año anterior, disminuyendo hasta los 3.359 millones de euros. Según ASCRI, esta caída puede explicarse en parte por el impacto de la incertidumbre sobre la evolución política y económica mundial y la elevada actividad de captación de recursos por parte de las entidades de capital riesgo en el año anterior. No obstante, las previsiones de ASCRI estiman que el dinamismo en la captación de nuevos fondos reiniciado en 2014 se mantendrá en los próximos años apoyándose en las numerosas desinversiones realizadas durante 2014 y 2015, que contribuirán a alimentar la disponibilidad de nuevos fondos, en el interés creciente de los inversores por el capital privado como *asset class* en relación a otros activos vinculados a la evolución esperada de los tipos de interés, en la atracción de inversores internacionales que perciben positivamente la evolución de la economía española a medio plazo y en el papel de los compromisos de recursos por parte de programas públicos de capital inversión en apoyo del sector a través, especialmente, de la iniciativa Innvierte (CDTI) y de Fond-ICO Global, objeto del presente informe.

Figura 5. España. Nuevos fondos totales captados por ECP nacionales e internacionales



Fuente: ASCRI/webcapitalriesgo

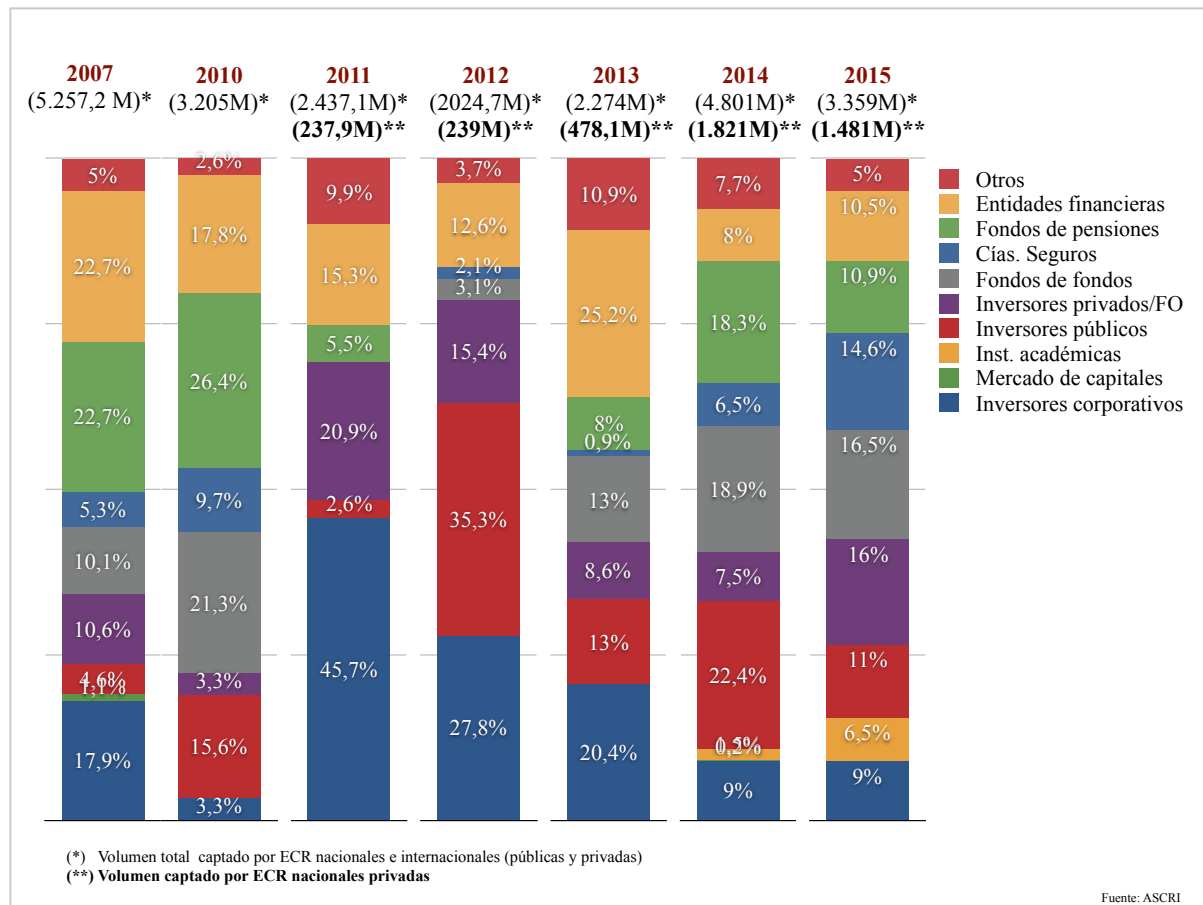
### 2.3.4 Origen de los nuevos fondos captados

En cuanto a la *procedencia de los fondos*, además de la reducción de las aportaciones de las entidades financieras y en menor medida de inversores corporativos e inversores privados en los años posteriores a la crisis y hasta 2013, la aportación de los inversores institucionales (fondos de pensiones y las compañías de seguros) ha sido tradicionalmente escasa, con especial mención de los fondos de pensiones nacionales (su contribución a ECR privadas españolas no suele superar el 2% del total de recursos captados en el sector).<sup>28</sup> No obstante, en 2014 y 2015, la aportación de los fondos de pensiones fue importante en términos relativos (17,6% y 10,9% del total captado respectivamente por gestoras españolas), siendo la mayor parte de procedencia internacional en ambos casos. En 2011 dicha aportación, por ejemplo, no había superado el 3% del total de nuevos captados en ese año. El segundo gran elemento que ha caracterizado la captación de fondos ha sido el creciente protagonismo de los inversores públicos, los cuales han venido a compensar en parte el citado repliegue de otros inversores privados más habituales en el sector, especialmente en el segmento de *venture capital* entre 2009 y 2013. En 2011 y 2012, dos años de muy escasa captación de fondos por parte de las ECR privadas españolas, el 45,4% y el 35% de los nuevos fondos captados por estas entidades tuvo su origen, res-

<sup>28</sup> Fuente: ASCRI, Informe de actividad Capital Riesgo 2015 y 2016. La presencia de fondos de pensiones internacionales en vehículos de capital privado internacionales se sitúa como media entre 15-20%, siendo los principales aportantes de capital frente a otros tipos inversores.

pectivamente, en el sector público, a través de las asignaciones anuales que realizaron los programas de COFIDES, CDTI (Programa Invierte) o ENISA. A partir de 2013, la puesta en marcha de Fondo ICO Global vino a complementar e incrementar la aportación de recursos con origen en el sector público en el sector de capital privado con un horizonte temporal de cuatro años.

Figura 6. España. Fuentes de los nuevos fondos captados



### 2.3.5 Inversiones de private equity

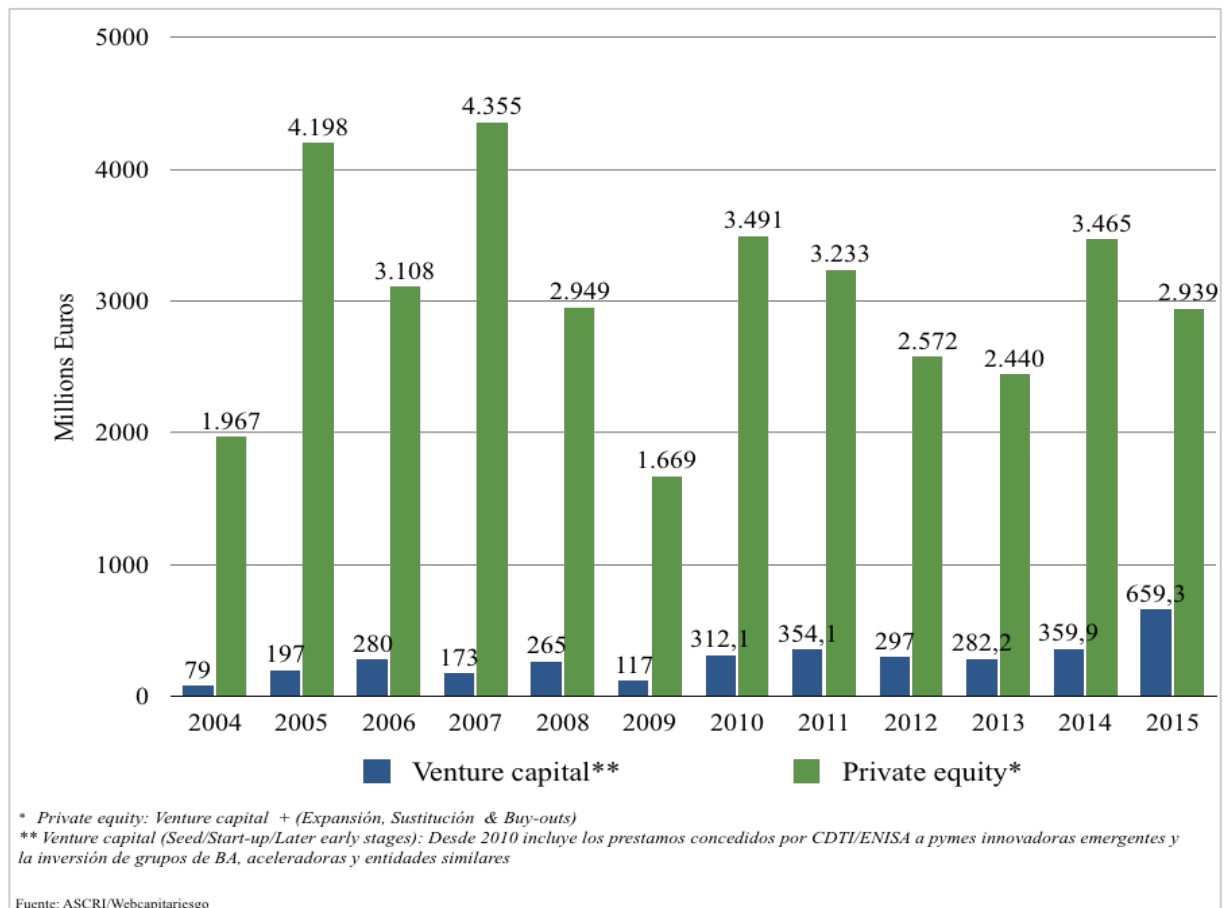
El nivel de actividad inversora de capital privado en España experimentó una fuerte contracción en los cinco años posteriores a la crisis financiera y económica iniciada en 2008. En el período de mayor impacto de la crisis (2008-2010), el volumen de inversión total de private equity en España (*venture capital, capital expansión, capital sustitución y buy-outs*)<sup>29</sup> cayó en un 62% entre 2007 y 2009 (de 4.355 millones a 1.669 millones de euros respectivamente), a lo que siguió un fuerte “rebote” transitorio en 2010 de más de dos veces respecto al año anterior, pero en un nivel inferior a los niveles máximos alcanzados en 2007. A partir de 2010, el volumen de inversión cayó, ininterrumpidamente, un 30% en los tres años subsiguientes (de 3.491 millones en 2010 a 2.440 millones de euros en 2013), y se recuperó en 2014 un 42% hasta los 3.465 millones, siendo éste un volumen inferior al de 2010. En 2015, la inversión vuelve a caer un 15% respecto del año anterior (2.939 millones), sin superar tampoco el nivel alcanzado en 2010, y lejos del máximo alcanzado antes de la crisis en 2007 (un 32% inferior). Estos desarrollos recientes, que implican una recuperación de la inversión, han sido impulsados en parte por una mejor situación económica general y unas condiciones monetarias y crediticias más favorables que en años anteriores, de las cuales se ha beneficiado el capital privado, y en particular el segmento de *buyouts* (el más grande del mercado con 50,4% de las inversiones en 2014, y

<sup>29</sup> Fuente: ASCRI/Webcapitalriesgo



39,3% en 2015). Cabe destacar también la evolución positiva de las inversiones en el segmento de *venture capital* en los últimos tres años (+83% entre 2014 y 2015 hasta los 659,3 millones, y en especial, el segmento de empresas de nueva creación (*startup*) (+179% entre 2014 y 2015), de la mano de la actividad de fondos internacionales invirtiendo en empresas españolas emergentes. En este punto, es importante destacar, por una parte, la evolución positiva del ecosistema de *venture capital* en España en términos del número, variedad y actividad de operadores (aceleradoras /incubadoras, *business angels*, fondos nacionales y extranjeros, inversores corporativos y el papel de los inversores públicos en fases iniciales) y, por otra, el aumento de la disponibilidad de nuevos recursos para invertir debido al incremento de la captación de nuevos fondos nacionales públicos y privados, y la creación de nuevos vehículos de *venture capital* promovidos por emprendedores de éxito que han desinvertido de sus proyectos. En este proceso, el programa Innvierte (CDTI) y el lanzamiento de Fond-ICO Global, han contribuido significativamente a esta mayor disponibilidad en este segmento, convirtiéndose en inversores de referencia en muchos de los nuevos fondos lanzados entre 2013 y 2015. La contribución de recursos públicos a fondos de *venture capital* en España alcanzó el 28% del total en 2014, y se mantuvo igual en 2015. Según ASCRI, en la inversión en fases iniciales de desarrollo, se ha producido un efecto sustitución en el segmento de capital semilla con la entrada de aceleradoras y *business angels*, y un desplazamiento de las inversiones de capital privado hacia las etapas *start up* y *late stage venture* o crecimiento inicial. Se trata de una tendencia también observada en el mercado europeo que se ve complementada por la creciente presencia de fondos internacionales que se especializan en etapas más maduras (capital expansión y compras apalancadas) actuando a un nivel paneuropeo.

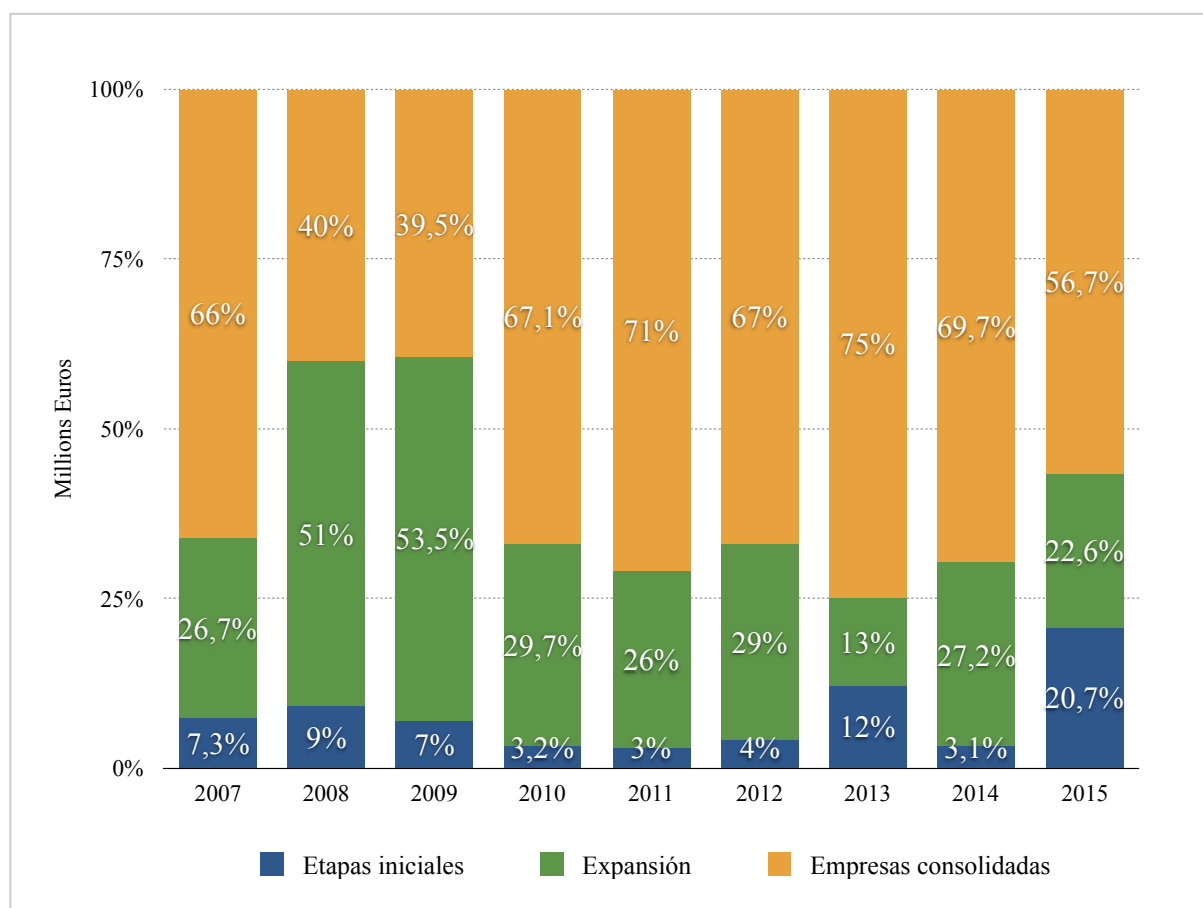
Figura 7. España. Inversión total en private equity



### 2.3.6 Destino y tamaño de las inversiones

Según datos de ASCRI<sup>30</sup>, los operadores de *private equity* en España centran sus inversiones mayormente en PYMEs, y este enfoque se ha mantenido en los últimos años. Por ejemplo, en 2014, de las 508 compañías financiadas, el 93% tenía menos 100 empleados, y el 88,6% fueron financiadas a través de operaciones de menos de 5 millones de euros que fueron a empresas en fase arranque (*start-up*) o de crecimiento inicial (*late-stage venture*). El importe medio invertido por empresa fue 6,2 millones (4,3 millones en 2013), regresando a los niveles registrados en 2007. En 2015, la inversión total en *private equity* experimentó un nuevo descenso a 2.939 millones de euros, de los cuales un 20,7% se destinaron a *venture capital* (fase semilla, *start-up*, *late stage venture* y otras fases iniciales)<sup>31</sup>; un 22,6% a capital expansión (*growth capital*)<sup>32</sup> y un 39,3% a operaciones de compra apalancadas (LBO/MBO/MBI/LBU). Del total de 657 inversiones realizadas, máximo registro histórico, 570 (87%) se dirigieron a empresas de menos de 100 empleados en su mayoría en fase semilla, *start-up*, otras fases iniciales y *late stage venture*, y el 86,9% del total de las inversiones realizadas no superaron los 5 millones de euros por operación.<sup>33</sup>

Figura 8. Inversiones totales en *private equity* por etapa de desarrollo



<sup>30</sup> Fuente: ASCRI/Webcapitalriesgo

<sup>31</sup> Según la terminología de ASCRI, *late stage venture* refiere a inversiones de fondos de *venture capital* en empresas en crecimiento inicial con ventas y EBITDA positivo; y "otras fases iniciales" refiere a inversiones en rondas de *follow-on*, o una serie B o C en inversión de *start up*.

<sup>32</sup> En la terminología de ASCRI, *growth capital* (capital expansión) refiere a financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o el acceso a nuevos mercados.

<sup>33</sup> Fuente: ASCRI/Webcapitalriesgo

En general, la inversión de *private equity* en España se dirige a empresas de diversos sectores. Entre 2010 y 2015, los sectores que han recibido el mayor volumen de inversión son, principalmente, medicina/salud, productos de consumo, productos y servicios industriales y otros servicios de consumos, y también informática y hostelería/ocio. Por otro lado, la inversión en el segmento de *venture capital* ha crecido en España en este período, concentrándose desde 2009 en empresas tecnológicas como resultado del creciente interés de los inversores privados en este tipo de empresas y en respuesta a un flujo creciente de proyectos tecnológicos innovadores. El volumen dirigido a este tipo de empresas alcanzó en 2015 su máximo histórico (509 millones), que financiaron a 260 empresas emergentes, principalmente de los sectores TIC y Digital y Ciencias de la Vida (esta cifra representa un 76% del total de empresas financiadas por fondos operando en este segmento en 2015). En particular, el volumen de fondos invertidos en proyectos emprendedores del sector TIC y Digital como porcentaje del total de fondos de *venture capital* invertidos en España ha pasado del 41% en 2012 a casi el 80% en 2015, lo que supone un impacto sustancial en este mercado en términos de desarrollo estructural. La mayor parte de esta actividad inversora ha sido llevada a cabo por entidades privada nacionales e internacionales. Las entidades públicas activas han perdido protagonismo en este segmento por razones presupuestarias o debido al uso de préstamos participativos como parte de su inversión. Sin embargo, la aportación del sector público a la financiación de empresas iniciales está siendo completada, y por tanto compensada por vía indirecta a través del importante papel de los programas Innvierte y Fond-ICO Global como fondos de fondos en el segmento de *venture capital*.

Figura 9. Inversión en *Venture Capital*

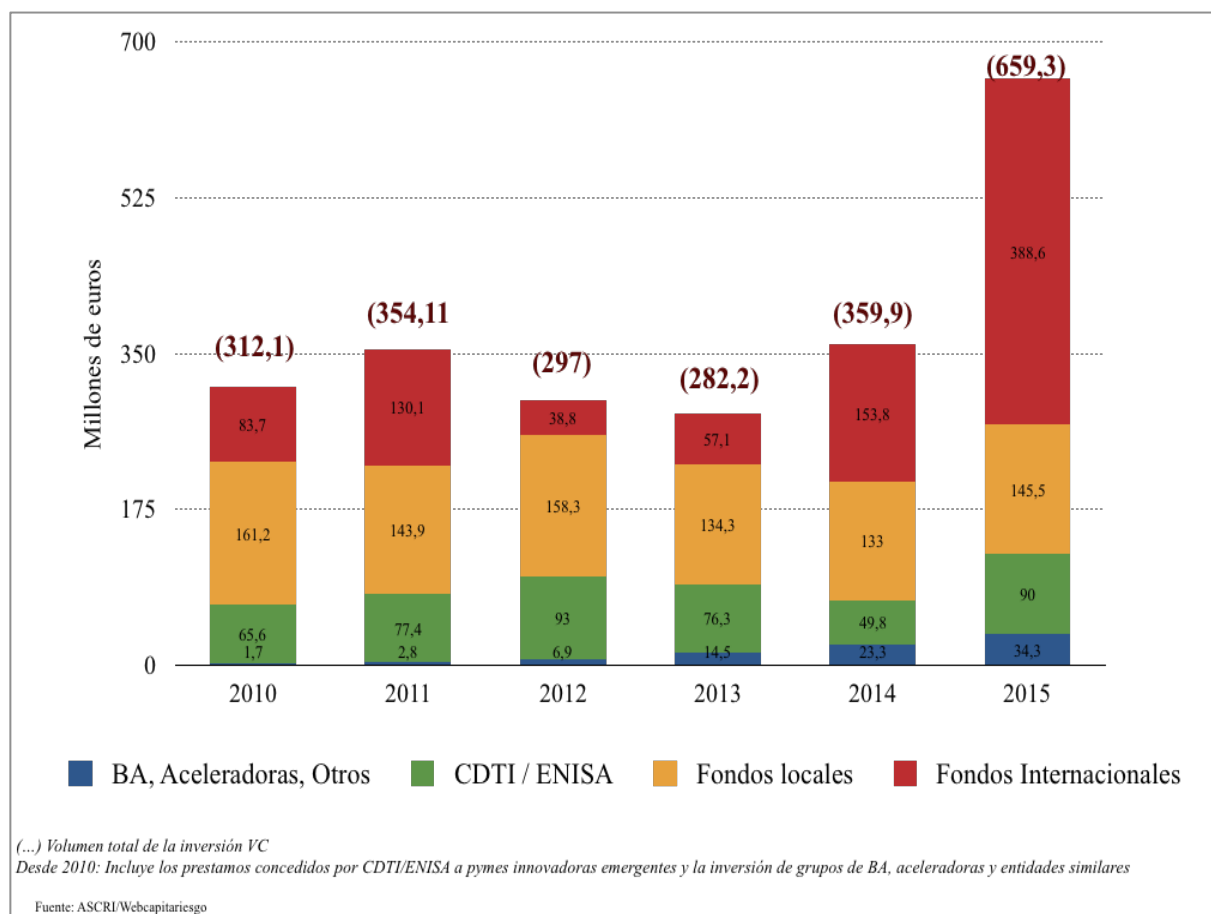
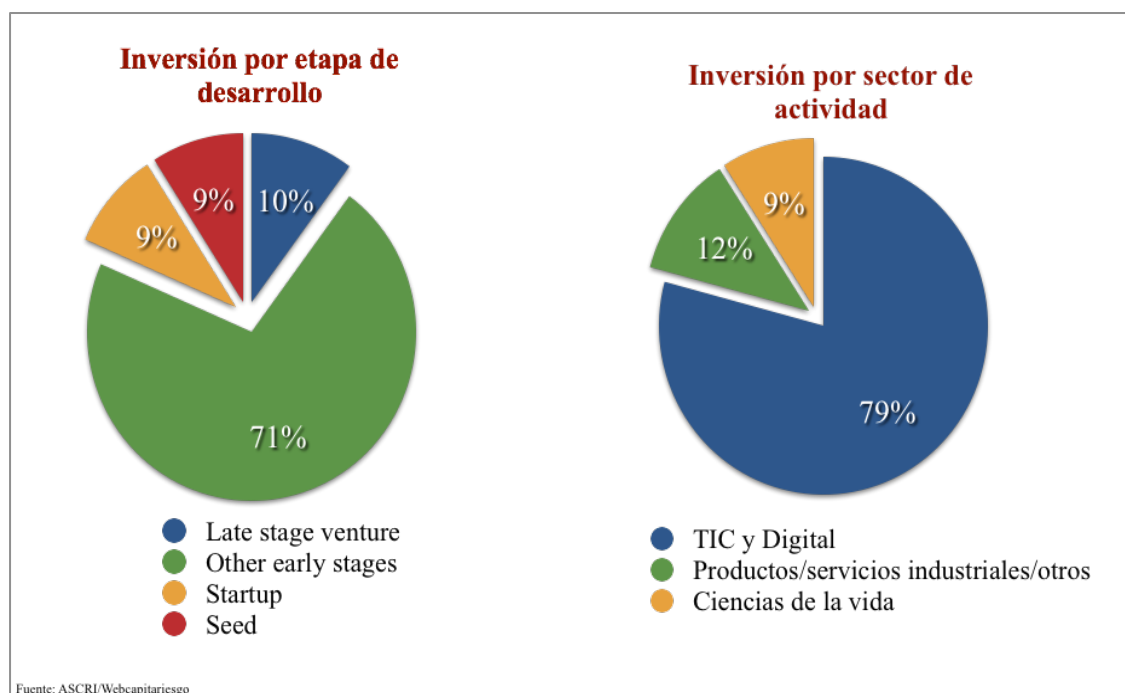


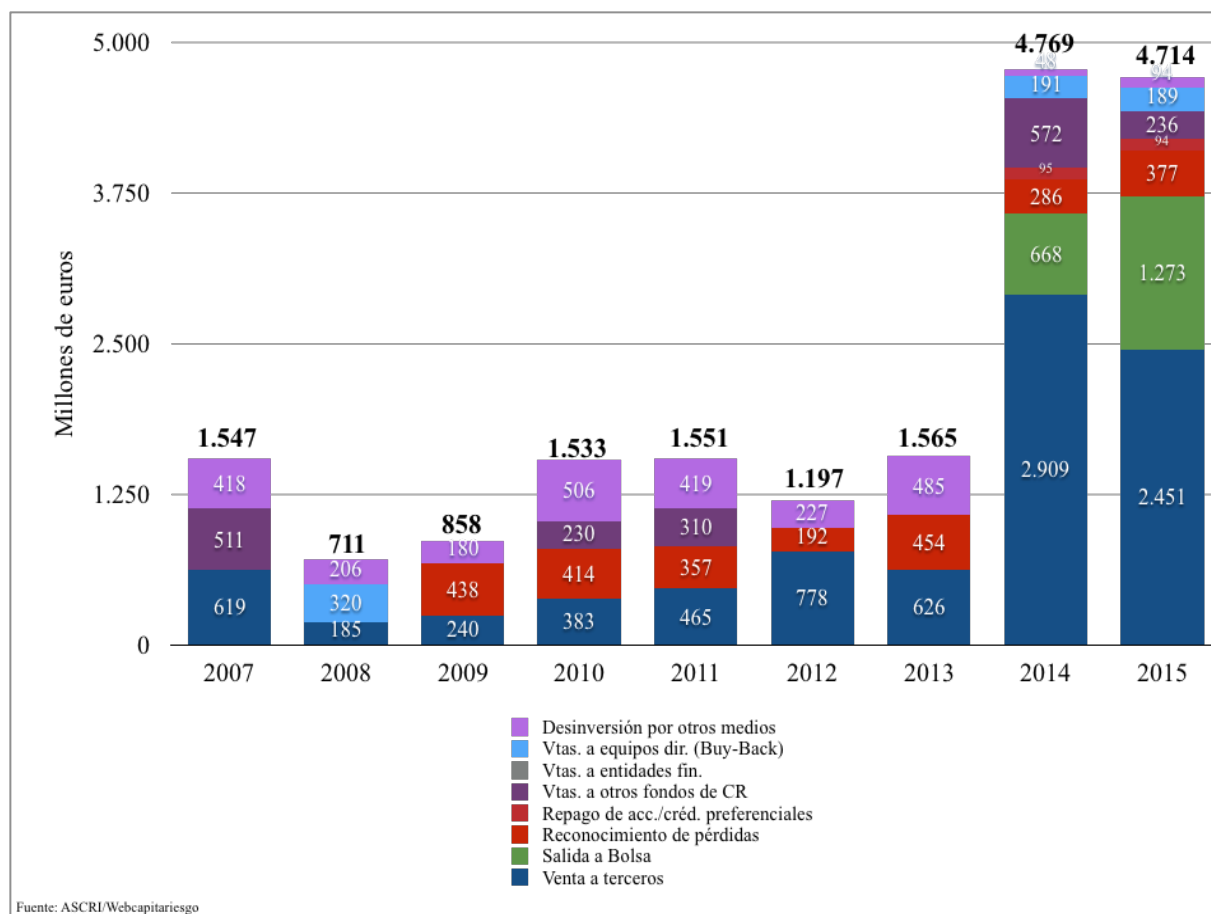
Figura 10. Inversión en *Venture Capital* por etapa de desarrollo y sector de actividad (2015)



### 2.3.7 Desinversiones

En cuanto a la fase final del ciclo del capital privado —captación fondos, inversión y *desinversión*—, el mercado de salidas ha estado particularmente activo en 2014 y 2015 después de seis años de escasa actividad durante el período de crisis entre 2008 y 2013. La escasa presencia de compradores y la contracción de financiación bancaria explican en gran parte el alargamiento de los procesos de desinversión. En 2013, la vida media de las participadas en España había alcanzado casi los 6,8 años (máximo histórico), y los inversores ejercían presión para acelerar las salidas en un contexto de precios a la baja y de dilatados procesos de saneamiento de las participadas. En 2014, las desinversiones se disparan significativamente (+235% respecto de 2013), alcanzando el record histórico de 4.769 millones de euros a precio de coste, siendo la mayor parte de las salidas protagonizadas por entidades internacionales (casi el 70% del volumen total desinvertido en el ejercicio). En 2015, las desinversiones se mantuvieron en un nivel similar (4.714 millones), frente un promedio de 1.235,5 millones de euros en el período 2008-2013 y con mínimos históricos en los años 2008 y 2009 (711 y 858 millones respectivamente). Las principales vías de desinversión en los dos últimos años de fuerte actividad en la salidas ha sido la venta a terceros (61% en 2014 y 52% en 2015), seguido de Salidas a Bolsa (27% y 14% respectivamente) y ventas a otras ECR (en 2014) y reconocimiento de perdidas (en 2015).

Figura 11. España. Desinversión por tipo de salida

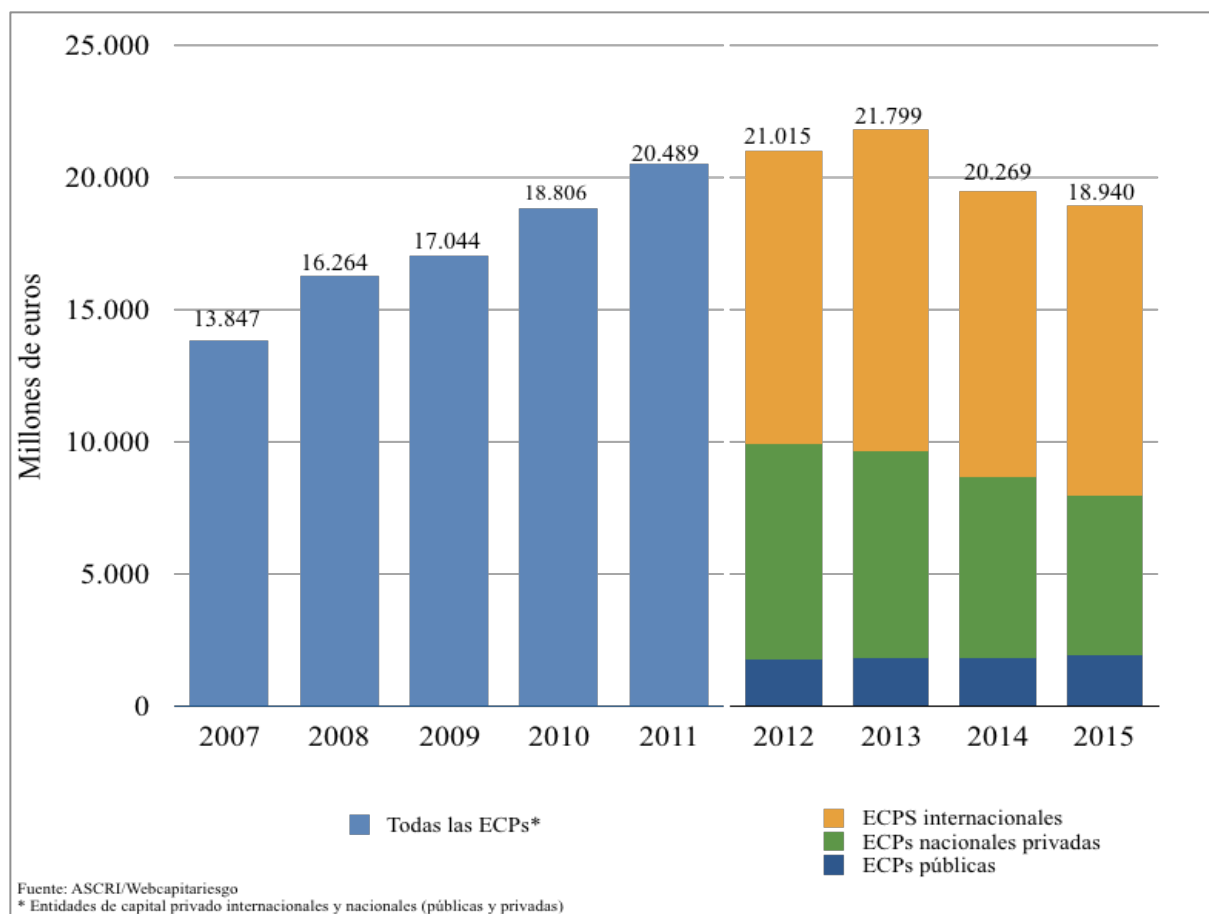


### 2.3.8 Cartera de inversiones acumulada

Finalmente, en términos globales, la cartera de inversiones a precio de coste<sup>34</sup> de las entidades de capital privado en España ha venido creciendo ininterrumpidamente desde antes de la crisis hasta el año 2013 inclusive, para experimentar un leve descenso en los dos años subsiguientes. Esta caída se explica por el alto volumen desinvertido por las entidades en 2014 y 2015, las cuales han podido finalmente efectuar salidas pospuestas en los años precedentes (más de 9.500 millones en estos dos ejercicios), y no tanto por un descenso en el volumen de las inversiones.

<sup>34</sup> Valor a precio de coste de todas las participadas que mantenían las entidades consideradas en el año correspondiente.

Figura 12. España. Cartera de inversiones acumuladas (a precios de coste)



## 2.4 El impacto del capital privado en las empresas y la economía

Existe una amplia literatura de investigación que ha analizado y demostrado empíricamente el impacto de la financiación por la vía de capital privado en diferentes aspectos del desempeño de las compañías invertidas tales como la capacidad innovadora al nivel de empresa<sup>35</sup>, el sector o país<sup>36</sup>, el crecimiento de la facturación o del empleo<sup>37</sup> o los niveles de productividad parcial<sup>38</sup> o total de los factores.<sup>39</sup> La amplia mayoría de los estudios sobre los efectos reales del capital privado se centra en sus efectos positivos<sup>40</sup>, y la mayoría de los expertos e investigadores concuerdan en que es un instrumento de financiación beneficioso para las empresas participadas y la economía en su conjunto. El informe Impacto Económico y Social del Capital Riesgo 2012 de ASCRI contiene un resumen de muchos de estos resultados. Este informe efectúa una clasificación de los efectos beneficiosos y de las ventajas del capital riesgo en siete áreas de impacto principales asociadas con la actividad de empresas finan-

<sup>35</sup> Bertoni, Croce & D'Adda (2010); Bertoni, D'Adda & Grilli (2011);

<sup>36</sup> Hirukawa & Ueda (2011); Popov & Roosenboom (2009)

<sup>37</sup> Bertoni, Colombo & Grilli (2011); Engel (2002); Davila, Foster & Gupta (2003)

<sup>38</sup> Alemany & Marti (2006)

<sup>39</sup> Chemmanur, Krishnan & Nandy (2011); Croce, Marti & Murtinu (2010)

<sup>40</sup> Para una amplia relación de los estudios de impacto o artículos académicos más importante sobre el tema hasta el año 2012 inclusive ver: Tykvová, Borell & Kroencke (2012) y ASCRI (2013). Ver también VICO (2011); Frontier Economics (2013); AFME & BCG (2015); Brander, Du & Hellmann (2015); Munari & Toschi (2015); Kraemer-Eis, Signore & Prencipe (2016a).

ciadas por capital privado: la creación de riqueza (crecimiento de la facturación), la creación de empleo, el incremento de las capacidades innovadoras, la facilitación de procesos de internacionalización, la menor tasa de fracaso empresarial y el incremento de los niveles de eficiencia en el uso de los factores (productividad).<sup>41</sup> En general, los análisis de impacto del capital privado sobre el desempeño de las empresas que reciben este tipo de financiación distinguen entre dos efectos: el efecto “selección” y el efecto “aportación de valor”. La presencia de resultados de desempeño superiores en empresas financiadas por capital privado puede deberse a diversas razones. Por una parte, pueden ser resultado de la calidad del proceso de selección de oportunidades de inversión llevado a cabo por los propios inversores, la cual reside esencialmente en la capacidad para seleccionar las mejores oportunidades, es decir, evaluar y seleccionar proyectos emprendedores o empresas establecidas de alto potencial (efecto selección). Por otro lado, un impacto positivo en los resultados de las empresas participadas pueden deberse a una cualificación especial de los inversores para seguir, asesorar y aportar valor a sus participadas una vez que invierten en ellas (por ejemplo, contribuyendo no solo con capital sino también con otros recursos no financieros —efecto aportación de valor).<sup>42</sup>

Diversos estudios realizados en el marco del proyecto VICO<sup>43</sup> demuestran que los fondos de capital riesgo ejercen un impacto positivo en las empresas participadas en términos de las dimensiones antes mencionadas y revelan interesantes diferencias según el tipo de capital privado implicado (por ejemplo, inversores independientes o corporativos frente a inversores públicos). A continuación se resumen los hallazgos principales de este proyecto. Por ejemplo, en términos de crecimiento y productividad, las empresas que recibieron capital privado de fondos independientes<sup>44</sup> exhibieron incrementos significativos en su facturación en el año posterior a la inversión, mientras que el efecto sobre los niveles de su eficiencia productiva (por ejemplo en el uso de sus factores capital y trabajo) tendió a ser menor. El impacto a corto plazo de las inversiones de fondos corporativos en los niveles de productividad fue poco significativo. Estos efectos son atribuidos más a un efecto de aportación de valor que a un efecto de selección. Los efectos en la creación de empleo a corto plazo de las inversiones de fondos independientes fueron menores que el impacto en el crecimiento de las ventas y más comparables con los efectos en el empleo de las inversiones corporativas. No obstante, es interesante observar que el impacto de las inversiones de fondos independientes y corporativos en la facturación y empleo de sus participadas tiende a igualarse a largo plazo.<sup>45</sup> Estos resultados confirman la percepción de que los fondos independientes de *venture capital* tendrían una visión más a corto plazo en relación con la evolución de sus participadas ya que procuran que incrementen sus ventas y productividad más rápidamente porque necesitan desinvertir en un período de tiempo más breve. Este enfoque sería más evidente en fondos jóvenes con menos reputación que buscan validar su gestión en el mercado y facilitar de este modo la captación de nuevos fondos de sus inversores en rondas subsiguientes. Los inversores corporativos, por su parte, tienden a invertir a medio y largo plazo porque trabajan con objetivos (estratégicos) diferentes (por ejemplo, aumentar sus capacidades innovadoras).

En cuanto al papel de los inversores públicos de *venture capital*, los estudios del proyecto VICO presentan impactos poco significativos en términos de desarrollo de negocio de las participadas pero efectos positivos en la creación de empleo. El impacto de las inversiones de fondos públicos tiende a ser superior en empresas en fases iniciales que en empresas más maduras (más de 5 años de actividad).

---

<sup>41</sup> ASCRI (2012). Este informe incluye una relación de los trabajos académicos y estudios de impacto del capital privado más relevantes realizados por asociaciones, consultoras o académicos en los últimos diez años. Para un resumen de las beneficios y las ventajas del capital riesgo para las empresas y la economía basado en este informe, ver Navarro, Gómez & Fernández (2015).

<sup>42</sup> Bertoni, Colombo & Grilli (2011); Tykvová, Borell, & Kroencke, T. (2012)

<sup>43</sup> VICO (2011). Este proyecto analizó el impacto de la financiación por la vía de capital riesgo en la tasa de innovación, creación de empleo, crecimiento de la cifra de negocios y productividad en empresas europeas iniciales entre 1994 y 2008, así como el papel de los inversores en el proceso de desarrollo de las compañías financiadas. Ver también Bertoni, F. & Marti, J. (2011).

<sup>44</sup> Fondos de capital riesgo privados no vinculados a una entidad financiera, empresa u organismo público.

<sup>45</sup> Bertoni, D’Adda & Grilli (2011).

Estos resultados son consistentes con los patrones de especialización que se observan en las inversiones directas por parte de fondos públicos de *venture capital*, los cuales tienden a centrarse en empresas emergentes en fase semilla y arranque, que es cuando los proyectos encuentran mayor dificultades para acceder a fuentes alternativas de financiación externa.

Otros resultados interesantes del proyecto VICO es que las empresas financiadas por fondos de *venture capital* internacionales (*cross-border VC investor*) crecieron menos que las financiadas por inversores locales a corto plazo, aunque presentan mejores tasas de crecimiento a medio y largo plazo. De otro lado, las compañías co-invertidas por fondos locales e internacionales experimentaron crecimientos más rápidos a corto y largo plazo en comparación otras compañías financiadas por otra combinación de inversores. La combinación de un mayor efecto aportación de valor entre un inversor local, que efectúa un seguimiento más cercano de las participadas, y un inversor internacional, que aporta capacidades y redes de contacto para la internacionalización de la compañía, puede explicar estos resultados.

Finalmente, en términos del impacto en la capacidad innovadora de las empresas financiadas por *venture capital*, los estudios del proyecto VICO relevan que la actividad de generación de patentes de estas empresas antes de la inversión es más intensa que empresas no financiadas por *venture capital*, y que dicha actividad tiende a caer significativamente tras la inversión, aunque manteniendo unos niveles superiores que en las empresas que no han recibido *venture capital*. Estos hallazgos ponen de manifiesto la presencia de un efecto selección en la medida que la producción de patentes actúa como una señal atractiva para este tipo de inversiones y, a la vez, evidencian un efecto de aportación de valor en el impacto positivo que se observa sobre dicha actividad debido a la entrada de *venture capital* en la compañía. Por otro lado, la calidad y cantidad de las patentes generadas dependió del tipo de inversor de *venture capital* implicado. Las empresas invertidas con más y mejores patentes estuvieron asociadas con fondos privados independientes, mientras que las empresas financiadas por inversores corporativos no patentaron más o produjeron patentes de mayor calidad que empresas financiadas por otros tipos de inversores de capital riesgo. Del lado del impacto de las inversiones de fondos de *venture capital* públicos, cabe destacar que el incremento más elevado en generación de patentes se dio en las empresas financiadas mediante operaciones de co-inversión entre fondos públicos y privados que fueron gestionadas por los fondos privados.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> Bertoni & Tykvová (2012)



### 3 Fundamentos para la intervención pública en el mercado de capital inversión

El fomento del capital inversión como fórmula de financiación tanto para empresas innovadoras emergentes como para PYMEs que operan en múltiples sectores ocupa un lugar destacado en la agenda de política económica a escala europea y doméstica de muchos estados miembros de la UE.<sup>47</sup> Como hemos visto, el ecosistema de capital privado en España presenta algunas barreras que impiden el desarrollo de un mercado más activo, y el acceso y disponibilidad de vías de financiación no bancarias para PYMEs aun se encuentra poco desarrollado (por ejemplo, capital inversión en forma de *venture capital* o inversión privada informal (*business angels*); el acceso a los mercados de valores oficiales (salida a Bolsa) o a los denominados mercados alternativos, como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) u otros Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs); o a las denominadas plataformas de inversión participativa o *crowdfunding*). Las recomendaciones de política pública reconocen el capital privado como una fuente de recursos y como un soporte relevante para que empresas emergentes innovadoras y PYMEs establecidas de alto potencial puedan alcanzar sus objetivos de crecimiento y crear valor a través de la innovación y la penetración de mercados locales e internacionales. Una de las premisas que subrayan estas recomendaciones se basa en el principio que el capital privado externo no debe ser un sustituto de los instrumentos de financiación tradicionales de las empresas (principalmente bancarios), sino que debe servir a un segmento específico de PYMEs que contribuyan de manera significativa al desarrollo, la capacidad innovadora y la productividad de la economía globalmente considerada.

La revisión anterior del ciclo de financiación de las PYMEs y del papel del capital privado<sup>48</sup> incluye una breve descripción de algunos de los fundamentos principales que justifican la implementación de iniciativas públicas en apoyo de la financiación de la pyme en general y del capital privado en particular. Un principio clave que justifica esta intervención es que la existencia de los denominados fallos o imperfecciones de mercado descritos no solo afectan a la economía en fases de recesión o crisis económica sino que constituyen la manifestación de problemas estructurales persistentes. Los problemas de financiación de las PYMEs no representan, necesariamente, la evidencia de la existencia de tales “fallos de mercado” (no todas las empresas que buscan financiación la “merecen”), pero la brecha financiera que experimentan estas empresas persiste a lo largo del tiempo, e incluso se ha hecho más grande, disparando la atención de los responsables de políticas públicas.

Existen diversos factores que contribuyen a la presencia de fallos o imperfecciones en el mercado de financiación de las PYMEs. Por una parte, existe una desproporción muy elevada entre el coste de acceso a la financiación de empresas pequeñas y medianas y el retorno financiero potencial (problema de altos costes fijos). La existencia de asimetrías de información entre el financiador y el potencial receptor de los recursos de financiación refuerza este problema, el cual es típicamente más intenso en las empresas pequeñas que en las empresas más grandes. Las empresas emergentes cuentan con poca o ninguna trayectoria y no poseen activos como garantías, y sus principales activos residen en las ideas y capacidades de sus promotores. Los mercados de crédito y de capital privado están diseñados para financiar activos tangibles que tengan precios de mercado bien definidos y que puedan utilizarse como garantía. Todo ello, combinado con la incertidumbre, afecta el comportamiento de los proveedores de financiación que conduce a una insuficiencia de oferta de capital privado en las fases de iniciales de desarrollo. Hemos visto que los inversores de capital privado en fases iniciales (*business angels* y *venture capital*) juegan un papel clave para reducir tales asimetrías de información actuando como intermediarios a través de sus actividades evaluación, contratación y seguimiento de sus inver-

<sup>47</sup> OECD (1997); Tykiová et al (2012); Frontier Economics (2013); Kraemer-Eis, Lang & Gvetadze (2015).

<sup>48</sup> Ver el apartado 2: “El ciclo de financiación de las PYMEs: El papel del capital privado”.

siones, y por tanto, evaluando la calidad de empresas pequeñas. Sin embargo, los costes de ejecutar estas tareas son muy elevados por lo que es más rentable dirigir las inversiones hacia empresas en fases más avanzadas de desarrollo, con mayor información disponible y hacerlo mediante la estructuración de operaciones de mayor tamaño con costes relativos más bajos.

Otra fuente de fallos en el mercado —que actúa como argumento adicional para fundamentar la intervención pública en el mercado de capital privado— tiene que ver con la presencia de potenciales externalidades positivas (*spill-over effects*) que se derivan de este tipo de financiación en términos de su aportación al crecimiento, creación de empleo, productividad o capacidad innovadora de una empresa, un sector o un país.<sup>49</sup> En el apartado precedente se revisan algunos ejemplos de este tipo de externalidades positivas basados en estudios empíricos. El argumento clave aquí es que en aquellos ecosistemas financieros y emprendedores que están bien articulados la probabilidad de que las acciones o actividades de cualquier agente o grupo de agentes den lugar a efectos indirectos positivos que terminen beneficiando a otros actores en el ecosistema o en la sociedad, es más elevada que en ecosistemas poco desarrollados.<sup>50</sup> Un sector de capital privado activo necesita contar con un entramado institucional bien establecido y una masa crítica de proyectos emprendedores e inversores de capital privado de calidad. De ahí que los gobiernos pueden jugar un papel activo para mejorar el funcionamiento del ecosistema y/o promover su mayor desarrollo.

### 3.1 Iniciativas públicas en el mercado de capital inversión privado: enfoques y antecedentes

La presencia de estas imperfecciones o fallos en el ámbito del capital privado han servido para fundamentar, en general, la intervención del sector público para abordar la insuficiencia de oferta de capital inversión, con un énfasis especial en el segmento de *venture capital*. El despliegue de estos programas públicos se basa, como hemos visto, en el argumento de los “fallos de mercado” y del denominado *equity gap* que experimentan las PYMEs en el acceso a la financiación privada externa. Cabe entenderlo pues como una intervención que procura generar una masa crítica en aquellos mercados de capital inversión poco desarrollados y/o a señalar y validar los méritos de la inversión en PYMEs iniciales o en fase de crecimiento con la fin de atraer inversores privados hacia este segmento.<sup>51</sup> Esto ha supuesto un incremento significativo de los recursos públicos inyectados en el sector en los últimos años. En sus trabajos sobre el diseño, implementación e impacto de programas públicos para estimular el ecosistema emprendedor y la actividad de *venture capital*, Lerner (2010) sugiere que los recursos públicos solo deben utilizarse cuando la existencia potencial o real de un fallo de mercado resulte evidente, y que los instrumentos diseñados para canalizarlos deben responder a las necesidades del mercado en cuestión. En segundo lugar, señala que es más eficiente canalizar estos recursos a través de instrumentos o vehículos de mercado (como los fondos de capital inversión privados), y que tales instrumentos deben funcionar con un enfoque claro de mercado que permita alcanzar los resultados buscados (por ejemplo, que las decisiones de inversión sean adoptadas por gestores privados). En tercer lugar, pone el acento en que no solo es importante centrarse en la provisión de financiación (políticas de oferta) sino, también, en el desarrollo del mercado (condiciones del entorno y políticas de demanda).

La EVCA (*European Venture capital Association*) ha subrayado la necesidad de que las iniciativas públicas con esta finalidad no deben acarrear la sustitución del sector privado sino, por el contrario, propiciar la implementación de incentivos que atraigan a los agentes privados al ecosistema y al mercado en cuestión, y que sean gestionadas con criterios de mercado.<sup>52</sup> Desde la crisis financiera de 2008, los gobiernos de muchos países han procurado abordar los problemas de acceso a la financia-

---

<sup>49</sup> EVCA (2005); Kerr, Lerner & Schoar (2010)

<sup>50</sup> Lerner (2010)

<sup>51</sup> Leleux & Surlement (2003).

<sup>52</sup> EVCA (2010)

ción de las PYMEs interviniendo en múltiples áreas simultáneamente a través de un conjunto integrado de medidas e instrumentos de política que interactúen entre sí. Los cambios y las combinaciones de políticas no solo deben dar respuesta a los cambios en las condiciones del mercado de capital privado en cuestión sino, también, trascender a las exigencias del ciclo político. Por consiguiente, las políticas de largo plazo son muy importantes para generar los incentivos adecuados a fin de promover este tipo de financiación, tanto por el lado de la oferta como de la demanda.<sup>53</sup>

Las recomendaciones ponen énfasis en la necesidad de combinar políticas de oferta, de demanda y de mejora de las condiciones de entorno en correspondencia con las condiciones del mercado y del ecosistema de capital privado de que se trate.<sup>54</sup> Algunos analistas han sugerido que el abordar las condiciones de entorno (económico, institucional y normativo) pueden ser tanto o más importante que actuar como catalizador del mercado de capital privado a través de instrumentos de financiación.<sup>55</sup> Por ejemplo, en un ecosistema poco desarrollado, implementar medidas en apoyo de la oferta de capital inversión privado podría no ser tan efectivo como se espera si se lo que se pretende es estimular la actividad inversora en empresas iniciales o PYMEs de alto potencial. En un contexto de financiación pública creciente en este mercado en los últimos 10 años, la carencia de emprendedores innovadores, de capacidades emprendedoras o de oportunidades de inversión de calidad son motivos de preocupación y, a la vez, posibles objetivos de política pública. Si existe una escasez de oportunidades de inversión prometedoras, o si los gestores de fondos de capital privado carecen de capacidades o experiencia, o no existen buenas oportunidades para la desinversión de las compañías invertidas después de un tiempo, los programas públicos para estimular la oferta de capital inversión por sí solos no son efectivos para promover este sector.

La efectividad de la intervención del sector público en este sector depende, además, de cómo la iniciativa o programa se diseña y se implementa.<sup>56</sup> Algunos expertos arguyen que el diseño de un programa de inversiones públicas en el mercado de capital privado es un factor relevante para su impacto final.<sup>57</sup> Las iniciativas públicas de capital inversión parecen funcionar mejor cuando operan en colaboración con inversores privados, lo que, por ejemplo, ha abonado el camino para un creciente papel de los fondos de fondos públicos. En el segmento de *venture capital*, algunos analistas concluyen que las operaciones de co-inversión entre inversores públicos y privados en empresas iniciales de alto potencial, en las cuales lidera un inversor privado, presentan unos resultados de innovación superiores a otras formas posibles de combinar inversores.<sup>58</sup> Otros estudios también demuestran esta complementariedad entre *venture capital* público y privado: las empresas con ambos tipos de socios inversores “a bordo” obtienen mejores resultados que el resto o son capaces de obtener más financiación adicional que empresas financiadas por capital privado o por capital inversión público exclusivamente.<sup>59</sup> En los últimos años, los programas públicos de capital inversión en muchos países de la OCDE han pasado de intervenciones basadas en inversiones directas en PYMEs por parte de fondos de capital inversión públicos a modelos más indirectos como los fondos de co-inversión público-privados y los fondos de fondos públicos<sup>60</sup>. Estudios recientes sugieren que este tipo de iniciativas deberían ir más allá del apoyo directo a fondos privados de capital inversión y apoyar, complementariamente, otras formas de capital privado como los *business angels* o el *crowdfunding*.<sup>61</sup> Como veremos más adelante, España

---

<sup>53</sup> OECD (2015)

<sup>54</sup> Lerner (2009)

<sup>55</sup> También denominadas “medidas indirectas” frente a “medidas directas” (de oferta) que refieren a la inversión de recursos públicos en fondos o programas de capital inversión. Ver OECD (1997).

<sup>56</sup> OECD (1997); Lerner (2009)

<sup>57</sup> Lerner (2009); EVCA (2010); Brander, Du & Hellman (2010); Colombo, Cumming & Vismara (2014)

<sup>58</sup> Bertoni & Tykvová (2012)

<sup>59</sup> Bertoni et al (2011); Bertoni & Tykvová (2015); Brander et al (2015)

<sup>60</sup> OECD (2015)

<sup>61</sup> Hellmann, Schure & Vo (2015); OECD (2015); Aubrey (2015)

ya cuenta con programas públicos de apoyo para la creación y desarrollo de redes de *business angels* y una regulación específica para las actividades de *crowdfunding* de reciente aprobación. Un organismo de referencia en políticas públicas en apoyo del mercado y el ecosistema de capital privado a escala europea como el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) viene desarrollando, a la par de sus actividades de capital inversión “puras”, una amplia gama de “productos” basados o relacionados con el capital inversión, tales como actividades de apoyo para la transferencia de tecnología o para el denominado mercado intermedio para PYMEs (*lower middle market*); o instrumentos híbridos entre deuda y capital inversión como la financiación *mezzanine* para empresas con necesidades específicas (por ejemplo, en fase de alto crecimiento).<sup>62</sup>

Otro elemento importante relativo al diseño de los programas públicos en capital inversión es el equilibrio entre los recursos públicos y recursos privados implicados. La evidencia indica que una participación pública elevada en instrumentos de *venture capital* pueden resultar en una mayor aversión al riesgo en el sector privado y en períodos de inversión más prolongados.<sup>63</sup> Otros trabajos evidencian que las empresas co-financiadas por *venture capital* público y privado obtienen mejores resultados cuando la inversión pública es más pequeña, y la operación es liderada por un gestor privado, que en los casos en los que la inversión pública es de mayor tamaño.<sup>64</sup> Para Lerner, la participación pública, en línea con las condiciones particulares del ecosistema objeto de intervención, debe ser lo suficiente amplia para ser efectiva, pero no tan amplia como para afectar el alineamiento de los incentivos y los objetivos de las compañías financiadas que acabe por conducir, contrariamente a lo esperado, a unos resultados inferiores en términos relativos.<sup>65</sup> En este sentido, una norma comúnmente aceptada es que la participación pública en esquemas de co-inversión no exceda el 50% del total de inversión.<sup>66</sup>

En cualquier caso, la cuestión de si la intervención del sector público es necesaria para impulsar el sector de capital inversión privado permanece abierta. En el segmento del *venture capital*, el sector público de muchos países ha tenido un papel central en el desarrollo de este sector, incluyendo Estados Unidos, donde el gobierno intervino directamente con este objetivo a través de medidas concretas para flexibilizar las compras estatales para empresas de nueva creación, o el lanzamiento del programa SBICs (*Small Business Investment Companies*)<sup>67</sup> en una primera fase, o la modificación de la normativa que permitió a los fondos de pensiones invertir en *venture capital* en una segunda fase. De acuerdo con Lerner la intervención pública quedaría justificada si se cumplen tres criterios principales. En primer lugar, los programas públicos de apoyo deben propiciar un impacto positivo real sobre las compañías invertidas y la economía. En segundo lugar, debe existir un fallo de mercado que afecte a los segmentos de actividad del capital inversión. Y en tercer lugar, dicho fallo de mercado puede ser abordado, mitigado, e incluso eliminado, por medio de iniciativas públicas. Los estudios sobre el papel y el impacto del capital inversión en las empresas y la economía real y la revisión de los fundamentos para la intervención pública en el mercado de capital inversión que hemos contrastado anteriormente en este informe sugieren que la primera y segunda condición son aplicables.<sup>68</sup> La tercera condición resulta más intrincada. ¿Hasta qué punto las iniciativas públicas de apoyo al sector pueden corregir los fallos de mercado de mercado existentes sin generar problemas en otras áreas? ¿Qué tipos de programas y medidas son los más adecuados? ¿Y combinados de qué forma? Responder estas preguntas no es sencillo. En los últimos quince años, el despliegue de programas y medidas ha sido muy amplio y la experiencia de varios países demuestra que las políticas públicas pueden jugar un papel

---

<sup>62</sup> Kraemer-Eis et al (2016a)

<sup>63</sup> Buzzacchi et al (2013)

<sup>64</sup> Brander et al (2015)

<sup>65</sup> Lerner (2009)

<sup>66</sup> EVCA (2005)

<sup>67</sup> Para un análisis más detallado de este programa véase Lerner (2009).

<sup>68</sup> Ver los apartados 2.4 y 4.1.

importante como facilitador de ecosistemas de capital inversión que se encuentran en fases tempranas de desarrollo o donde la presencia de insuficiencias de oferta, debido a fallos de mercado, es significativa. Las iniciativas públicas en esta materia en países miembros de la UE han estado dirigidas a influir directa o indirectamente en las actividades y en el acceso a la financiación de las PYMEs así como en las actividades que componen el ciclo del capital inversión (captación de capital, inversión y desinversión). Un rápido resumen de lo que se ha hecho hasta el momento nos permitirá visualizar los diversos tipos de problemas que se han abordado y los enfoques de intervención pública adoptados para abordarlos:

- Se ha procurado atenuar los importantes problemas de oferta de capital inversión pero también la profesionalización del sector, la escasez de demanda de capital inversión o la estrechez del mercado.
- Se ha procurado influir, a través de medidas directas e indirectas, en el desarrollo del ecosistema de capital inversión de forma de establecer las condiciones para un sector más activo con un mayor número de oportunidades de inversión atractivas para los inversores.
- Se han dirigido recursos hacia la creación de fondos de fondos públicos altamente profesionalizados (como es el caso del FEI a escala europea o de diversos programas implementados al nivel regional o de los estados miembros con el apoyo del FEI y/o los gobiernos correspondientes, como el propio Fond-ICO Global) y se ha estimulado la actividad de fondos internacionales.
- Se ha apoyado a gestores de capital privado con experiencia en sectores específicos en aquellos ecosistemas de capital inversión menos desarrollados, y se ha apoyado a gestores con una experiencia más genérica en aquellos ecosistemas emprendedores y sectores de capital inversión más avanzados
- Se ha intentado atraer un mayor número de inversores privados hacia el sector para reducir la brecha financiera existente en la inversión en capital inversión que se dirige a PYMEs y a I+D.
- Se ha procurado incorporar prácticas y criterios de mercado, así como procesos de gestión eficientes y rigurosos, en los instrumentos de financiación pública para PYMEs
- Se ha fomentado la inversión en I+D (público o privada)
- Se ha apoyado la provisión de servicios de apoyo para el desarrollo de nuevos negocios (incubadoras, aceleradoras, OTRIs, mentoring, acompañamiento, etc.)
- Se han modificado normativas que afectan los procesos de re-emprendimiento (por ejemplo, las leyes que regulan la liquidación y quiebra de empresas)
- Se ha procurado potenciar cada vez más la cultura emprendedora y los sistemas educativos de forma de promover actitudes más proclives a la innovación y la iniciativa emprendedora.
- Se ha avanzado en la reducción y/o simplificación de los requerimientos burocráticos para las empresas de nueva creación y de las rigideces de los mercados de trabajo y se ha apoyado una mayor movilidad emprendedora.
- Se ha apoyado un mayor desarrollo de mercados de salida con mayor liquidez para las inversiones de capital inversión
- Etc.

Ahora bien, en el ámbito europeo y de la OCDE, la mayoría de los programas públicos para abordar los graves problemas de financiación para las PYMEs en el período posterior a la crisis financiera del

2008 se han centrado en el lado de la oferta.<sup>69</sup> Las políticas de oferta tienden a ser preferidas por ser más directas y porque la acción pública adquiere una mayor visibilidad. Las iniciativas que pueden incidir en la demanda de financiación o en las condiciones del entorno son menos “visibles”, y la definición de los objetivos a ser alcanzados y el seguimiento de sus resultados son más complejos.

En general, entre las iniciativas públicas del lado de la oferta de financiación, se pueden distinguir tres tipos de intervenciones públicas: i) las garantías, préstamos y subvenciones; ii) los incentivos fiscales y iii) los instrumentos de capital inversión. Desde el punto de vista del apoyo financiero *directo* a los mercados de capital inversión, la UE y los gobiernos de los estados miembros han implementado diversos tipos de programas para abordar el problema de insuficiencia de oferta en estos mercados.<sup>70</sup> De mayor a menor escala de compromiso, se pueden resumir los siguientes tipos de instrumentos directos con esta finalidad:

- *Fondos de capital inversión de titularidad pública.* El gobierno provee de capital a un fondo de capital inversión como único socio inversor, y este fondo de titularidad pública invierte directamente en empresas, bien como único inversor en las compañías (*inversión directa*), o bien como co-inversor con otros inversores privados (fondos de capital inversión o *business angels*), quienes pueden liderar las operaciones (*co-inversión*). La gestión del instrumento puede ser pública o realizada por un gestor profesional contratado. En cualquier caso, se requiere la preparación de los funcionarios públicos o la contratación de profesionales externos que cuenten con las capacidades adecuadas para desarrollar este tipo de inversiones. Normalmente, el sector público no está en condiciones de ofrecer la autonomía y los niveles de retribución que se exigen y aplican en este sector. Los expertos más críticos consideran que este tipo de actividad queda fuera de las competencias o los cometidos del sector público y que las inversiones deben delegarse a gestores profesionales que actúen como agentes del estado. Aunque en la literatura académica abundan los trabajos que cuestionan esta forma de intervención pública, en los países escandinavos existe una fuerte tradición de fondos públicos de capital inversión. Las principales objeciones se centran en la carencia de competencias para desarrollar operaciones de capital inversión en el sector público y la influencia de objetivos no comerciales de política pública (por ejemplos, objetivos sociales, sectoriales, etc.), que a menudo se imponen sobre estos vehículos, aunque se creen con fines de lucro. Ejemplos del modelo de inversión pública directa de capital inversión en compañías son *SOWALFIN*<sup>71</sup> (Spin-off funds (Valonia, Bélgica); *VF Venture Group*<sup>72</sup> (Dinamarca); *ENISA* (España); *Seed Fund Vera*<sup>73</sup> y *Finnish Industry Investement Ltd*<sup>74</sup> (Finlandia); *Corvinus Venture Capital Management Ltd*<sup>75</sup> (Hungria); *High Potential Start-Up Funding*<sup>76</sup> (Irlanda); *Start up Fund for Internationalization*<sup>77</sup> (Italia); *Investinor*<sup>78</sup> (Noruega); *Fouriertransform*<sup>79</sup> (Suecia), etc. Algunos ejemplos de fondos de capital inversión de titularidad pública en el marco de programas de co-inversión son: *Slovene Enterprise Fund*<sup>80</sup> (SEF – Eslovenia); *Seed Financing Programme*<sup>81</sup> (Finish Industrial Investment – Finlandia); *SME+ Seed Capital Scheme*<sup>82</sup> (Holanda)

<sup>69</sup> Para una revisión más amplia de las formas de intervención pública en el mercado de capital inversión, ver OECD (1997); Ríos Sastre, Rodríguez García & Sánchez-Diez Rojas (2015). Para un revisión general de experiencias de políticas públicas en el mercado de financiación de empresas emergentes innovadoras, ver OECD (2015).

<sup>70</sup> Red.es (2008). Tykvová, Borell, & Kroencke (2012).

<sup>71</sup> [http://www.sowalfin.be/sowalfin/sowalfin\\_fr/notre-mission/qui-sommes-nous/index.html](http://www.sowalfin.be/sowalfin/sowalfin_fr/notre-mission/qui-sommes-nous/index.html)

<sup>72</sup> <http://www.vf.dk/saadan-goer-vi/venturekapital.aspx>

<sup>73</sup> <http://tekes.vc/en>

<sup>74</sup> <http://www.industryinvestment.com/companies/>

<sup>75</sup> <https://www.mfb.hu/en/bank/banking-group>

<sup>76</sup> <https://www.enterprise-ireland.com/en/funding-supports/Company/HPSU-Funding/>

<sup>77</sup> <http://www.simest.it>

<sup>78</sup> <http://www.investinor.no/en>

<sup>79</sup> <http://www.fouriertransform.se/en/>

<sup>80</sup> <http://www.podjetniskisklad.si/en>

<sup>81</sup> <http://www.industryinvestment.com>

<sup>82</sup> <http://www.rvo.nl/subsidies-regelingen/seed-capital>

- *Széchenyi Capital Investment Fund*<sup>83</sup> (SZTA - Hungría); *Scottish Co-investment Funds*<sup>84</sup> (Reino Unido); *Fondo Nazionale per l'Innovazione*<sup>85</sup> (Italia); *Almi Invest*<sup>86</sup> (Suecia); etc.
- *Fondos de capital inversión "mixtos"*. El gobierno provee una proporción significativa de los fondos bajo gestión y el fondo es gestionado por gestores privados profesionales. El gobierno no es, por tanto, el único inversor en el fondo creado y normalmente exige a los gestores privados que atraigan a otros inversores institucionales para que inviertan en el mismo. En muchos casos, esta exigencia acaba convirtiéndose en un requerimiento de capacidad para los fondos candidatos por parte del gobierno. El fondo "mixto" creado invierte directamente en empresas y puede hacerlo, bien como único inversor en las compañías, o bien co-invirtiéndolo con otros fondos de capital inversión (*co-inversión*). Este enfoque no supone la actuación de funcionarios públicos como "capitalistas de riesgo". No obstante, el gobierno debe estructurar los fondos y el sistema de incentivos asociados de tal manera que sea atractivo para gestores profesionales en capital inversión, lo que exige conocer los estándares del sector. Algunos ejemplos de enfoques de este tipo son *High Tech Gründerfonds*<sup>87</sup> (Alemania); *Fonds de Co-investissement our Jeunes Entreprises*<sup>88</sup> o *Ecotechnologies*<sup>89</sup> (Francia); *Portugal Ventures*<sup>90</sup> (Portugal); *Enterprises Capital Funds*<sup>91</sup> (ECFs – Reino Unido); etc.
- *Programas de fondos de fondos*. El gobierno proporciona capital como socio inversor (*limited partner*) a fondos privados de capital inversión o a fondos de fondos privados, conjuntamente con otros inversores privados (*limited partners*) que invierten en el sector. Por tanto, la inversión pública se realiza a través de la toma de participaciones como socio inversor en fondos de capital inversión privados, los cuales son gestionados por gestores privados. En lugar de invertir directamente en empresas, el fondo de fondos público o público-privado invierte en entidades de capital privado por lo general con el requisito que otros inversores privados o institucionales también inviertan en el fondo participado. Los fondos financiados por el FdF toman la responsabilidad de las decisiones de inversión en las compañías objetivo y efectúan las inversiones una vez que se acuerda el enfoque general de inversión, los objetivos y la distribución de incentivos con los fondos que reciben su inversión. En este sentido, la diferencia entre un fondo "mixto", descrito anteriormente, y un fondo de fondos radica en que el primero invierte directamente en compañías directamente o convirtiéndolo con otros inversores privados. El modelo de FdF le permite al gobierno tomar una posición como socio inversor (*limited partner*) en diferentes entidades de capital privado independientes; generar un apalancamiento elevado sobre cada euro comprometido, y diversificar sus inversiones así como contribuir a crear una serie de fondos con diferentes enfoques y objetivos (por ejemplo, co-inversión con *business angels*). En general, más allá del papel que los acuerdos de inversión específicos concedan a los inversores del sector público en los fondos financiados, los gestores de inversiones prefieren que la exposición de los inversores privados sea significativa de forma de limitar que el gobierno use el fondo con fines no financieros (por ejemplo, fines sociales). Los intereses privados pueden, además, limitar que el gobierno enfoque el FdF directamente hacia el problema. La estructura de FdF permite, también, atraer a inversores institucionales de gran tamaño (fondos de pensiones, compañías de seguro, fondos soberanos, etc.) para que inviertan en el Fondo sin necesidad de tomar participaciones elevadas en el mismo.

<sup>83</sup> <http://www.szta.hu/introduction>

<sup>84</sup> <https://www.scottish-enterprise.com/services/attract-investment/scottish-coinvestment-fund/scif-overview>

<sup>85</sup> <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/component/content/article?id=2014855>

<sup>86</sup> <http://www.almi.se/Almi-Invest/About-Almi-Invest/>

<sup>87</sup> <http://high-tech-gruenderfonds.de/en/#title>

<sup>88</sup> <http://www.bpifrance.fr/Bpifrance/Nos-metiers/Fonds-propres/Fonds-directs-Bpifrance/Capital-Developpement-Transmission-Generaliste/France-Investissement-Croissance/Fonds-de-Co-investissement-pour-Jeunes-Entreprises-FCJE>

<sup>89</sup> <http://www.bpifrance.fr/Bpifrance/Nos-metiers/Fonds-propres/Fonds-directs-Bpifrance/Capital-Innovation/Ecotechnologies>

<sup>90</sup> <http://www.portugalventures.pt/en>

<sup>91</sup> <http://british-business-bank.co.uk/ourpartners/enterprise-capital-funds/>

Los inversores institucionales necesitan contar con un número determinado de fondos comprometidos de forma que su cartera global proporcione los resultados que buscan, pero al mismo tiempo no suelen trabajar con exposiciones muy elevadas en los fondos en que invierten. La estructura de los FdF facilitan ambos objetivos. Desde del punto de vista del sector público, un programa de FdF es un modelo muy flexible para gestionar un instrumento de financiación alternativa para las PYMEs ya que el gobierno no interviene directamente en actividades del mercado en cuestión (más allá de las asimilables a su proceso de inversión) ni en las decisiones de inversión en las empresas beneficiarias en última instancia.

- *Prestamos a entidades de capital privado* bajo condiciones de mercado o mediante créditos blandos, o diferentes modelos de *concesión de garantías* de la deuda adquirida por el fondo de capital privado (en forma de créditos bancarios o través de emisión de valores).<sup>92</sup>
- *Subsidios* para cubrir parte de los costes de las entidades de capital privado.<sup>93</sup>

Si nos centramos específicamente en los instrumentos de inversión pública indirecta en empresas, través del mercado de capital inversión privado, como es el caso Fond-ICO Global, se considera que una contribución pública de esta naturaleza debe: i) crear las condiciones para generar un alto apalancamiento de capital privado (*crowd-in effect*), ii) operar de acuerdo a los estándares y prácticas de mercado; iii) garantizar una gestión eficiente del programa; y iv) proveer un acceso simple a los instrumentos de financiación a posibles candidatos (por ejemplo, empresas o fondos de capital inversión).<sup>94</sup> Existe una amplia evidencia, tanto al nivel europeo como en el contexto español, que el papel de sector público ha sido clave para el desarrollo y recuperación del sector de capital privado tras el fuerte impacto de la crisis financiera en este sector.<sup>95</sup> El impacto de esta intervención ha sido especialmente relevante para fondos de nueva creación desde que la mayoría de las agencias u organismos públicos de financiación se han centrado en este tipo de fondos. Además de la inyección de capital público en el sector, la participación de inversores públicos en fondos de capital privado contribuye a atraer hacia la industria a otros inversores privados, los cuales perciben la aplicación de procesos rigurosos de evaluación y selección de los fondos (*due diligence*) y un compromiso en el fondo más estable por parte del inversor público.<sup>96</sup> Este efecto de apalancamiento de inversión privada adicional es uno de los efectos más importantes de los programas públicos en apoyo del capital inversión.

### 3.1.1 Ejemplos de programas de fondos de fondos promovidos por sector público en Europa

En el sector de *venture capital* a escala europea, el FEI juega un papel central. Un informe reciente de esta entidad estimaba, entre otras cosas, que la actividad de inversión de *venture capital* catalizada por el FEI, como fondo de fondos, representó 2014 el 41% del volumen total de inversiones del sector en Europa (29% en 2007), con un participación directa atribuible al FEI del 10% (5% en 2007), lo que da una idea del nivel de apalancamiento asociado. Del lado de la captación de fondos, los autores estiman que el volumen catalizado por el FEI alcanzó en 2014 el 45% del volumen global captado por inversores europeos de *venture capital* (36% en 2007), con una aportación directamente atribuible al FEI del 12% (5% en 2007).<sup>97</sup> El FEI ha apoyado financieramente un número creciente de fondos de nueva creación y muchos fondos invertidos han conseguido cierres muy próximos a sus tamaños objetivo. En este sentido, existen muchos fondos de capital inversión que han alcanzado una excelente

<sup>92</sup> Un ejemplo típico del modelo de préstamos y garantías para ECR es el Programa SBIC (*Small Business Investment Companies*) implementado en Estados Unidos a escala nacional a finales de los años sesenta. Para un análisis más detallados de este programa, véase Lerner (2009).

<sup>93</sup> Senley, Klagge, Berndt & Martin (2005)

<sup>94</sup> Lerner (2009); VICO (2011)

<sup>95</sup> ASCRI Informes de Actividad del Capital Riesgo; Invest Europe. European Private Equity Activity Data 2007-2015; Kraemer-Eis et al (2015), Kraemer-Eis et al (2016a); Kraemer-Eis et al (2016b)

<sup>96</sup> Kraemer-Eis et al (2013); Kraemer-Eis et al (2016a)

<sup>97</sup> Kraemer-Eis, Signore & Prencipe (2016a).



implantación en el mercado de *venture capital* europeo que no estarían donde se encuentran si tal apoyo no se hubiera producido. Esto es indicativo del papel catalizador de FEI en este sector.

El FEI funciona con recursos aportados por la Comisión Europea, bajo un régimen de fondo fiduciario, y gestiona las diversas iniciativas e instrumentos financieros conjuntos en el marco del CIP (*Competitiveness & Innovation Programme*), EPMF (*European Progress Microfinance Facility*), JEREMIE (*Joint European resources for Micro and Medium Enterprises*) o JASMINE (*Joint Action to support microfinance institutions in Europe*).

Además del mandato europeo (UE), el FEI gestiona iniciativas específicas de inversión en colaboración con organismos de estados miembros como, por ejemplo, los programas ERP/EIF Fund of Funds (European Recovery Programme - Alemania), JEREMIE Holding Fund (SZRF - Eslovenia), NEO-TEC Capital Riesgo (España), Dutch Venture Initiative I & II (DVI-I & II – Holanda), PVCi (Portugal Venture Capital Initiative), Istanbul Venture Capital Initiative (iVCi - Turquía), UKFTF (Future Technologies Fund – Reino Unido) (Ver Cuadro 1 y el Anexo 9.1).

En el mercado de *venture capital*, el FEI normalmente actúa como un fondo de fondos, bien invirtiendo en programas de fondos de fondos, o bien invirtiendo en entidades de capital privado u otros vehículos creados especialmente para proveer capital inversión para las PYMEs. Los fondos que firman un acuerdo con el FEI son los encargados de adoptar las decisiones de inversión en determinados segmentos de PYMEs objetivo, basándose en criterios comerciales.

La capacidad del FEI para apoyar la financiación de PYMEs europeas a través del mercado de capital inversión se ha visto ampliada con el lanzamiento a finales de 2014 del Plan de Inversiones para Europa (PIE).<sup>98</sup> El objetivo del PIE es movilizar recursos para la inversión pública y privada a través del Banco Europeo de Inversiones y de diversos programas europeos dentro del presupuesto de la UE, incluyendo Horizon 2020 (Programa Marco para Investigación e Innovación de la UE) y el programa COSME (Programa Europeo para la Competitividad de las Empresas y las PYMEs). Con esta finalidad, se ha creado un instrumento, el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (EFIS en su siglas en inglés), como cuenta gestionada dentro del BEI. El Fondo está constituido por una garantía de 16.000 millones de euros procedente del presupuesto de la UE y 5.000 millones de euros procedentes del Banco Europeo de Inversiones. Por tanto, utiliza financiación pública para movilizar inversión privada adicional y ofrece cobertura del riesgo de crédito a la financiación proporcionada por el BEI y por el FEI. La Comisión Europea calcula que el Fondo podrá lograr un efecto multiplicador global de 15 y que, por tanto, generará una inversión total de hasta 315 000 millones de euros en un período de 3 años. Esto significa que por cada euro de dinero público que utilice el Fondo se generarán 12 euros procedentes de inversores privados y 3 euros procedentes del BEI. El efecto multiplicador exacto será distinto para cada proyecto. Desde Septiembre de 2016 el Consejo Europeo está estudiando la ampliación del plazo del EFIS hasta el año 2020 con el objetivo de generar aproximadamente 500.000 millones adicionales de inversiones privadas y públicas.

Además de iniciativas a escala europea como el FEI, los países miembros de la UE o del ámbito de la OCED desarrollan esquemas de apoyo del mercado de capital inversión estructurados como fondos de fondos. El Cuadro 1 a continuación contiene una lista no exhaustiva de dichos instrumentos basado en información disponible de fuentes públicas, y el Anexo 9.1 incluye una breve descripción de los aspectos básicos, el enfoque y las formas de inversión de algunos de estos programas de inversión indirecta promovidos desde el sector público de estados miembros de la UE o de países miembros de la OCDE. con o sin aportaciones de programas europeo.

---

<sup>98</sup> Ver <http://www.consilium.europa.eu/es/policies/investment-plan/>

**Cuadro 1. Ejemplos de iniciativas de fondos de fondos (FfF) promovidos por el sector público (lista no exhaustiva)**

<b>País</b>	<b>Denominación del instrumento</b>	<b>Organización responsable</b>	<b>Año de lanzamiento</b>
Alemania	ERP/EIF Fund of funds	FEI	2004
	LfA-EIF Facility (part of ERP/EIF FoF)	FEI	2009
	ERP/EIF Growth Facility	Federal Ministry of Economics Affairs/EIF/KfW	2015
Austria	Cleantech Initiative	Austria Wirtschaftsservice GmbhH	2010
Bélgica	Investment in VC funds (Vesalius, Capri-corn, Aescap) (Flandes)	PMV	
	ARKimedes fond I / II (Flandes)	ARKimedes management NV	2005 & 2010
	SOFIPOLE\S.R.I.W. Fund Investments (Valonia)	S.R.I.W.	2005
Dinamarca	Danish Growth Capital	Vaeksfonden (VF)	2011
	VF Funds	Vaeksfonden (VF)	2001
Eslovenia	Holding funding within SEF	Slovene Enterprise Fund (SEF)	2009
Finlandia	Veraventure Finnerva	Veraventure Ltd	2003
	FoF Growth	Finnish Industry Investment Ltd	2008
Francia	Fonds National d'Amorçage (FNA)	CDC Entreprises (CDC Group)	2009
Grecia	ERDF	TANEO S.A.	2003
Holanda	Dutch Venture Initiative I (DVI-I)	FEI	2012-2015
Irlanda	Innovation Fund Ireland	Enterprise Ireland	2010
	Seed & Venture Capital Scheme	Enterprise Ireland	2013-2018
Italia	Fondo Italiano di Investimento	Fondo Italiano Investimento (FII)	2010
Noruega	Argentum Fondinvesteringer AS	Ministry of Trade and Industry	2001
Polonia	Krajowy Fundusz Kapitalowy (KFK) (Fondo Nacional de Capital)	Krajowy Fundusz Kapitalowy SA y la Agencia Polaca de Desarrollo Empresarial	2005
Portugal	Portugal Venture Capital Initiative (PVCi)	FEI	2007
Reino Unido	UKHTF (High Technologies Fund)	DTI	2000
	UK Innovation Investment Fund (UKIIF)	Capital for Enterprise Ltd (CfEL)	2009
	UKFTF (Future Technologies Fund)	FEI	2010-2014
República Eslovaca	JEREMIE Holding Fund (SZRF)	FEI	2012
Suecia	AP6	AP6	1996
Turkey	Istanbul VC Initiative (iVCi)	Government Agencies & EIF	2007

## 3.2 Algunos ejemplos de iniciativas públicas en apoyo del capital inversión en España

### 3.2.1 Iniciativas del lado de la oferta

El gobierno español ha implementando tres grandes tipos de instrumentos de capital inversión con objeto de dinamizar su oferta en este mercado de financiación: inversiones directas en empresas a través de fondos gubernamentales; programas de co-inversión público-privada y programas de fondos de fondos o asimilables. Una gran parte de estas iniciativas han tenido como objetivo complementar y potenciar la oferta de financiación de capital inversión para PYMEs en el segmento de *venture capital* y capital expansión, mientras que otras medidas, aunque en menor medida, se han enfocado en el fomento de la inversión privada (*business angels*) en empresas iniciales a través, por ejemplo, de esquemas de co-inversión. A continuación, se incluye una breve revisión de los principales antecedentes de programas adoptados por el gobierno español en esta materia en los últimos años.

En lo que se refiere a iniciativas de inversión pública directa en empresas en España, se podrían destacar como ejemplo la actividad que desde hace tiempo viene desarrollando ENISA (empresa pública dependiente del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo), a través de sus diferentes líneas de préstamos participativos para emprendedores y PYMEs; o los programas de fondos públicos Fond-ICOpyme y Fond-ICOinfraestructuras implementados por el ICO y gestionados por AXIS, la sociedad gestora de capital inversión del Grupo ICO. Fond-ICOpyme es un programa de financiación dirigido básicamente a empresas consolidadas de tamaño mediano con planes de expansión que se instrumenta mediante participaciones en capital o préstamos participativos. Este programa contempla también un esquema de participaciones en otras entidades de capital privado, y especialmente con inversores especialistas en inversiones en primeros estadios de desarrollo. Fond-ICOinfraestructuras es un programa de inversiones públicas dirigido a la financiación de proyectos de infraestructura en diversos sectores mediante participaciones minoritarias en capital y cuasi capital (deuda subordinada o préstamos participativos).

Actualmente, ENISA no realiza inversión directa en forma de capital inversión en empresas, pero cuenta con un programa de capital inversión con entidades de capital privado bajo el modelo de fondo mixto y con esquemas de co-inversión con inversores privados. En el primer caso, dispone de un programa de participación directa en entidades de capital privado que invierten directamente en empresas iniciales en fase semilla y arranque con base en España. En el ámbito autonómico, existen instrumentos similares en activo, tales como SODIGA Galicia, que es un ejemplo de fondo de capital inversión con partícipes públicos (Junta de Galicia e IGAPE) y privados (BBVA, ABANCA y Banco Popular) o la actividad que realiza el Grupo ICF (Institut Català de Finances, entidad financiera pública propiedad de la Generalitat de Cataluña), a través de ICF Capital SGEIC, la sociedad gestora que gestiona y asesora en su nombre fondos o SRC, públicas y/o privadas que aportan capital a empresas catalanas.

En cuanto a co-inversión público-privada, ENISA viene desplegando desde hace tiempo un modelo de co-financiación con inversores privados mediante el empleo de préstamos participativos. Los préstamos se proporcionan a proyectos emprendedores y PYMEs que estén invertidos o estén en posición de serlo por parte de una ECR privada. Más recientemente ha puesto en marcha *un fondo de co-inversión público-privada (Spain Startup Co-Investment Fund)* con el objetivo de atraer inversores internacionales especializados hacia emprendimientos españoles de alto potencial.

Los programas de co-inversión se utilizan para combinar recursos públicos y privados en operaciones de financiación directa de empresas. Normalmente, los fondos públicos igualan las aportaciones efectuadas por los inversores privados (por ejemplos entidades de capital privado o *business angels*) que son seleccionados y aprobados para el programa. La co-inversión es una fórmula muy efectiva para apalancar capital privado en la financiación de PYMEs y, a la vez, constituye un instrumento de polí-

tica pública para potenciar el desarrollo y la profesionalización del mercado de capital inversión en fases iniciales ya que proporciona un proceso de inversión estructurado, y también para atraer inversores internacionales si el entorno regulatorio lo permite.<sup>99</sup>

Otros ejemplos de iniciativas de co-inversión público-privada desplegadas en España para fomentar el mercado de financiación para la pyme por la vía de capital inversión que pueden destacarse son el vehículo SCR Co-inversión NEOTEC, encuadrado en la iniciativa Neotec Capital Riesgo-Programa Español de Inversión en Capital Riesgo, promovido por el CDTI en el período 2006-2012, o el fondo Isabel La Católica EFA Spain, promovido por el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) y el ICO a través de su subsidiaria de capital inversión AXIS. El vehículo del CDTI, SCR Co-inversión NEOTEC, actuaba como una entidad pública de capital inversión que coinvertía con otros fondos privados de capital riesgo previamente seleccionados en PYMEs tecnológicas españolas (actuando este modo como un fondo de coinversión). En cuanto al fondo Isabel La Católica EFA Spain, es un vehículo gestionado por el FEI que co-invierte con *business angels* y otros inversores no institucionales en empresas en fases semilla, arranque o expansión con el propósito de contribuir al fomento y desarrollo de la inversión privada informal en España. En el ámbito autonómico, el Grupo ICF antes mencionado también cuenta con un programa de co-inversión con *business angels* para potenciar el financiamiento de empresas de nueva creación o en fases iniciales mediante préstamos participativos disponibles para aquellos proyectos invertidos en firme por parte de estos inversores privados.

En materia de fondos de fondos, las iniciativas más relevantes desde el sector público español pueden resumirse en el vehículo SCR NEOTEC Capital Riesgo (CDTI), el programa Innvierte también promovido por el CDTI; y, en especial, la iniciativa Fond-ICO Global puesta en marcha por el Grupo ICO en 2013. SCR NEOTEC Capital Riesgo es un fondo de fondos producto de la colaboración entre el FEI, el CDTI, otros inversores públicos, como Fond-ICO Pymes gestionado por AXIS Participaciones Empresariales del Grupo ICO, así como la participación de otros inversores privados, en el marco del programa de capital inversión antes citado para el período 2006-2012. El cierre final de este fondo se realizó en 2006 por 183 millones EUR de los cuales 50 millones fueron aportados por el FEI. Este vehículo comprometió en dicho período la totalidad de la capacidad del programa en 14 entidades de capital privados con base en España principalmente. La iniciativa Innvierte (CDTI), puesta en marcha en 2013, comprende un programa que se instrumenta a través de la sociedad de capital riesgo Innvierte Economía Sostenible, S.A. S.C.R., la cual gestiona la participación del CDTI en varios fondos privados de capital riesgo que invierten en empresas de base tecnológica o innovadoras en distintos sectores y etapas de crecimiento. Esta gestora también invierte en empresas a través de vehículos de coinversión con inversores corporativos. Fond-ICO Global, objeto del presente informe, constituye el programa público de mayor alcance implementado hasta la fecha en nuestro país con este formato.

El gobierno español ha implementado también *esquemas de incentivos fiscales* para estimular la inversión de capital inversión en empresas pequeñas de alto potencial de crecimiento. Los incentivos han estado dirigidos a estimular la inversión que se dirige a este tipo de empresas específicamente, o que afectan a las modalidades de inversión, así como a las fórmulas de bonificación fiscal aplicables a las mismas. Desde el punto de vista de la modalidad de inversión, se han aplicado fórmulas para bonificar la inversión directa de inversores privados en empresas pequeñas o de nueva o reciente creación, e incentivos a la inversión a través de instituciones de inversión colectiva y otros vehículos de inversión. En este sentido, cabe destacar, en primer lugar, la tributación especial que afecta a las entidades de capital privado en España. Las entidades de capital privado registradas en la CNMV disfrutaban de un beneficioso régimen fiscal por el que están exentas en el 99% de las rentas que obten-

---

<sup>99</sup> OECD (2015)

gan por la transmisión de valores representativos de las empresas en que participen.<sup>100</sup> Hasta 2011, no habían a escala estatal incentivos fiscales directos para los inversores. A partir de ese año, se introdujo por primera vez un esquema de incentivos fiscales de alcance nacional a la inversión directa de terceros en pequeñas empresas de reciente creación. El beneficio fiscal consiste en la exención de ganancias patrimoniales en el IRPF por inversión de terceros en acciones o participaciones emitidas por empresas no cotizadas en mercados regulados. Las empresas deben tener, en el momento de la inversión, una antigüedad no superior a tres años y unos fondos propios no superiores a 200 mil euros. Las inversiones con derecho a bonificación no deben superar los 25 mil euros anuales ni los 75 mil euros en tres años consecutivos. Se exige, asimismo, que los inversores no posean más del 40% del capital en la empresa y un período de tenencia de las acciones de entre tres y siete años.<sup>101</sup>

Otra iniciativa importante en esta línea ha sido la introducción de nuevos incentivos para la inversión en empresas de nueva o reciente creación en el marco de la Ley de Emprendedores en vigor desde 2013.<sup>102</sup> Esta ley incorporó una nueva deducción en el IRPF que busca incentivar la inversión en empresas iniciales siempre y cuando la sociedad y el inversor cumplan con ciertos requisitos. Básicamente, consiste en permitir una deducción del 20% en su cuota íntegra estatal a aquellos que decidan invertir en proyectos emprendedores incipientes (sobre una base no superior a 50.000 euros) hasta el límite de 10.000 euros de deducción por declaración. También, la ley en el IRPF prevé la exención de las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto en la transmisión de acciones o participaciones por las que se hubiera aplicado la deducción mencionada, siempre y cuando el importe total obtenido se reinvierta en la adquisición de entidades de las mismas características. Algunas comunidades autónomas también han introducido deducciones de la misma naturaleza en su tramo autonómico de IRPF. Por otra parte, el tipo de gravamen en el impuesto de sociedades es del 15% frente al general del 25% en los dos primeros ejercicios en que una empresa de nueva creación obtenga resultado positivo, sin ningún otro requisito especial, lo que supone un ahorro del 40% en la tributación correspondiente.

### **3.2.2 Iniciativas enfocadas en la mejora de las condiciones de entorno del capital inversión**

Además de medidas de apoyo que contribuyen a incrementar de manera directa la oferta de financiación por la vía de capital inversión (garantías, préstamos y subvenciones, instrumentos de capital inversión público o incentivos fiscales específicos), los gobiernos adoptan medidas indirectas tendientes a mejorar las condiciones del entorno económico, financiero, institucional y normativo que afecta a este tipo de financiación, por una parte, y medidas del lado de la demanda tendientes a mejorar la calidad y el flujo de operaciones, por otra.

El desarrollo del sistema financiero ocupa un lugar central para potenciar la innovación y el crecimiento. El impacto de iniciativas de políticas y de reforma de los mercados y las instituciones financieras en la financiación de empresas emergentes y de PYMEs innovadoras por la vía de capital inversión ha sido ampliamente argumentado y estudiado empíricamente.<sup>103</sup> En este ámbito, además de las medidas tendientes a incrementar la disponibilidad de fondos en el mercado, se ha puesto de manifiesto la necesidad de desplegar de manera complementaria, e incluso previamente, iniciativas para desarrollar y/o crear entornos económicos, institucionales y normativos más propicios para la cultura y la iniciativa emprendedora y un mercado de capital inversión que sea más atractivo para los inversores privados o institucionales.<sup>104</sup> En los países de la OCDE, además del empleo de incentivos fiscales

---

<sup>100</sup> Siempre que dicha transmisión se produzca a partir del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición o de la exclusión de cotización y hasta el decimoquinto, inclusive (Ley del impuesto de Sociedades, artículo 55 y siguientes).

<sup>101</sup> Arce, López & Sanjuan (2011)

<sup>102</sup> Ley 14/2013, de 27 de Septiembre, de apoyo a los emprendedores.

<sup>103</sup> OECD (1997); Da Rin, Nicodano & Sembenelli (2006); Lerner (2009); Balboa, Marti & Zieling (2011); Lerner & Tag (2013)

<sup>104</sup> Lerner (2009); Lerner & Tag (2013)

específicos, la acción pública enfocada a la mejora de las condiciones del entorno del capital inversión ha girado en torno a otros tres grandes ejes de intervención: i) estimular la cultura emprendedora y fomentar la iniciativa emprendedora como opción de carrera profesional a través de iniciativas legales o formativas de carácter indirecto; ii) mejorar las estructuras, el funcionamiento y la eficiencia de los mercados de capitales, a fin de facilitar los procesos de desinversión (especialmente a través de los mercados de valores oficiales o alternativos); y iii) fortalecer el ecosistema de capital inversión mediante un mayor desarrollo del capital social, del capital humano y del nivel de información generada en y sobre este sector, tendiente a facilitar la interacción entre los agentes en el ecosistema y mejorar su funcionamiento.<sup>105</sup>

En España, las iniciativas recientes más importantes de políticas públicas dirigidas a la mejora del entorno regulatorio y legal que afecta la creación de nuevas empresas y el entorno financiero de las PYMES se enmarcan en el paquete de medidas del Plan de Estimulo Económico y Apoyo al Emprendedor presentado por el gobierno en Febrero de 2013.<sup>106</sup> Este paquete de medidas contemplaba, en primer lugar, el impulso de la desintermediación bancaria y del capital inversión, movilizándolo más de 2.000 millones de euros para la creación de un fondo de fondos público (que condujo poco después a la creación de Fond-ICO Global), la creación de una red nacional de incubadoras de empresas, el refuerzo de los programas de préstamos participativos para empresas; el impulso de la inversión privada informal (business angels) y la mejora del acceso de las empresas a esquemas de financiación para apoyar procesos de internacionalización. En segundo lugar, el plan incluía medidas para facilitar el acceso a los mercados de capitales con el fin de movilizar más de 3.000 millones de euros mediante la flexibilización del acceso al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y la creación de la línea de mediación de pagarés y bonos de empresa para facilitar la puesta en marcha del MARF. Entre las normativas más importantes desarrolladas dentro de este marco general de medidas cabe destacar el lanzamiento de la Ley de Apoyo a los Emprendedores antes mencionada, en vigor desde 2013, y más recientemente la aprobación en 2015 de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial<sup>107</sup>, con el objetivo principal de facilitar al acceso de las PYMEs a la financiación alternativa no bancaria (entre los que se incluyen los mercados bursátiles alternativos y el *crowdfunding*).

La Ley de Apoyo a los Emprendedores ha supuesto un intento de modificación de normas de naturaleza fiscal, administrativa y mercantil con las que se espera, no solo impulsar la actividad emprendedora de manera coyuntural, sino, también, abordar problemas estructurales del entorno empresarial en España (por ejemplo, la reducción o eliminación de las cargas y requerimientos administrativos para constituir una nueva empresa, la simplificación de restricciones legales que afectan el proceso emprendedor, o la revisión de la legislación de quiebra o insolvencia que afecta a las personas físicas). Entre otras consideraciones, esta ley contempla medidas que simplifican y reducen los procesos y costes administrativos, así como los formatos jurídicos, vinculados al lanzamiento de nuevos negocios; medidas de racionalización del pago del IVA para pequeñas empresas; creación de ventanillas únicas para emprendedores a través de las cuales se podrán tramitar los trámites de inicio, ejercicio y cese de actividad; incentivos fiscales para accionistas o socios inversores en pequeñas empresas emergentes como los arriba descritos; nuevas figuras mercantiles para los emprendedores, que permiten flexibilizar la normativa que afecta la liquidación de empresas y la responsabilidad de los mismos derivadas de sus deudas empresariales; o un mecanismo de “segunda oportunidad” que permite la negociación extrajudicial de deudas de empresarios, similar a la existente en otros países, de forma que el emprendedor o empresario acosado por deudas empresariales o profesionales no sufra el embargo de aquellos bienes considerados esenciales. Existe evidencia que un entorno legal y regulatorio ade-

---

<sup>105</sup> OECD (1997); Da Rin et al (2006); Lerner (2009).

<sup>106</sup> Ver Plan de Estimulo Económico y Apoyo al Emprendedor, de 23 de febrero de 2013.

<sup>107</sup> Ley 5/2015 de 27 de abril

cuado contribuye a facilitar el desarrollo del sector de capital inversión.<sup>108</sup> En cualquier caso, es aún prematuro para discernir sobre el impacto de esta ley en el ecosistema emprendedor y del capital inversión en particular puesto que se medirá a largo plazo.

Otras iniciativas regulatorias que pueden afectar directamente la financiación de las PYMEs mediante capital inversión son aquellas que regulan la forma en que las entidades de capital privado o los inversores privados se organizan y constituyen. En España, el nuevo régimen regulatorio de las entidades de capital privado de 2014<sup>109</sup> ha introducido medidas que afectan positivamente a las operaciones de estas entidades. La nueva legislación contempla, entre otras consideraciones, un nuevo ordenamiento jurídico que regula la creación de nuevas entidades de inversión —entre las que destaca la nueva figura de las ECR-PYMEs para promover la financiación de empresas en sus primeras etapas de desarrollo—, al tiempo que supone una revisión del régimen de capital privado para fomentar una mayor captación de fondos, que permita la financiación de un mayor número de empresas. Las denominadas ECR-PYMEs cuentan con un régimen financiero más flexible que las entidades de capital privado tradicionales ya que pueden efectuar un mayor uso de instrumentos financieros de deuda. Además, se han agilizado y reducido las cargas administrativas en el régimen de las entidades de capital privado lo que contribuye a simplificar el procedimiento de registro en la CNMV de una manera significativa.

La regulación que gobierna el tipo de instituciones que pueden invertir en capital inversión en diferentes etapas de desarrollo (entidades financieras, fondos de pensiones o compañías de seguros) influye también en el volumen de capital disponible para capital inversión. La normativa que afecta a los mercados de valores, incluyendo los mercados secundarios, constituyen un factor importante que afecta las decisiones de inversión por esta vía. Un mercado integrado de servicios financieros es necesario para proporcionar más capital para la inversión, incluyendo en ello fuentes de capital privado como el *venture capital* o los *business angels*. Para reciclar la riqueza financiera son necesarios mercados de valores y estructuras legales de inversión eficientes en la medida que el retorno de la inversión de capital inversión se basa en desinversiones (positivas) realizadas a través de ventas a terceros (fusiones y adquisiciones) o salidas a Bolsa en los mercados de valores. La importancia de las desinversiones y la existencia de mercados adecuados para las mismas es un elemento central del ciclo del capital inversión (captación fondos, inversión y desinversión). Los fondos de capital inversión se estructuran de una manera que es necesario desinvertir dentro del ciclo de vida del fondo, normalmente 10 años, de forma que los inversores en el fondo realicen sus plusvalías (o pérdidas), y reinvertir los ganancias en otros proyectos o empresas. Saber cuándo desinvertir y estar dispuesto a hacerlo, incluso en el caso que la salida sea negativa, es para los inversores de capital inversión un factor tanto o más importante que la propia decisión de inversión inicial. El papel de la intervención pública en esta área es limitada si bien algunos países despliegan medidas para reducir los costes de salida a Bolsa o para mejorar los sistemas legales que afectan las desinversiones.

La aprobación de la citada Ley de Fomento de la Financiación Empresarial contempla algunas medidas con incidencia en el mercado de capital inversión y viene a complementar medidas destinadas a promover la financiación no bancaria como la citada reforma del régimen de las entidades de capital privado. En España, el desarrollo de los denominados mercados alternativos de valores para empresas pequeñas emergentes se viene desarrollando desde 2009 con la admisión de este tipo de empresas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), y desde 2013 con la puesta en marcha del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) para facilitar financiación no bancaria a las PYMEs mediante la creación de un mercado alternativo de renta fija privada con el que las empresas puedan financiarse mediante la emisión de bonos. El MAB persigue esencialmente ampliar las opciones de financiación externa alternativas de pequeñas empresas de alto potencial de crecimiento. La nueva ley de financiación em-

---

<sup>108</sup> Armour & Cumming (2006); Balboa & Martí (2011) Bonini & Alkan (2012)

<sup>109</sup> Ley 22/2014, de 12 de Noviembre, de nuevo régimen de las ECR

presarial contempla, en el marco de diversas fórmulas para mejorar el acceso y funcionamiento de los mercados de capitales, el despliegue de medidas para potenciar el MAB, flexibilizando el tránsito desde este mercado alternativo hacia la Bolsa de aquellas compañías cuyo desarrollo y crecimiento requiera la cotización en este mercado oficial.<sup>110</sup> Con esta ley, España se ha sumado a una nueva ronda de medidas para potenciar el acceso a la financiación de las PYMEs a través de vías alternativas en línea con las iniciativas propuestas en el reciente Libro Verde de la Comisión Europea sobre la construcción de una Unión de los Mercados de Capitales. Las iniciativas propuestas en este plan de acción a medio plazo persiguen profundizar el desarrollo de las vías de financiación no bancaria para la pyme mediante la eliminación de barreras o restricciones que entorpecen una conexión eficiente entre los oferentes (inversores) y demandantes de financiación (emprendedores y empresarios).<sup>111</sup>

### 3.2.3 Iniciativas del lado de la demanda

Las acciones de este tipo comprenden aquellas iniciativas públicas cuyo propósito es incrementar la calidad y cantidad de las operaciones de financiación mediante capital inversión. Se incluyen aquí el tipo de medidas destinadas a fomentar una mayor cultura emprendedora en la sociedad o para propiciar un mayor desarrollo del ecosistema emprendedor en general, de las competencias profesionales, tanto de emprendedores como de inversores, e incluso de “redes sociales” (incubadoras, aceleradoras, redes de *business angels* y plataformas participativas (*crowdfunding*) en dicho ecosistema.

El principal argumento para considerar el empleo de este tipo de medidas es que, más allá de los instrumentos o incentivos que se empleen para inducir una mayor oferta, un sector de capital inversión difícilmente podrá desarrollarse e incluso sostenerse si no existen oportunidades de inversión atractivas. El desarrollo de un mercado de capital inversión activo no dependería solo de la disponibilidad de fondos exclusivamente sino, a la vez, de que los emprendedores y los inversores puedan recoger los frutos económicos de su actividad. Si no existe un entorno y un ecosistema emprendedor adecuado es muy difícil que los emprendedores tengan éxito o que sean más proclives a emprender. De ahí la importancia de las intervenciones públicas que contribuyan a alentar e incentivar el atractivo de la iniciativa emprendedora y la inversión de recursos y esfuerzos en la misma.<sup>112</sup> Las reflexiones de Lerner en este punto resultan muy útiles.<sup>113</sup> En primer lugar, considera que la iniciativa emprendedora no puede considerarse un fenómeno en sí mismo susceptible de ser estimulado independientemente del entorno en el que toma lugar. Por tanto, antes de dedicar recursos a programas públicos directos para estimular la oferta de capital inversión, sugiere abordar primero aquellas restricciones o barreras no financieras que entorpecen o impiden la actividad emprendedora, de forma de generar un entorno más productivo y más proclive a la iniciativa emprendedora en el que los emprendedores y los empresarios puedan operar. En segundo lugar, considera que la mejora de los procesos de transferencia de tecnología desde los sistemas universitarios o generadores de conocimiento es un factor clave. Para ello, desde la perspectiva de la intervención pública para alentar la iniciativa emprendedora y la actividad de capital inversión, resulta esencial desarrollar las capacidades de las oficinas de transferencia de tecnología (OTRIs), instruir a los emprendedores tecnológicos y al personal de tales oficinas en el proceso emprendedor y evaluar en cada momento la forma en que dicha transferencia toma lugar, el sistema de incentivos imperante y sus consecuencias. La mejora de las capacidades de gestión de científicos, ingenieros y de los propios gestores de las OTRIs contribuye al fortalecimiento de la actividad emprendedora y a la emergencia de proyectos emprendedores de calidad. En tercer lugar, recomienda que los modelos de transacciones se adecúen progresivamente a los modelos aceptados como mejores prácticas al nivel internacional, evitando de este modo un encuadre excesivo en los marcos

---

<sup>110</sup> Palá Laguna & Cuervo-Arango (2015). Arnal Martínez & Bravo Álvarez (2015)

<sup>111</sup> Comisión Europea (2015).

<sup>112</sup> Da Rin et al (2005); Tykvová et al (2012)

<sup>113</sup> Lerner (2009)



normativos locales (por ejemplo, normativas fiscales o de regulación de la actividad de capital inversión). Por último, subraya la importancia de la educación emprendedora para facilitar el desarrollo de un mercado de capital inversión activo. Para ello, es preciso situar la educación en tres niveles principales: i) hay que educar a través de una mayor y mejor información de y sobre el mercado de capital inversión a disposición de los distintos agentes del ecosistema (el gobierno puede jugar un papel en recoger y generar esta información, o bien estimular (financiar) a las asociaciones o entidades privadas a que lo hagan); ii) hay que formar a los emprendedores en el funcionamiento del sector de capital inversión (qué buscan los inversores, cómo adoptan sus decisiones; qué enfoques de inversión; qué pueden aportar; etc.); y iii) es necesario ampliar el conocimiento del propio sector público sobre los retos que supone un mayor desarrollo de la iniciativa emprendedora y del capital inversión como instrumento de financiación.

En España, según expertos en el mercado de *venture capital*, las barreras culturales tradicionalmente han sido uno de los principales frenos para el desarrollo de este mercado en nuestro país, y no tanto la mayor o menor disponibilidad de fondos para determinados segmentos de inversión en empresas en fases iniciales. El desconocimiento sobre el funcionamiento y ventajas del capital inversión, o simplemente la falta de información de mercado y del mercado entre los emprendedores o las empresas, parecen haber determinado en gran medida el bajo perfil de la demanda de esta vía de financiación en nuestro país.<sup>114</sup> El sector público no debería intentar “crear” un ecosistema emprendedor, entendido como un sistema interconectado de individuos e instituciones (emprendedores, empresas, gobierno e instituciones educativas). No obstante, el gobierno puede contribuir a su desarrollo o fortalecimiento proporcionando incentivos (por ejemplo, un marco legal y regulatorio apropiados, incentivos financieros, etc. como hemos visto anteriormente), o bien desplegando programas de apoyo del lado de la demanda. La colaboración en esta línea con asociaciones sectoriales como ASCRI a escala nacional o EVCA a escala europea, las cuales realizan una ingente labor en materia de producción de información y datos sobre el sector y el mercado de capital privado y de formación de profesionales, contribuye significativamente a una mayor difusión y conocimiento del mismo. Iniciativas como *Rising Startup Spain*, el programa del ICEX dirigido a emprendedores extranjeros que establezcan su emprendimiento en España, proporcionan incentivos y ayudas que pueden suponer el arranque de verdaderos proyectos de alto crecimiento y el desarrollo de talento local.

Asimismo, existe evidencia de la importancia del desarrollo del capital social y las redes de contacto locales y globales en un ecosistema emprendedor. Por ejemplo, las empresas de alto potencial necesitan expandirse internacionalmente, y las redes de contacto son, con frecuencia, un factor clave para facilitar dicho crecimiento. En el área de financiación en etapas iniciales de desarrollo, muchos países han puesto en marcha programas en los últimos años para apoyar y/o regular el desarrollo de “redes sociales” en forma de aceleradoras, redes de *business angels* y más recientemente plataformas online de financiación como el *crowdfunding*.<sup>115</sup> En general, estas iniciativas buscan conectar empresas en fases semilla o arranque, pero también en fases de desarrollo y expansión, con inversores, y en algunos casos proporcionan, adicionalmente, servicios de apoyo y acompañamiento (*mentoring*). En España, el Ministerio de Industria, Energía y Turismo viene fomentando desde 2010 la creación, desarrollo y profesionalización de las redes de inversores privados (*business angels*), las cuales desarrollan servicios de intermediación entre empresas emprendedoras y potenciales inversores. El programa, además, favorece el establecimiento de nuevas redes en aquellas regiones en las que no existan, con la finalidad de promover y facilitar la financiación de nuevos proyectos empresariales. Las ayudas convocadas están abiertas a aquellas entidades que tengan personalidad jurídica propia, pública o privada, demuestren un potencial cierto para atraer inversores, tengan capacidad para evaluar y promover la

---

<sup>114</sup> Red.es (2008).

<sup>115</sup> OECD (2015)

inversión en proyectos de innovación de PYMEs emprendedoras y sean capaces de cooperar con los diferentes agentes que actúan en el ámbito de la creación de empresas y la innovación (agencias de desarrollo, parques y centros tecnológicos, etc.). En cuanto al *crowdfunding* de corte financiero<sup>116</sup> (financiación participativa a través de plataformas online), la reciente Ley de Fomento de la Financiación Empresarial contempla por primera vez su regulación en España en el marco de medidas para apoyar el acceso de las empresas a fuentes de financiación no bancarias (en este caso de los hogares).<sup>117</sup> La regulación proporciona una cobertura jurídica clara a este tipo de actividades, que han venido creciendo exponencialmente en nuestro país desde 2014, y ha sido resultado de la negociación entre el gobierno y una agrupación de plataformas de *crowdfunding* financiero operando en el mercado español.

---

<sup>116</sup> El *crowdfunding* de componente financiero refiere a una financiación participativa a través de préstamos o de la emisión de valores (capital inversión) frente a financiación participativa a través de recompensas o donaciones.

<sup>117</sup> Palá Laguna & Cuervo-Arango (2015)

## 4 El caso de Fond-ICO Global

### 4.1 El contexto del lanzamiento de la iniciativa Fond-ICO Global

#### 4.1.1 La financiación de las PYMEs en un marco de restricción crediticia prolongada

La Comisión Europea define pequeña y mediana empresa (pyme) como una empresa con una plantilla no superior a 250 empleados y con una cifra de negocios menor o igual a 50 millones, o un balance anual total menor o igual a 43 millones de euros.<sup>118</sup> Dentro de este grupo, se consideran como:

- *micro-empresas*, aquellas empresas con menos de 10 empleados y una cifra de negocios menor o igual a 2 millones de euros, o un balance anual total menor o igual a 10 millones de euros;
- *empresas pequeñas*, aquellas con una plantilla entre 11 empleados y 50 empleados y una cifra de negocios entre 3 y 10 millones, o un balance anual total entre 3 millones y 10 millones de euros; y, finalmente, como
- *empresas medianas*, aquellas empresas con una plantilla entre 51 y 250 empleados y una cifra de negocios entre 11 y 43 millones de euros.

En España, las PYMEs son la principal fuente de creación de empleo y crecimiento económico. Por ejemplo, en 2013, el año de lanzamiento de Fond-ICO Global, el 99,9% de las empresas no financieras eran PYMEs, las cuales daban empleo al 74,7% de la fuerza laboral y generaban el 64,8% del valor añadido total. De estas empresas, el 93,8% eran microempresas, el 5,4% eran empresas pequeñas y el 0,7% eran empresas medianas. Esta estructura empresarial no se ha modificado durante los años de la crisis. Sin embargo, la otra cara del amplio predominio de las micro-empresas y empresas pequeñas pone de manifiesto la carencia relativa de empresas de tamaño mediano capaces de aprovechar las oportunidades de crecimiento internacional en la economía global bajo el paraguas de empresas de gran dimensión, como ocurre en otros países europeos como Reino Unido o Alemania. Además, España es el país europeo, con la excepción de Italia, donde la gran empresa presenta el perfil más bajo en términos de su contribución al valor añadido generado (35,2% del total) y a la generación de empleo (25,2% del total).<sup>119</sup>

Cuadro 2. Estructura empresarial por tamaño de empresa en España, UE27, Alemania, Italia y Reino Unido

	ESP	UE-27	ALE	FRA	ITA	RU
<b>Empresas (% de empresas)</b>						
Micro (0-9 trabajadores)	93,8	92,1	81,8	93,9	94,4	89,4
Pequeñas (10-49 trabajadores)	5,4	6,6	15,1	5,1	5,0	8,7
Medianas (50-249 trabajadores)	0,7	1,1	2,6	0,8	0,5	1,5
Grandes (+250 trabajadores)	0,1	0,2	0,5	0,2	0,1	0,4
<b>Valor añadido (% del VA total)</b>						
Micro (0-9 trabajadores)	27,5	21,2	15,4	26,1	29,9	18,6
Pequeñas (10-49 trabajadores)	20,6	18,3	18,6	17,2	22,0	14,9
Medianas (50-249 trabajadores)	16,7	18,3	20,2	15,0	16,4	16,3
Grandes (+250 trabajadores)	35,2	42,2	45,8	41,8	31,8	50,2
<b>Empleo (% de las personas ocupadas)</b>						
Micro (0-9 trabajadores)	39,7	28,8	18,5	29,1	45,9	18,3
Pequeñas (10-49 trabajadores)	21,1	20,4	23,2	19,0	21,5	18,0
Medianas (50-249 trabajadores)	13,9	17,4	20,5	15,5	12,4	16,0
Grandes (+250 trabajadores)	25,2	33,4	37,7	36,4	20,2	47,7

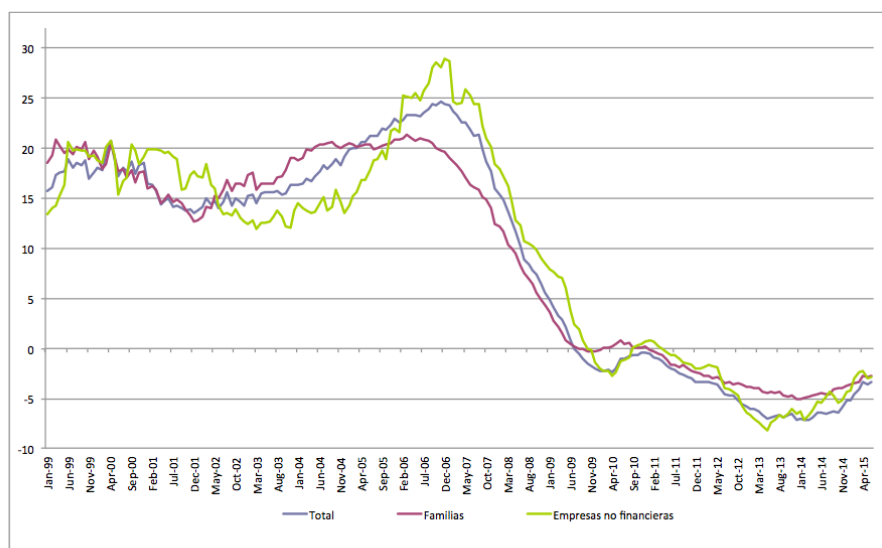
<sup>118</sup> European Commission (2003)

<sup>119</sup> Informe Fundación BBVA – Ivie (2014)

En el entorno financiero de las PYMEs, las restricciones tradicionales para acceder a la financiación externa se han visto fuertemente exacerbadas en Europa por la aguda contracción crediticia tras la crisis financiera desde 2008. El continuo declive de los costes de financiación bancaria desde 2009 no se ha reflejado en un cambio de tendencia en la evolución de la concesión de créditos a empresas no financieras. La concesión de nuevos créditos se ha mantenido estancada desde entonces, y aunque el volumen de nuevos créditos parece haber alcanzado su cota mínima desde 2009, las perspectivas en el entorno financiero de las PYMEs no vislumbran un cambio de tendencia.<sup>120</sup>

En los países que experimentaron una fuerte shock bancario como España, Grecia o Irlanda, los efectos de la crisis financiera y bancaria afectaron con especial crudeza sus economías reales incrementando los niveles de incertidumbre e instaurando el racionamiento del crédito y una menor disponibilidad de fondos para la inversión, como lo evidencian los indicadores financieros o crediticios. La fuerte contracción del crédito en España desde la crisis financiera puede entenderse, al menos en parte, como una corrección de los niveles de sobre-endeudamiento de las empresas en el período previo a dicha crisis. Esto afectó gravemente la financiación de las PYMEs, especialmente en el período 2007-2013 en que se experimentó una fuerte caída del volumen del crédito tanto para las PYMEs como las grandes compañías no financieras.

Figura 13. España. Evolución del crédito al sector no financiero. 1995-2015 (Variación respecto al año anterior)



Fuente: Banco de España

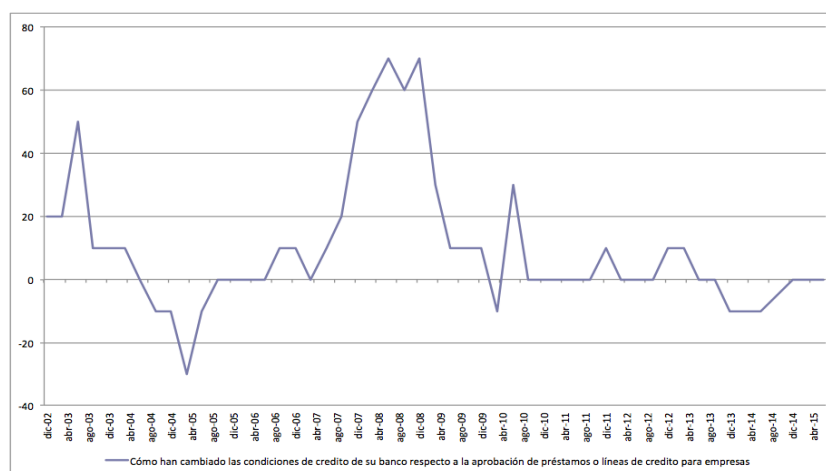
Asimismo, el período estuvo caracterizado por un endurecimiento de las condiciones y estándares para concesión de nuevos créditos, especialmente para préstamos inferiores a 1 millón de euros (alta prima de riesgo, diferencial elevado (spread) entre préstamos a PYMEs y a grandes empresas, etc.).<sup>121</sup>

<sup>120</sup> Kraemer, Signore & Prencipe (2016); Banco de España, Enero 2016.

<sup>121</sup> A partir de 2014 la economía española ha dado signos de recuperación como resultado del crecimiento de la exportaciones y el fortalecimiento del consumo interno. Como resultado, se ha producido un leve aumento del volumen de crédito y de relajación de las condiciones de financiación para las PYMEs, conjuntamente con indicios de recuperación en la inversión y en los beneficios empresariales.

Figura 14.

España. Cambio en las condiciones crediticias para las empresas en relación con la aprobación de préstamos o líneas de crédito - (2002-2015)



Fuente: Banco de España

En España, en particular, la descapitalización bancaria y la contracción crediticia, medida ésta por la evolución de nuevos créditos a empresas no financieras desde 2009, han contribuido adicionalmente a agudizar los problemas tradicionales de financiación de las PYMEs y re-situar el capital privado como una opción alternativa posible. Las empresas innovadoras en fases tempranas de desarrollo son las que experimentan las mayores dificultades para acceder a las fuentes de financiación tradicionales, tanto bancaria como a través de los mercados bursátiles oficiales. Frente a estas restricciones, los equipos gestores no han tenido otra opción que prolongar el papel de la autofinanciación interna (equipo gestor, familia, etc.) hasta donde sea posible y buscar capital adicional para alcanzar sus objetivos de desarrollo o crecimiento en fuentes alternativas como los *business angels*, los fondos de *venture capital* o el capital riesgo corporativo. Algunos estudios sugieren que el severo impacto de la crisis no solo ha afectado la oferta sino, también, a la demanda de capital privado, y que esto ha conducido a un incremento de la demanda de estas formas de financiación alternativas por parte de empresas que antes hubieran optado por la financiación bancaria.<sup>122</sup> A fin de mejorar el acceso a la financiación de las PYMEs, muchos estados miembros de la UE comenzaron a impulsar y desarrollar fuentes de financiación menos dependientes del sistema bancario. España no ha sido la excepción como evidencian las iniciativas antes comentadas, con especial mención del Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor como marco de referencia.

#### 4.1.2 El capital privado en España: Un mercado en vías de desarrollo

En cuanto al mercado de capital privado español, se trata de un mercado todavía muy estrecho tanto al nivel de la oferta como de la demanda, en especial en los segmentos de *venture capital* (semilla y arranque) y expansión. El sector arrastra problemas estructurales persistentes como la escasa presencia de inversores institucionales o corporativos en el ecosistema de *venture capital*, o la existencia de una gran número de fondos de pequeña dimensión por tanto, poco atractivos para la inversión institucional.

Del lado de la demanda, el sector se enfrenta, además, con una escasez relativa de PYMEs “invertibles” por esta vía. Por una parte, en la estructura empresarial española predominan ampliamente las microempresas, lo que determina un tamaño medio muy por debajo de la media europea.<sup>123</sup> Por otro

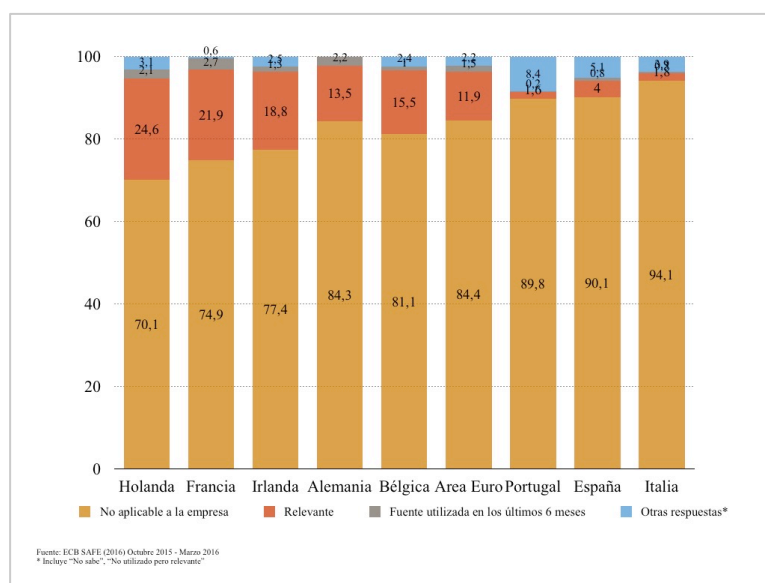
<sup>122</sup> Pelly & Kraemer-Eis (2011)

<sup>123</sup> Informe Fundación BBVA – Ivie 2014, European Commission (2015), FICOPYME (2015)

lado, algunos autores han señalado, adicionalmente, que el bajo perfil de la demanda de capital inversión en España puede atribuirse a la estructura sectorial que ha caracterizado el modelo productivo de crecimiento previo a la crisis financiera o a los efectos de una cultura empresarial, emprendedora e innovadora poco desarrollada en nuestro país.<sup>124</sup> El elevado peso relativo en la economía española de sectores de actividad mayormente intensivos en mano de obra, y por tanto poco intensivos en capital basado en conocimiento (I+D e innovación), ha determinado un impacto significativo en este sentido. Estos sectores, entre los cuales destaca el sector de la construcción, han sido tradicionalmente muy poco propensos a la búsqueda de esta fórmula de financiación —un factor sensiblemente agravado durante la fase de crecimiento previa a la crisis en razón de la alta disponibilidad de crédito a unos costes de financiación muy accesibles. De otro lado, hay que considerar que son sectores que por su naturaleza resultan muy poco atractivos para el capital privado.

Los resultados de la encuesta periódica SAFE<sup>125</sup>, realizada por el Banco Central Europeo y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas europeas, avalan el menor desarrollo relativo del mercado español de capital privado. Las PYMEs españolas siguen percibiendo el capital inversión como un instrumento de escasa relevancia para su desarrollo empresarial en comparación con otros instrumentos. Solo un 4% de los empresarios españoles indicaron que era relevante en su estructura financiera, mientras un 90,1% lo percibe como fórmula no aplicable a su empresa, frente al 11,9% y 84,3% del total de respuestas de empresarios europeos respectivamente, o el 15,5% y 81,05% en Bélgica; el 13,5% y 84,2% en Alemania, el 21,8% y 74,9% en Francia, o el 18% y 77,4% en Irlanda.

**Figura 15. Percepción del capital privado como fuente de financiación**



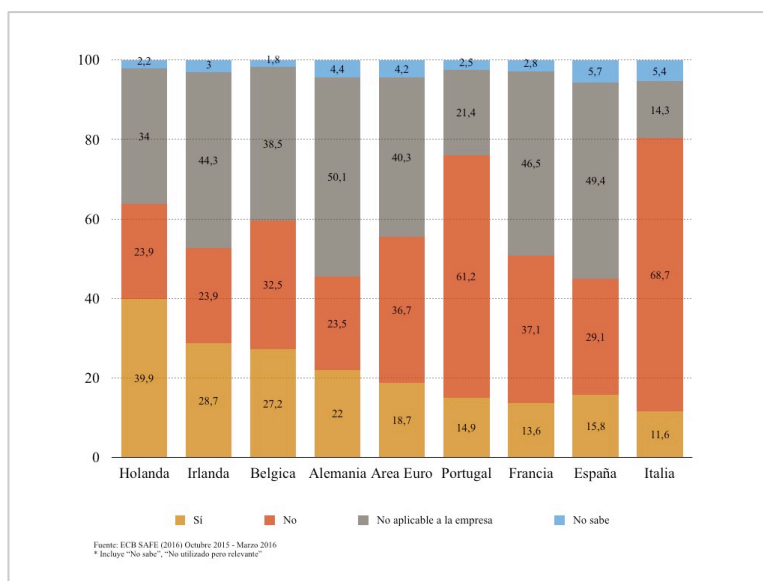
Preguntadas sobre su confianza en esta fórmula de financiación (“confianza en la negociación con inversores de capital privado”), las PYMEs españolas, sin embargo, se muestran más confiadas en comparación con el conjunto de PYMEs de la UE encuestadas (un 15,8% frente al 18,7% del total de respuestas respectivamente), mientras que las que muestran una mayor desconfianza son menos entre los empresarios españoles que en la UE globalmente considerada (un 29,1% frente al 36,7% respectivamente). A pesar de ello, un dato importante en este punto es que un mayor porcentaje de empresarios españoles piensa que esta cuestión no es aplicable a su realidad empresarial (un 46,4% de las PYMEs españolas frente al 40,3% en la UE). En consecuencia, no se trataría pues de un problema de

<sup>124</sup> Navarro et al (2015).

<sup>125</sup> SAFE (2015)

confianza de los empresarios españoles respecto del capital privado como fórmula de financiación externa alternativa frente a otra, sino más bien a una determinada autopercepción respecto al (escaso) encaje de sus negocios con este instrumento, o debido a una escasa cultura financiera reflejo a su vez de mercados de capitales poco desarrollados. Normalmente, las PYMEs españolas, entre las cuales existe una proporción muy elevada de empresas de propiedad familiar, son tradicionalmente reticentes a abrir la propiedad a socios capitalistas externos, lo que limita el flujo de oportunidades de inversión en sector de capital privado. Es importante, por tanto, prestar apoyo a los emprendedores, así como a los propietarios y gestores de las PYMEs, a entender las diferentes fórmulas de financiación externa alternativas y su funcionamiento.<sup>126</sup>

Figura 16. Confianza en la negociación con inversores de capital privado



## 4.2 El modelo de Fond-ICO Global

### 4.2.1 Puesta en marcha, propósito y objetivos de programa

En este contexto, el Gobierno español, paralelamente al proceso de estabilización del conjunto sistema financiero español, comenzó a implementar y desplegar entre 2008 y 2013 diversas iniciativas para facilitar el acceso a la financiación de las PYMEs y mejorar las condiciones del ecosistema emprendedor (medidas para mejorar el acceso al crédito, nuevos marcos normativos y fiscales para apoyar a la creación y desarrollo de nuevos negocios, reformas en instrumentos existentes de financiación alternativa no bancaria o creación de nuevas plataformas (como las entidades de capital riesgo o los mercados alternativos de valores) o medidas para potenciar la oferta de capital inversión para PYMEs, como ha sido el caso de la iniciativa Fond-ICO Global.

Concretamente, el lanzamiento en 2013 de Fond-ICO Global como fondo de fondos público en España se enmarca en el conjunto de políticas y medidas para fomentar el acceso de las PYMEs a fórmulas alternativas de financiación del citado Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor. Fond-ICO Global FCR inicia sus actividades en Mayo de 2013 como un instrumento del Instituto de Crédito Oficial (ICO) con el objetivo de promover la creación de fondos de capital inversión de gestión privada que realicen inversiones en empresas españolas en diferentes sus fases de desarrollo. La finalidad última del programa de capital inversión basado bajo un modelo de fondo de fondos público es

<sup>126</sup> Navarro et al (2015).

estimular la financiación no bancaria de proyectos que combinen innovación y crecimiento emprendedor, impulsando la inversión en empresas iniciales y en fases más avanzadas de su desarrollo, mejorando su competitividad e internacionalización. Fond-ICO Global se implementó inicialmente con una dotación 1.200 millones de euros (posteriormente ampliada a 1.500 millones en Noviembre de 2015) con dos metas de impacto iniciales principales: contribuir, en un período de inversión de 4 años, a la creación de más de 40 nuevas entidades de capital privado operando en diferentes segmentos de inversión, y actuar como “inversor ancla”, es decir, como catalizador y movilizador de al menos 3.000 millones de euros de inversiones en España.

Fond-ICO Global es gestionado por AXIS Participaciones Empresariales SGEIC., la sociedad gestora de entidades de capital inversión participada al 100% por el ICO. La implementación del Fondo comenzó, en una primera fase, con el lanzamiento de una concurso público internacional con la finalidad de contratar los servicios de un asesor externo cuya misión iba a consistir en asistir a la gestora en el diseño, implementación y seguimiento del fondo de fondos público en cuestión, participar en el proceso de evaluación y selección (*due diligence*) de los fondos objetivo y controlar la actividad inversora desplegada por los fondos eventualmente participados. El adjudicatario seleccionado por AXIS para la prestación de estos servicios de asistencia y asesoramiento fue Arcano Asesores Financieros.

## 4.2.2 Estrategias de inversión

### 4.2.2.1 Características de los fondos objetivo

Fond-ICO Global tiene como objeto invertir en entidades de capital privado de nueva creación, de gestión mayoritariamente privada, que inviertan en todas las fases del ciclo de financiación de las empresas, desde empresas emergentes establecidas en fase de desarrollo inicial —que buscan validar su tecnología o concepto/modelo de negocio, consolidar su plataforma de crecimiento para aumentar su escala, priorizar sus oportunidades de crecimiento o penetrar mercados, etc., hasta PYMEs establecidas en procesos de expansión en fases más avanzadas y a mayor escala que buscan acceder y movilizar recursos para crecer, desarrollar el equipo gestor, expandirse internacionalmente, realizar adquisiciones o desarrollar de sistemas y recursos organizacionales, o empresas que se encuentran en procesos de reestructuración o revitalización, etc. El Cuadro 3 muestra una ficha con los datos elementales de Fond-ICO Global.

**Cuadro 3. Fond-ICO Global FCR - Elementos principales**

<b>Constitución del fondo</b>	Inscrito en la CNMV el 24 de Mayo de 2013
<b>Forma legal</b>	Fondo de capital riesgo de régimen simplificado (fondo de fondos)
<b>Participes</b>	ICO (100%)
<b>Capital comprometido</b>	1.500.000.000 euros
<b>Duración del fondo</b>	16 años, ampliables por períodos de dos años sucesivos a decisión de la sociedad gestora, aprobada por el ICO y CNMV.
<b>Período de inversión</b>	4 años
<b>Gestión del fondo</b>	AXIS Participaciones Empresariales SGEIC – Con registro en la CNMV de 19 de diciembre de 1986 –Único accionista: ICO
<b>Comisión de gestión</b>	0,5% del patrimonio total comprometido

Fuente: AXIS Participaciones Empresariales (2016). Informe de actividad, Junio de 2016



Fond-ICO Global despliega una estrategia de inversión en fondos de capital inversión de gestión totalmente privada que estén registrados como tales en algún país de la OCDE y que operen en los siguientes segmentos:

- i) *Venture capital* (financiación *semilla*, *arranque* y *crecimiento inicial*);
- ii) *Capital expansión* (incluyendo aquellos fondos que financien operaciones de adquisición apalancada (*buyouts*) o de reestructuración o revitalización de PYMEs que experimenten dificultades financieras u operativas (*distressed companies*)).
- iii) *Incubación* (fondos enfocados en inversiones en fase pre-semilla, semilla o transferencia de tecnología, incluyendo incubadoras o aceleradoras con vehículos de inversión); y
- iv) *Fondos de inversión especializados en deuda corporativa* (para empresas sin acceso a los mercados de capitales en diferentes etapas de desarrollo empresarial)

El Cuadro 4 a continuación incluye una descripción de algunas de las características básicas de los cuatro tipos de fondos objetivo extraídas de las bases de las convocatorias públicas que la sociedad gestora de FID implementa para la selección de los mismos.

Cuadro 4. Fond-ICO Global FCR – Características de los fondos objetivo

CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS OBJETIVO	Estrategias de inversión			
	VENTURE CAPITAL	CAPITAL EXPANSIÓN	INCUBACIÓN	FONDOS DE DEUDA
<b>Nacionalidad</b>	Española / OCDE – Constituido o en vías de serlo – Registrado en CNMV u órgano equivalente			
<b>Inversiones objetivo</b>	Empresas no cotizadas con menos de 5 años de vida	Empresas no cotizada con al menos 3 años de vida	Empresas no cotizadas con menos de 2 años de vida, o <u>spin-off</u> de entidades de investigación o universitarias, sin límite máximo de inversión	PYMEs no cotizadas con al menos 3 años de vida previos a la inversión de Fond-ICO Global  Excluidos los sectores inmobiliario y financiero
<b>Rango de inversión</b>	Entre 250K-10M para inversiones en España (en capital social, quasi capital, préstamos participativos y/o inversión en deuda)	Entre 2M-100M para inversiones en España (en capital social y/o causi capital (mezzanine))	Hasta 500K en el capital social o prestamos participativos	Hasta 75M en deuda (senior, mezzanine, unitranche)
<b>Titularidad de la ECR / SGCR</b>	100% capital privado –  Capital de fondo mayoritariamente privado incluyendo participación de Fond-ICO Global  Participación de entes públicos autonómicos o locales: la suma de dicha participaciones y la de Fond-ICO Global nunca deberá ser superior a límites de inversión establecidos para Fond-ICO Global y nunca podrán tener un compromiso en el fondo superior al de Fond-ICO Global	100% capital privado  Capital de fondo mayoritariamente privado incluyendo la participación de Fond-ICO Global  No podrán participar entes públicos autonómicos o locales	100% capital privado –  Al menos 4 años de experiencia en incubación/transerencia de tecnología  Participación de entes públicos autonómicos o locales: la suma de dicha participaciones y la de Fond-ICO Global nunca deberá ser superior a los límites de inversión establecidos para Fond-ICO Global y nunca podrán tener un compromiso en el fondo superior al de Fond-ICO Global	100% capital privado –  No participación pública directa o indirecta
<b>Antigüedad / trayectoria</b>	Antigüedad inferior o igual a 24 meses desde el momento de su autorización registro en la CNMV o en otro órgano regulador de la OCDE cuando la legislación que le resulte de aplicación así lo exija.  En <i>incubación</i> (adicional): Inversiones ya realizadas: Antigüedad inferior o igual a 6 meses - Al menos 4 años de experiencia en incubación/transerencia de tecnología			

Fuente: Basado en “Bases para la selección de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo o sociedades de capital riesgo autogestionadas de fondos de *Venture capital*, Incubación y Capital Expansión”, AXIS Participaciones Empresariales, Julio 2016.

ECR: Entidad de Capital Riesgo – SGCR: Sociedad Gestora de Capital autogestionada - TOF: Tamaño objetivo del fondo – EG: Equipo gestor del fondo

### 4.2.3 Proceso de inversión

#### 4.2.3.1 *Pre-inversión: Evaluación y selección de los fondos participados*

La selección de los fondos objetivo se efectúa a través de convocatorias públicas, a lo largo del período de inversión previsto de 4 años, conforme a los principios de publicidad, concurrencia, igualdad y transparencia. Hasta Septiembre de 2016, se habían realizado 7 convocatorias, la primera lanzada a finales de Septiembre de 2013 y la séptima lanzada en Julio 2016 y cerrada dos meses más tarde. Las siete convocatorias han dirigido la inyección de fondos hacia entidades de capital privado de nueva creación con arreglo a la estrategia de inversión en los segmentos arriba descritos, con especial mención de fondos de *venture capital* y capital expansión.

Previamente a cada convocatoria, la gestora de Fond-ICO Global analiza la situación del mercado de capital inversión de forma de poder ajustarla a las necesidades del sector y definir las áreas de focalización para la inyección de los recursos. Las bases entre una convocatoria u otra pueden, por tanto, ser modificadas como resultado de dicho análisis previo si bien las condiciones tienden a repetirse en la mayoría de las ocasiones. Un ejemplo de este enfoque adaptativo ha sido la incorporación de los fondos de deuda para empresas emergentes en la estrategia de inversión del Fondo.

El proceso de selección de los fondos objetivo está estructurado en dos fases: i) una fase de cualificación en la que los candidatos deben acreditar que cumplen los “requisitos de capacidad” establecidos en las bases de las convocatoria en cuestión; y ii) una fase de evaluación en la cual se evalúan las ofertas que hayan superado la primera fase. Para su cualificación en el proceso de selección, además de cumplir con las condiciones descriptas en el Cuadro 4, los fondos candidatos deben concretar y especificar en sus propuesta aspectos tales como: el tamaño objetivo del fondo, la inversión solicitada al Fondo, el compromiso de inversión en empresas españolas, los antecedentes y experiencia del equipo gestor promotor y del fondo en cuestión, el compromiso de inversión por parte del equipo gestor promotor, las comisiones de gestión y éxito, los métodos de valoración de la cartera o las políticas de buen gobierno. El Cuadro 5 muestra una breve descripción de los requisitos de capacidad exigidos a los fondos candidatos.

**Cuadro 5. Otros requisitos de capacidad para los fondos objetivo**

<b>OTROS REQUISITOS DE CAPACIDAD PARA LOS FONDOS OBJETIVO</b>	<b>VENTURE CAPITAL</b>	<b>CAPITAL EXPANSIÓN</b>	<b>INCUBACIÓN</b>	<b>FONDOS DE DEUDA</b>
<b>Antecedentes / Experiencia del EG</b>	Al menos 1 miembro con experiencia previa en una ECR durante todo el período de inversión, y al menos 1 miembro con experiencia en inversiones.  Mínimo un miembro con experiencia en inversiones en España	Al menos 2 miembros con experiencia previa en una ECR durante todo el período de inversión.  Mínimo un miembro con experiencia en inversiones en España	Al menos 1 miembro con experiencia en inversiones de incubación / transferencia de tecnología y/o gestión de la SGCR, y al menos 1 miembro con experiencia en los sectores que participe.  Al menos un miembro con dedicación exclusiva	Al menos 2 miembros con experiencia previa como miembros de EG de una ECR o de un fondo o vehículo de inversión en deuda durante todo el período de inversión.  Mínimo un miembro con experiencia en inversiones en España
<b>Compromiso de inversión en España</b>	Al menos el 50% del fondo, o en su defecto 2 veces el capital comprometido		Al menos el 90% del fondo	Al menos el 50% del fondo, o en su defecto 2 veces el capital comprometido
<b>Compromiso de inversión de los partícipes</b>	Al menos un 12% del TOF en firme	Al menos un 20% del TOF en firme  Mínimo 3 inversores, además de Fond-ICO Global, con dicho compromiso en firme (al menos 2: ser independientes de la gestora, no vinculados a la gestora ni al capital del fondo candidato, ser inversores institucionales y/o compromiso > 200K)	Al menos 10% del TOF en firme  Mínimo 2 inversores con este compromiso en firme (al menos 1 independiente de la gestora y no vinculado a la gestora ni al capital del fondo candidato)	Al menos un 20% del TOF en firme  Mínimo 3 inversores, además de Fond-ICO Global, con dicho compromiso en firme (al menos 2: ser independientes de la gestora, no vinculados a la gestora ni al capital del fondo candidato, ser inversores institucionales y/o compromiso > 1M)
<b>Compromiso de inversión del EG</b>	Mínimo un 1% del tamaño que alcance el fondo			
<b>Comisión de gestión</b>	No superior al 2,5% anual del capital comprometido ni del capital invertido vivo	No superior al 2% anual del capital comprometido ni del capital invertido vivo	No superior al 3% anual del capital comprometido ni del capital invertido vivo	No superior a 1,75% anual del capital total comprometido

Fuente: AXIS Participaciones Empresariales (2016). Bases para la selección de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo o sociedades de capital riesgo autogestionadas de fondos de *Venture capital*, Incubación y Capital Expansión. Julio 2016

ECR: Entidad de Capital Riesgo – SGCR: Sociedad Gestora de Capital autogestionada - TOF: Tamaño objetivo del fondo – EG: Equipo

Una vez evaluadas todas las ofertas que cualifiquen, se seleccionan entre ellas el número de candidatos pre-establecido para cada estrategia de inversión (*venture capital*, incubación, capital expansión y deuda) con la mejor puntuación. El compromiso de inversión final en las propuestas seleccionadas queda sujeto a un proceso de “auditoría” pre-inversión (*due diligence*) y a que resulten satisfactorio a criterio de la sociedad gestora de Fond-ICO Global.

Las ofertas son evaluadas por un Comité de Valoración compuesto por profesionales de la sociedad gestora AXIS con el apoyo técnico del asesor externo contratado (Arcano Asesores Financieros SL). El Comité de Valoración basa la puntuación de cada oferta de acuerdo a un conjunto de criterios cuantitativos y cualitativos y puede llevar a cabo una *due diligence* preliminar del fondo candidato. El Cuadro 6 muestra un resumen de tales criterios de evaluación y la ponderación total de cada apartado utilizada para efectuar la puntuación.<sup>127</sup> Una vez efectuada la selección de los participantes mejor puntuados en cada estrategia de inversión, el Comité eleva su propuesta de inversión al Consejo de AXIS para su aprobación final. La resolución del procedimiento de selección por parte del Consejo de AXIS se publica en la pagina web de AXIS y los seleccionados reciben una notificación preliminar de la inversión aprobada.

**Cuadro 6. Criterios de evaluación para las ofertas por estrategia de inversión**

CRITERIOS	VENTURE CAPITAL	CAPITAL EXPANSIÓN	INCUBACIÓN	FONDOS DE DEUDA
	(Ponderación total de cada apartado de criterios)			
<b>CRITERIOS CUANTITATIVOS:</b>	<b>90%</b>	<b>90%</b>	<b>80%</b>	<b>90%</b>
Estrategia de inversión	14,4%	14,4%		22,5%
Equipo gestor (EG)	15,3%	15,3%	12%	13,5%
Desempeño/Trayectoria previa de la firma	18,9%	18,9%	8%	13,5%
Trayectoria del EG			28%	
Base inversora y captación de capital	24,3%	24,3%	16%	27%
Remuneración	13,5%	13,5%	8%	9%
Otros	3,4%	3,4%	8%	4,5%
<b>CRITERIOS CUALITATIVOS</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia. Adaptado de las bases para la selección de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo o sociedades de capital riesgo autogestionadas de fondos de *Venture capital*, Incubación y Capital Expansión. AXIS Participaciones Empresariales. Julio 2016

ECR: Entidad de Capital Riesgo – SGCR: Sociedad Gestora de Capital autogestionada - TOF: Tamaño objetivo del fondo – EG: Equipo

#### **4.2.3.2 Inversión: Proceso de due diligence, formalización y cierre**

Previo a la formalización del compromiso de inversión por parte de Fond-ICO Global, las gestoras y los respectivos vehículos de inversión que han resultado seleccionados son sometidos a un proceso de *due diligence* final. El compromiso de inversión del Fondo en una entidad de capital privado aprobada se formaliza, por tanto, a partir del momento que cada fondo supera satisfactoriamente dicha fase de *due diligence* y mediante la suscripción de una carta de compromiso de inversión acompañada de los correspondientes *side letters*.

La validez del compromiso de Fond-ICO Global queda sujeto a: i) que se efectúe un primer cierre en el que participe el Fondo dentro de los 18 meses posteriores a la fecha de resolución del proceso de selección por parte del Consejo de AXIS y ii) que el importe de los compromisos de este cierre inicial no sea en ningún caso inferior al presentado como compromiso en firme en la documentación pertinente de la propuesta e incluido en la declaración jurada. En los programas de *venture capital* y capital expansión, el compromiso de los fondos aprobados en el primer cierre deben ser de al menos el

<sup>127</sup> Véase el Anexo 10.3 para una descripción más detallada de los distintos apartados de criterios por estrategia de inversión.

50% del tamaño objetivo del fondo (excluyendo el compromiso de Fond-ICO Global) y ningún inversor puede tener una participación superior al 51% del total de compromisos. Los seleccionados para el programa de incubación deben, además, estar constituidos en dicho período, bien como una SGCR (sociedad gestora de entidades de capital riesgo), o bien como una SCR (sociedad de capital riesgo autogestionada) enfocada en este ámbito con un 100% de capital privado. Asimismo, los vehículos de incubación están obligados a efectuar el primer cierre en que participe Fond-ICO Global con compromisos de al menos el 70% del tamaño objetivo del Fondo incluyendo el compromiso de Fond-ICO Global. En este cierre, al menos un 20% del tamaño alcanzado deberá ser comprometido por inversores distintos a (i) Fond-ICO Global, (ii) los gestores y (iii) la gestora y/o accionistas de la misma.

En cada cierre, Fond-ICO Global asigna el porcentaje y el importe máximo de su compromiso de inversión teniendo en cuenta la solicitud realizada por el participante y el tamaño objetivo del Fondo declarado en la oferta. El Cuadro 7 muestra una síntesis de los términos establecidos con los que el Fondo acude a los cierres para formalizar su compromiso de inversión en cada programa de inyección de fondos así como los términos generales para los desembolsos en cada cierre.

**Cuadro 7. Compromiso máximo y desembolsos de Fond-ICO Global FCR**

	<b>VENTURE CAPITAL</b>	<b>CAPITAL EXPANSIÓN</b>	<b>INCUBACIÓN</b>	<b>FONDOS DE DEUDA</b>
<b>Compromiso máximo de Fond-ICO Global</b>	Hasta el 40% del TOF con un máximo de 20M y 20 veces el capital comprometido por el EG y/o gestora del fondo	Hasta el 30% del TOF con un máximo de 50M y 15 veces el capital comprometido por el EG y/o gestora del fondo a invertir	Hasta el 49% del TOF con un máximo de 10M y 20 veces el capital comprometido por el EG y/o gestora del fondo	Hasta el 30% del TOF con un máximo de 50M y 15 veces el capital comprometido por el EG y/o gestora del fondo a invertir
<b>Desembolsos de Fond-ICO Global en cada cierre</b>	La cifra resultante de aplicar el porcentaje asignado sobre los compromisos totales del fondo en cada momento hasta el importe máximo asignado a cada participante.			

Fuente: Adaptado de las "Bases para la selección de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo o sociedades de capital riesgo autogestionadas de fondos de *Venture capital*, Incubación y Capital Expansión", AXIS Participaciones Empresariales, Julio 2016

ECR: Entidad de Capital Riesgo – SGCR: Sociedad Gestora de Capital autogestionada - TOF: Tamaño objetivo del fondo – EG: Equipo gestor del fondo

#### **4.2.3.3 Post-inversión: Obligaciones y penalizaciones**

El incumplimiento de algunas de las condiciones descritas en el apartado precedente puede acarrear la cancelación del compromiso de inversión por parte de Fond-ICO Global. En caso que una entidad participado por Fond-ICO Global no cumpla el compromiso de inversión en empresas españolas una vez cumplido su período de inversión (sin incluir posibles extensiones), la gestora deberá devolver a Fond-ICO Global las comisiones cobradas al fondo en cuestión en función de unos baremos de incumplimiento de dichos compromisos y en la proporción que corresponde al compromiso de inversión del Fondo en la entidad, y con un mínimo del 0,5%.

Otras obligaciones que los fondos formalizados deben cumplimentar con posterioridad al primer cierre en los plazos y formatos establecidos son, entre otras, las siguientes:

- cumplimiento de los requerimientos de información y reporte a la sociedad gestora del Fondo (informes de actividad trimestrales);
- presentación el informe de auditoría y las cuentas anuales;
- emisión de las solicitudes de desembolso y distribuciones;
- utilización de métodos de valoración de cartera de acuerdo a estándares internacionales establecidos;
- mantenimiento de su inversión por el importe mínimo indicado en su oferta; o
- cumplimiento de la normativa reguladora del blanqueo de capitales que resulte de aplicación.

En caso de incumplimiento de los requerimientos asociados con el reporting trimestral y/o anual, la solicitud de desembolsos y la notificación de distribuciones, Fond-ICO Global recibirá un 1% por día de retraso del importe de las comisiones correspondiente al trimestre en cuestión hasta que se reciba en el formato adecuado. En caso de incumplimiento de la normativa de blanqueo de capitales por parte de la gestora o el fondo, Fond-ICO Global no atenderá a los desembolsos solicitados hasta se cumpla con dicha normativa. Si la gestora o el equipo gestor incumplen la obligación de mantener su inversión por el importe mínimo establecido en su oferta en cada uno de los desembolsos, el Fondo podrá percibir una indemnización consistente en el 100% del importe de las comisiones en cuestión hasta la subsanación en su caso, y/o no atender a los desembolsos hasta que se cumpla en su totalidad con la citada obligación y/o requerir a la gestora, quedando obligada a su cumplimiento, para que facilite a Fond-ICO Global la salida de éste del Fondo a precio de mercado.

### **4.3 Fond-ICO Global como iniciativa de política pública en el mercado de capital privado**

Para contrastar la experiencia y los atributos de Fond-ICO Global como iniciativa pública, utilizaremos como referencia un conjunto de recomendaciones de política extraído de los estudios y análisis más relevantes llevados a cabo en este campo (OCDE, 1997; Lerner, 2009, 2010; World Economic Forum, 2010, Brander et al 2010, 2015 y VICO, 2011 y). Las aportaciones de estos trabajos han inspirado sustancialmente la mayoría de programas de capital inversión con recursos públicos desplegados en muchos países de la UE y en el área de la OCDE en los últimos años. Estos trabajos identifican una serie de errores típicos en el diseño e implementación de los programas que influyen directamente en su nivel de efectividad.

En relación con el diseño, Lerner identifica dos errores principales. En primer lugar, no comprender adecuadamente cómo funciona el ecosistema emprendedor y el ecosistema de financiación emprendedora en particular, lo que puede determinar insuficiencias en el tamaño, duración o grado de flexibilidad de los programas. En segundo lugar, no identificar claramente las verdaderas necesidades de estos ecosistemas atendiendo a su situación y estado de desarrollo, lo que puede dar lugar a errores de focalización de los programas en términos de beneficiarios, actividades o sectores objetivo.

En cuanto a la implementación de los programas, este autor subraya cuatro errores principales: no valorar suficientemente la importancia de un buen sistema de incentivos, no evaluar la evolución y resultados de los programas ni el impacto de los mismos en los agentes del ecosistema emprendedor (inversores, empresas, otros agentes del ecosistema de capital inversión, etc.), no adoptar una perspectiva global en términos de estándares y mejores prácticas aceptados internacionalmente o de conexiones y redes de contacto con inversores internacionales, y no combinar los diferentes instrumentos y medidas en un paquete integrado de políticas.

El Cuadro 8 incluye un resumen de los criterios básicos que deberían satisfacer los programas públicos de apoyo enfocados en el mercado de capital privado —orientados a atraer un volumen mayor de financiación privada y atenuar la falta de inversión por esta vía (*equity gap*) en PYMEs y en I+D— como base para un diseño y una implementación práctica efectivos.

**Cuadro 8. Criterios básicos para el diseño e implementación de programas públicos de capital inversión**

Desde el punto de vista del <i>diseño de los programas</i> , es importante:	Desde el punto de vista de la <i>implementación de los programas</i> , es importante:
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seguir las condiciones del mercado y definir unos objetivos claros</li> <li>• Establecer metas a largo plazo</li> <li>• Definir un tamaño adecuado para el programa</li> <li>• Evitar una intervención o regulación excesiva de las actividades en el mercado de capital privado</li> <li>• Colaborar con el sector privado</li> <li>• Facilitar la conexión con los mercados internacionales.</li> <li>• Establecer un buen sistema de incentivos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desplegar los programas de una manera gradual atendiendo a los cambios en las condiciones del mercado de capital inversión objeto de la intervención en cada momento</li> <li>• Gestionar el programa con profesionales cualificados y separar su administración del ámbito político siempre que sea posible</li> <li>• Implantar procedimientos rigurosos para captar, evaluar y seleccionar los participantes en el programa</li> <li>• Implantar mecanismos de control, seguimiento y evaluación de los participantes y del programa en su conjunto</li> </ul>

Fuente: Adaptado de OCDE (1997); Lerner (2009, 2010); World Economic Forum (2010) y VICO (2011).

A continuación incluimos un breve resumen de las recomendaciones de los citados trabajos y las características del modelo de diseño y de implementación de Fond-ICO Global en relación con cada una de ellas.

- *Seguir las condiciones del mercado y definir unos objetivos claros.* Los programas públicos en este área deben desplegarse de acuerdo a las condiciones de mercado y no deben interferir en el mismo. Deben evitar que se produzca un efecto “expulsión” de los inversores privados por la inyección de capital público, y diseñarse de forma que la iniciativa sea atractiva para los inversores privados tanto locales e internacionales. De ahí, la importancia de establecer unos objetivos de financiación claros (cuantía, estrategia de inversión y duración del programa) y de procurar una total transparencia en los procedimientos de evaluación y selección de los fondos participantes en los programas. Los programas deben definir claramente sus estrategias de inversión en términos de las etapas de desarrollo empresarial (semilla, arranque, otras fases iniciales, expansión o fases más avanzadas) en las que pretendan focalizar la financiación directa en empresas, o indirecta a través de fondos participantes en los programas. Tradicionalmente, los programas públicos de capital inversión han estado enfocados en apoyar la financiación de PYMEs en fases tempranas de desarrollo en virtud de las típicas restricciones que estas empresas experimentan para acceder a este tipo de financiación externa (*equity gap*). Lerner sugiere, por contra, adoptar un enfoque más amplio y diseñar una estrategia de inversión dirigida a fondos que estén operando en las diferentes fases del ciclo de financiación empresarial, no solo en las fases iniciales del mismo, de forma de poder atraer a los mejores gestores y fondos de capital privado hacia un programa público que inyecta directamente capital en el sector con el objetivo de activar y dinamizar esta forma de financiación.



### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 1

- Concebido primordialmente para abordar las insuficiencias de oferta en el mercado de capital inversión español para empresas innovadoras emergentes y PYMEs en general, y para atraer capital privado adicional hacia el sector.
- Su propósito es contribuir a estimular este mercado, no hacerlo dependiente de la financiación pública.
- Actúa como un inversor catalizador (contra-cíclico) en un momento de caída de la actividad en el mercado (captación de nuevos fondos) y, a la vez, como soporte de referencia para la creación de nuevos fondos de capital inversión privados y de sus equipos gestores.
- Persigue una estrategia clara de inversión orientada al mercado de capital inversión privado invirtiendo en igualdad de condiciones con otros inversores privados en entidades de capital privado de nueva creación que, a su vez, inviertan en PYMEs en diferentes fases de su desarrollo empresarial en cuatro segmentos concretos de dicho mercado: *venture capital*, capital expansión, incubación y fondo de deuda.
- El programa se apoya en procesos de evaluación y selección rigurosos de los fondos participantes.
- Cada estrategia de inversión comporta unos requerimientos específicos para los candidatos.

- *Establecer metas a largo plazo.* Estimular y activar un mercado de capital inversión o desarrollar su ecosistema requiere tiempo. Es una verdadera “inversión” a largo plazo cuyo resultados tangibles solo pueden realizarse después de varios años. Los programas públicos de capital inversión deben evitar forzar a los participantes (empresas o inversores) a conseguir resultados corto plazo. Hacerlo sería el camino más corto hacia el fracaso de la iniciativa.<sup>128</sup>
- 

### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 2

- El programa prevé un plazo de 16 años para la extinción del fondo de fondos público (2013-2021) y un período de inversión de 4 años (2013-2017).
- La duración establecida para el programa responde al análisis de las condiciones y los plazos del ciclo del capital privado en el mercado español llevado a cabo por la sociedad gestora del Fond-ICO Global (AXIS Participaciones Empresariales) en colaboración con asesores privados externos especialmente contratados para apoyar el proceso de diseño e implantación del programa.

- *Definir un tamaño adecuado para el programa.* La recomendación en este punto es que el tamaño de un programa público de capital inversión debe responder a las condiciones particulares del mercado objeto de intervención: ni demasiado grande ni demasiado pequeño. Si es demasiado grande, puede dar lugar a un exceso de oferta (frente a un número limitado opciones de inversión atractivas) que acabe provocando situaciones de selección adversa (empresas de escaso potencial o ineficientes acaban recibiendo una financiación que en otras condiciones nunca hubieran sido capaces de recibir) y de posible expulsión de inversores privados. Si por el contrario es demasiado pequeño, puede no ser suficiente para alcanzar los objetivos buscados de estimular el mercado y movilizar a otros inversores privados hacia el mismo.

<sup>128</sup> Lerner (2009).

### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 3

- El programa preveía originalmente una dotación de 1.200 millones de euros, ampliada luego a 1.500 millones, a ser distribuido a lo largo del citado período de inversión a través de sendas licitaciones públicas para entidades de capital privado interesadas en participar en el mismo.
- La cuantía fijada responde al análisis de los niveles de actividad y necesidades identificadas en las diferentes fases del ciclo del capital privado en el mercado español (captación de nuevos fondos, inversión y desinversión) llevado a cabo por la sociedad gestora del Fond-ICO Global (AXIS Participaciones Empresariales) en colaboración los asesores privados externos contratados.

- *Evitar una intervención o regulación excesiva de las actividades en el mercado de capital privado.* Idealmente, los programas públicos de capital inversión deberían evitar interferir en la actividad de los inversores o de las empresas financiadas imponiendo restricciones o condicionamientos especiales que acaben limitando su flexibilidad en la toma de decisiones de inversión o de captación de recursos (por ejemplo, condicionamientos sobre la localización de las empresas, la realización de futuras adquisiciones u otros aspectos contractuales de las operaciones de inversión). Es importante evitar, por tanto, la tentación de “sobredirigir” el programa y reducir al mínimo los condicionamientos sobre el proceso de inversión o el proceso emprendedor de las empresas receptoras de la financiación.

### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 4

- Las decisiones de inversión en entidades de capital privado de nueva creación se efectúan conforme a las prácticas de gestión y de estructuración de fondos de capital inversión de uso habitual en este mercado.
- El programa modula su grado de intervención en el mercado objetivo mediante disposiciones expresas que atañen entre otras a:
  - la inversión en igualdad de condiciones y de transparencia con otros partícipes en el fondo;
  - un compromiso máximo de inversión por parte de Fond-ICO Global en los fondos objetivo (nunca superior al 49% del tamaño objetivo de los fondos participados); o
  - la titularidad y gestión de los fondos participantes (100% por parte de equipos gestores profesionales e independientes).
- Exceptuando los requerimientos de inversión en empresas españolas, Fond-ICO Global no interviene ni interfiere, más allá de las atribuciones de cualquier socio inversor del fondo de que se trate, en ningún otro aspecto de la actividad que concierne al ciclo de captación de fondos, inversión o desinversión del fondo participado.

- *Colaborar con el sector privado.* Las iniciativas públicas de capital inversión parecen funcionar mejor cuando operan en colaboración con inversores privados. Por ejemplo, como hemos visto, existe amplia evidencia sobre la complementariedad entre *venture capital* público y privado: las empresas con ambos tipos de socios inversores “a bordo” obtienen mejores resultados que el resto.<sup>129</sup> Al nivel de programas públicos de fondos de fondos o de fondos de capital inversión mixtos, específicamente, las iniciativas deben seguir la dirección de los mercados e incrementar el papel del sector público como socio inversor en instrumentos de capital inversión con el objetivo de atraer inversores privados al sector (*crowd-in*) y estimular la actividad inversora. La gestión de

<sup>129</sup> Lerner (2009); EVCA (2010); Brander (2010); World Economic Forum (2010); Bertoni et al (2011); Bertoni & Tykvová (2012); Colombo et al (2014); Bertoni & Tykvová (2015); Brander et al (2015)

los fondos invertidos o el liderazgo de las operaciones de co-inversión debe mantenerse en manos privadas.

#### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 5

- El modelo de Fond-ICO Global como fondos de fondos constituye, por naturaleza, un esquema de colaboración público-privada para inversión de capital inversión público en el mercado de capital privado.
- La titularidad y gestión de los fondos participados es 100% privada

- *Facilitar la conexión con los mercados internacionales.* La internacionalización del sector de capital inversión es una realidad por lo que el contacto con los mercados globales proporciona amplias ventajas para las industrias locales. Los gestores locales pueden acceder a flujos de información, conocimiento y mejores prácticas y, además, pueden captar nuevos fondos adicionales para sus carteras. Se trata de una industria que, sin duda, ha alcanzado un alto grado de interconexión internacional con unos lazos bien consolidados y establecidos. En este contexto, la recomendación es que los programas de apoyo permitan y faciliten la participación de inversores y fondos internacionales a fin de aprovechar su experiencia y su capacidad inversora adicional. Con inversores con base en el extranjero pero invirtiendo capital en el país promotor del programa, las compañías locales no solo aumentan sus posibilidades de obtener financiación, también pueden beneficiarse directamente de los contactos internacionales de los inversores para apoyar y/o acelerar sus procesos de internacionalización. Al mismo tiempo, las filiales locales de fondos internacionales que obtengan buenos resultados en el país de actividad pueden ganar mucha credibilidad para futuras rondas de captación de capital. De otro lado, la participación de inversores internacionales en programas públicos de capital inversión (en los que el sector público invierta capital en fondos privados con base en el extranjero) normalmente irá acompañada de ciertos requerimientos, en contrapartida, en términos de la cuantía de inversión en empresas locales o de contratación de recursos locales. Otro elemento importante para facilitar la actuación de inversores privados foráneos es que los modelos de operaciones de capital inversión se adecúen a las mejores prácticas establecidas de facto al nivel internacional con las cuales están más habituados y por tanto se sienten más cómodos (por ejemplo, normativas fiscales, regulación de la actividad de capital inversión o estructura legal de la entidad de capital privado, etc.).

#### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 6

- El programa permite el acceso al instrumento de financiación a fondos con base en otros países de la OCDE.
- Los bases y requisitos exigidos a los fondos internacionales candidatos son equivalentes a los exigidos a los fondos de nacionalidad española.

- *Establecer un buen sistema de incentivos.* Es esencial prestar la debida atención al sistema de incentivos ofrecido a los participantes en instrumentos públicos de capital inversión. Lerner señala que cuando el sector público canaliza inversiones hacia ECR o directamente hacia empresas está siguiendo una receta para retornos mediocres.<sup>130</sup> ¿Cómo son las participaciones públicas y privadas? ¿Ganan siempre los gestores privados de los fondos con independencia de los resultados de

<sup>130</sup> Lerner (2009)

la inversiones? ¿O poseen una fuerte participación financiera en el proyecto si las cosas van bien? ¿Cuán independientes son para maximizar el retorno financiero de su actividad frente a la obligación de cumplir, también, con determinados objetivos de políticas pública? ¿Qué pasa si las cosas van mal? Etc. Según este autor, todas estas cuestiones son clave en el diseño de instrumentos de inversión.

#### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 7

- La titularidad y gestión de los fondos invertidos por Fond-ICO Global es 100% privada a cargo de equipos gestores profesionales e independientes.
- La inversión en los fondos de nueva creación es mayoritariamente privada (los compromisos máximos de inversión de Fond-ICO Global nunca superan el 49% del tamaño objetivo del fondo en los fondos de incubación; el 40% en los fondos de *venture capital* y el 30% en los fondos de capital expansión y de deuda)
- La fijación de las comisiones de gestión para los equipos gestores responde a los criterios y prácticas habituales en el mercado de capital privado (1,75% del capital comprometido en los fondos de deuda, 2% en *venture capital*, 2,5% en expansión y 3% en los fondos de incubación)
- Los equipos gestores debe tener un compromiso mínimo en firme de inversión en el fondo del 1% del tamaño que alcance el fondo.
- El programa también establece unos compromisos de inversión mínimos para los partícipes privados del fondo (Ver Cuadro 5).
- La estructuración legal de los fondos de nueva creación responde a los criterios y prácticas habituales en el mercado de capital privado.

- *Desplegar los programas de una manera gradual atendiendo a los cambios en las condiciones del mercado de capital inversión objeto de la intervención en cada momento.* En los programas públicos de fondo de fondos o de instrumentos de co-inversión público privada, identificar entidades de capital privado para invertir o co-invertir requiere su tiempo y seleccionar las que sean más cualificadas puede convertirse en un verdadero reto. La recomendación es comenzar con unos pocos fondos, dejar que actúen y desarrollen sus carteras, monitorizar su actividad inversora y el perfil de sus carteras, evaluar la información de actividad y sobre esa base, gradualmente, fundamentar nuevas rondas de inversión con la entrada de nuevos participantes en el programa. Por otro lado, es muy importante, además, saber retirar aquellos programas o iniciativas que no estén funcionando bien, o saber cerrarlos en el momento adecuado cuando hayan alcanzado sus objetivos en el mercado. Los programas públicos más efectivos son aquellos que son capaces de estimular el sector de capital privado y que son retirados una vez que el mercado se desarrolla y/o se activa de una manera autónoma y sostenible.

### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 8

- El despliegue de las inversiones de Fond-ICO Global en el sector de capital privado se lleva a cabo mediante un programa de convocatorias públicas periódicas de captación de fondos objetivo que se desarrolla a lo largo del período de inversión previsto (4 años).
  - El diseño del programa así concebido permite ejecutar las inversiones de Fond-ICO Global en línea con la dinámica y las necesidades del mercado de capital inversión en cada momento.
  - Previamente a cada convocatoria, AXIS y los asesores externos contratados analizan la situación, evolución y perspectivas del mercado de capital inversión con la finalidad de ajustarla a las necesidades del sector y definir las áreas de focalización para la inyección de los recursos (por ejemplo, la tipología de fondos objetivo por segmento de actividad de capital inversión). De este modo, las bases entre una convocatoria u otra pueden ser objeto de modificaciones como resultado de este análisis previo, si bien el cuerpo principal de las condiciones y requerimientos se mantiene en la mayoría de las ocasiones.
- 
- *Gestionar el programa con profesionales cualificados y separar su administración del ámbito político siempre que sea posible.* El programa debe ser capaz de atraer gestores altamente cualificados y de retenerlos. Si el mercado reconoce la profesionalidad de los gestores de fondos públicos, los profesionales del sector de capital privado estarán más y mejor dispuestos para participar en la iniciativa. Asimismo, dado que con frecuencia la efectividad de los instrumentos públicos, incluyendo los mejor diseñados, se ve expuesta, en cualquier nivel, entorno o país, a la amenaza de intervenciones o de presiones por motivaciones políticas, los expertos recomiendan crear las condiciones para que el programa pueda funcionar, hasta donde sea posible, con la suficiente independencia o autonomía frente a potenciales presiones políticas.

## Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 9

- Fond-ICO Global está gestionado por AXIS Participaciones Empresariales SGEIC, sociedad gestora de entidades de capital riesgo 100% propiedad del Instituto de Crédito Oficial (ICO).
  - El ICO es una entidad pública empresarial adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaria de Estado de Economía y Apoyo. Tiene naturaleza de entidad de crédito y consideración de Agencia Financiera del Estado, con personería jurídica, patrimonio y tesorería propios y autonomía de gestión para el cumplimiento de sus fines. Tras la reforma de la Banca Pública, el ICO actúa como Banco Público de Inversión y Agencia Financiera del Estado.
  - EL ICO se financia en los mercados nacionales e internacionales y las deudas y obligaciones que contrae, gozan frente a terceros de la garantía explícita, irrevocable, incondicional y directa del Estado español. El Grupo ICO está constituido, además de por el ICO, por AXIS y por la Fundación ICO.
  - AXIS es una sociedad gestora de capital riesgo con dilatada trayectoria en el mercado de capital inversión español. Fue la primera sociedad de capital riesgo constituida en España en 1986 por iniciativa de la Banca Oficial con el fin de impulsar el capital riesgo en España. Desde su creación, AXIS ha invertido un importe superior a los 870 M€ en el crecimiento de alrededor de 100 compañías y 60 fondos.
  - Además de la gestión de Fond-ICO Global, AXIS gestiona actualmente los vehículos de inversión Fond-ICOpyme y Fond-ICOinfraestructuras, a través de los cuales pone a disposición de las empresas instrumentos de capital o cuasi capital para financiar su crecimiento.
  - Los equipos gestores de AXIS están integrados por profesionales cualificados cuyos cargos no son políticos. En el área de financiación de la pyme a través de capital inversión, cuentan con una amplia experiencia en capital inversión apoyando el crecimiento de compañías y en el desarrollo de fondos de inversión públicos y esquemas de co-inversión con otros fondos.
  - Para la toma de decisiones de inversión, AXIS opera con tres órganos principales que garantizan la transparencia, independencia y profesionalidad: el Consejo de Administración, órgano decisor final de las inversiones y desinversiones, una Comisión de Auditoría y Control adscrita al Consejo y Comités de Inversiones, al nivel de cada fondo de capital inversión.
  - Los Comités de Inversión están compuestos por tres miembros nombrados, a propuesta de ICO/AXIS, y al menos, dos expertos independientes. Su función es analizar, evaluar y dar el visto bueno a las operaciones de inversión para su aprobación final por parte del Consejo de Administración.
  - Para la evaluación y selección de los fondos objetivo, los equipos profesionales de AXIS cuentan, además, con el apoyo de asesores externos independientes que son contratados por licitación pública por períodos de tres años.
- 
- *Implantar procedimientos rigurosos para captar, evaluar y seleccionar participantes.* Para garantizar la transparencia, conformidad e independencia en las convocatorias de participantes, los programas públicos deben ofrecer procedimientos transparentes y directos de acceso a los instrumentos de financiación para los posibles candidatos (empresas o fondos), y deben contar con procesos rigurosos para evaluar los candidatos y para adjudicar los recursos públicos de financiación a aquellos que resulten seleccionados. En los procesos de captación de candidatos, la recomendación general es simplificar al máximo los trámites burocráticos y la complejidad de los mismos y hacer público, de una manera clara y con la suficiente antelación, las bases del programa, los procesos de convocatorias y los criterios de selección aplicados. En cuanto a un programa público de capital inversión específicamente, las decisiones de inversión deben basarse en criterios comerciales, y los criterios de selección deben ser equivalentes a los utilizados en el sector privado para evaluar emprendedores o fondos de capital privado.

## Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / 10

- La selección de los fondos objetivo se lleva a cabo mediante convocatorias periódicas, con arreglo a los procedimientos y términos de cualquier convocatoria pública, dirigidas a aquellos equipos gestores de fondos de capital privado interesados en participar y que cumplan con los requerimientos estipulados en las bases de la convocatoria en cada caso.
- Los requerimientos principales para la preparación de las ofertas (por ejemplo, condiciones y requerimientos de capacidad, información y documentación) son sencillos de cumplimentar y se puede acceder a ellos fácilmente a través de la página web de AXIS donde se publican las bases de cada convocatoria
- Los criterios de selección (cuantitativos y cualitativos) de los potenciales fondos objetivo de la inversión de Fond-ICO Global se basan en los términos, parámetros y requerimientos de uso habitual en el sector de capital inversión para el potencial, perfil y desempeño de fondos de capital privado (Ver Cuadro 5). Dichos criterios y el sistema de ponderación son incluidos en las bases de cada convocatoria y, por tanto, puestos a disposición del público a partir del lanzamiento de cada convocatoria.

- *Implantar mecanismos de control, seguimiento y evaluación de los participantes y del programa en su conjunto.* De la misma manera que los programas deben evaluar y seleccionar de manera rigurosa a los potenciales receptores de la financiación ya sean empresas o entidades de capital privado, la recomendación en este punto es que los programas, una vez puestos en marcha, deben dotarse de mecanismos para supervisar, monitorizar y evaluar, de manera meticulosa y regular, la evolución y los resultados de los participantes seleccionados y de la propia iniciativa pública globalmente considerada. En este sentido, se considera que el éxito o fracaso del éxito de un programa dependerá de si alcanza o no sus objetivos más de allá cualquier consideración adicional. Un control y seguimiento escrupuloso del programa garantizará, además, un mejor proceso de toma de decisiones en cada momento ya que permite no solo conocer la calidad del avance en el cumplimiento de las metas establecidas, sino incorporar los ajustes necesarios y discernir sobre la continuidad del mismo. Se recomienda para ello recoger regularmente información sobre la actividad de los participantes involucrados en el programa y del mercado de capital inversión en general, la cual será muy beneficiosa para efectuar análisis y comparaciones, pero también y muy especialmente para dar conocer a los agentes en el sector (léase potenciales inversores) el impacto que se está consiguiendo en la dinámica del mercado objeto de intervención (por ejemplo en términos de captación de nuevos fondos o de inversión). Las tareas de seguimiento y evaluación se verán facilitadas significativamente cuando el diseño del programa posibilite un despliegue gradual en la asignación de los recursos como hemos visto (por ejemplo, en las inversiones) en la medida que esto permite llevar a cabo análisis intermedios a medida que la iniciativa progresa en su ejecución. Estos análisis intermedios deben incorporar, además, una evaluación en cada momento de la situación del mercado de capital inversión, así como de la evolución de los fundamentos económicos que justificaron la implementación del programa en cuestión. A medio plazo, una vez que el programa haya recogido mayor información sobre la evolución de su actividad y dentro de las posibilidades que proporcione la información disponible, se recomienda llevar a cabo análisis comparativos más específicos del impacto del programa, no solo en términos de resultados financieros, sino, también, en términos de creación de riqueza o generación de empleo asociada al mismo, utilizando poblaciones de empresas o fondos receptores de la financiación pública en cuestión frente a cohortes de empresas o fondos que no hayan recibido dicha financiación.

### Características del programa de inversiones de Fond-ICO Global / & 11

- El programa dispone de un sistema y unos procedimientos para la supervisión y el seguimiento de los fondos participados a través de una plataforma tecnológica que ha sido diseñada por AXIS Participaciones Empresariales.
- Los fondos seleccionados están obligados producir informes periódicos en formato pre-establecidos relativos a la evolución y desempeño de su actividad (informes trimestrales), a sus cuentas anuales (informe de auditoría y cuentas anuales) y a las solicitudes de desembolso y distribuciones a medida se vayan generando. El incumplimiento por parte de los fondos seleccionados de tales requerimientos de información periódica como de los compromisos adquiridos tras recibir la inversión (por ejemplo, el plazo de cierre inicial o el compromiso de inversión en empresas españolas) será objeto de penalización.
- AXIS, en colaboración con los asesores externos contratados, puede efectuar a petición análisis y evaluaciones de los fondos y de sus carteras si fuese necesario. Además, gestores de AXIS participan en los preceptivos comités de seguimiento de los fondos participados por Fond-ICO Global, teniendo de este modo acceso regular al *reporting* de información elaborado sobre la evolución del fondos y de sus participadas.
- El sistema de supervisión y seguimiento de los fondos en cartera implementando en Fond-ICO Global, y la gestión de los recursos de información generados por dicho sistema, son elementos críticos para evaluar la ejecución de los participantes individuales y el programa en su conjunto, pero también, y muy especialmente, para adaptar su propia evolución a las dinámicas del mercado de capital inversión en cada momento.



## 5 La actividad de Fond-ICO Global en el mercado de capital inversión en España (2013-2016)

### 5.1 Convocatorias realizadas y selección de fondos

Fond-ICO Global ha realizado siete convocatorias de fondos de capital privado entre Octubre de 2013 y Julio de 2016. Como resultado de las primeras seis convocatorias, el Fondo había seleccionado 39 fondos, lo que suponía un compromiso de inversión global de 947 millones de euros (63% de la dotación del fondo). El Anexo10.2 incluye un resumen de las seis convocatorias realizadas, incluyendo un desglose de las entidades y compromisos aprobados por estrategia de inversión. De los 150 fondos que se presentaron a dichas convocatorias, 39 fueron seleccionados para el programa de inversiones (16 fondos de capital expansión, 15 fondos de *venture capital*, 6 fondos de incubación y 2 fondos de deuda). Esto supuso prácticamente alcanzar, en poco más de dos años desde el lanzamiento, el objetivo fijado de comprometer recursos en 40 fondos en el período de inversión de 4 años previsto. Contando la séptima convocatoria cerrada en Septiembre de 2016 y asumiendo una asignación efectiva en los 9 nuevos fondos previstos, el Fondo puede alcanzar un número total 48 fondos aprobados antes de finales de 2016. De producirse, esto representará un compromiso máximo de inversión conjunto por un importe de 1.187 millones (79% de la dotación inicial).

En relación con el *proceso de selección y adjudicación por estrategia de inversión*, el mayor número de propuestas presentadas se ha producido en los segmentos de capital expansión y *venture capital* (41% y 39% del total de las candidaturas respectivamente); en correspondencia con ello, estos segmentos han recibido el mayor número de adjudicaciones (en porcentajes equivalentes sobre el total de fondos aprobados respectivamente). Los segmentos de incubación y deuda fueron abiertos a la presentación de ofertas a partir de la tercera convocatoria y han representado el 17% y 3% del total de candidaturas en seis convocatorias con porcentajes de selección asimilables (15% y 5% sobre el total de adjudicaciones respectivamente) (Cuadro 9).

**Cuadro 9. Fond-ICO Global. Convocatorias realizadas. Resumen de los candidatos presentados y seleccionados por estrategia de inversión.**

		Estrategias de inversión				
		Capital Expansión	Venture capital	Incubación	Deuda	Total
1ª Convocatoria (Octubre 2013)	P	12	11	0	0	23
	S	3	3	0	0	6
2ª Convocatoria (Febrero 2014)	P	15	9	0	0	24
	S	4	4	0	0	8
3ª Convocatoria (Julio 2014)	P	7	6	6	4	23
	S	3	2	2	2	9
4ª Convocatoria (Noviembre 2014)	P	6	5	4	0	15
	S	2	2	2	0	6
5ª Convocatoria (Junio 2015)	P	8	8	4	0	20
	S	2	2	2	0	6
6ª Convocatoria (Diciembre 2015)	P	7	8	4	0	19
	S	2	2	0	0	4
7ª Convocatoria (Septiembre 2016)	P	7	11	8		26
	S	3*	3*	3*		9*
<b>Total presentados</b>		<b>62</b>	<b>58</b>	<b>26</b>	<b>4</b>	<b>150</b>
		<i>(41%)</i>	<i>(39%)</i>	<i>(17%)</i>	<i>(3%)</i>	<i>(100%)</i>
<b>Total seleccionados**</b>		<b>16</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>39</b>

P=Presentados - S=Seleccionados - \* En proceso de selección - S\*\*: Hasta la 6ª convocatoria inclusive  
Fuente: Elaboración propia basado en Informes de actividad. AXIS Participaciones empresariales.

## 5.2 Compromisos de inversión y movilización de recursos privados

Los *compromisos de inversión totales de Fond-ICO Global* (947 millones) alcanzados con los 39 fondos aprobados entre 2013 y 2015 supondrán una movilización de recursos en firme por un volumen de 3.444 millones que se destinarán a PYMEs locales en el marco de los requerimientos de inversión en España vinculados a la participación de Fond-ICO Global en los fondos de inversión. El Cuadro 10 muestra un resumen de los datos básicos de los compromisos aprobados por el Fondo, el tamaño objetivo de los fondos aprobados y los compromisos de inversión en España hasta la sexta convocatoria inclusive a 30 Junio de 2016.

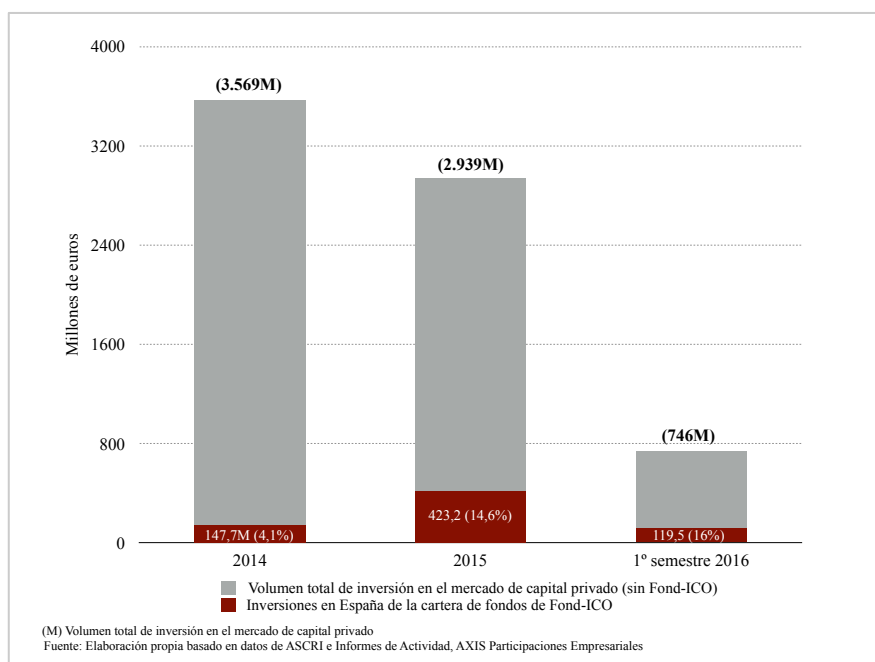
**Cuadro 10 Fond-ICO Global. Convocatorias realizadas. Fondos comprometidos, fondos movilizados y compromisos de inversión en España**

	Comprometido por Fond-ICO Global (1)	Dotación	Tamaño objetivo de los fondos aprobados	Compromiso inversión en España (2)	Efecto multiplicador (3)= (2)/(1)
1ª Convocatoria (Octubre 2013)	189		685	660	3,5
2ª Convocatoria (Febrero 2014)	248		3785	665	2,7
3ª Convocatoria (Julio 2014)	194		4125	668	3,4
4ª Convocatoria (Noviembre 2014)	124		756	573	4,6
5ª Convocatoria (Junio 2015)	121		671	606	5,0
6ª Convocatoria (Diciembre 2015)	71		668	272	3,8
<b>Total</b>	<b>947</b>	<b>1.500</b>	<b>10.690</b>	<b>3.444</b>	<b>3,6</b>
<b>Comprometido / Dotación</b>		<b>63%</b>			
7ª Convocatoria (Septiembre 2016)	240*		*	*	

\* Compromiso estimado. En proceso de adjudicación de fondos - Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

La Figura 17 muestra el peso de las inversiones de la cartera de fondos participados por Fond-ICO Global, globalmente considerada, en el mercado de capital privado español entre Diciembre de 2014 y Junio de 2016. Si se toma en consideración la inversión en empresas españolas de dicha cartera de fondos en dicho período, la cartera global de participadas españolas pasó de 27 compañías a 174 compañías, con 110 nuevas inversiones en 2015 (hasta un total de 137), y 37 nuevas inversiones durante el primer semestre de 2016. El peso de estas inversiones en el volumen total de inversiones en el mercado de capital inversión español experimentó un aumento significativo entre fines de 2014 y fines de 2015, pasando de un 4,1% a un 14,6%, equivalente a un aumento de 423,1 millones en 110 nuevas inversiones. En cuanto al primer semestre de 2016, según datos de ASCRI, el volumen de inversión de capital privado alcanzó 746 millones de euros. El papel de las inversiones de la cartera de fondos de Fond-ICO Global mantuvo en este período la dinámica observada en 2015, alcanzando el 16% del volumen total invertido en el sector, equivalente a 119,5 millones de euros en 37 nuevas inversiones.

Figura 17. Peso de las inversiones en España de los fondos en cartera de Fond-ICO en el sector de capital privado español

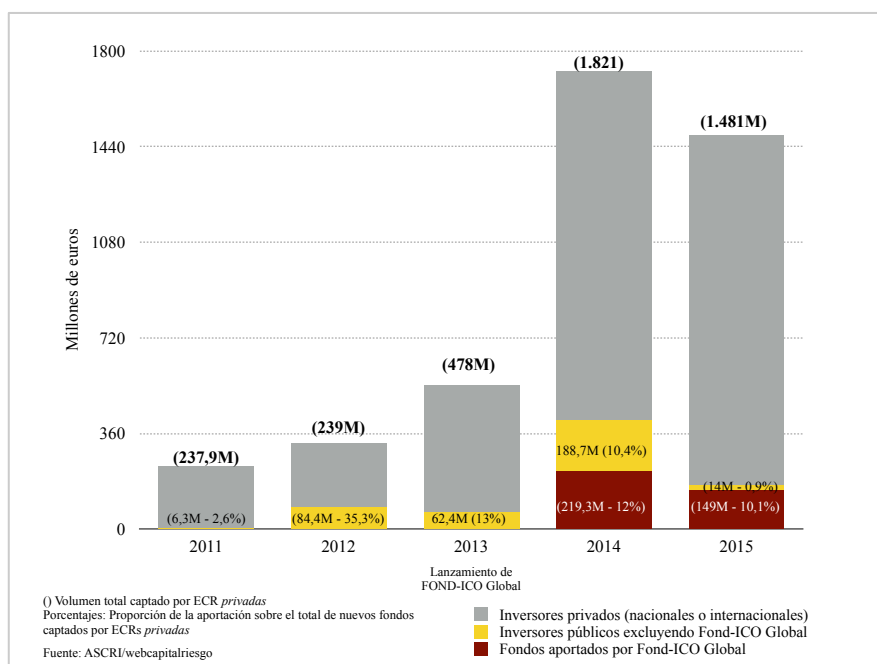


Asimismo, el papel catalizador de Fond-ICO Global en la captación de nuevos recursos privados adicionales ha sido relevante en el sector de capital inversión español desde su lanzamiento en 2013. Según datos de ASCRI/webcapitalriesgo<sup>131</sup>, en el período 2014-2015, las entidades de capital riesgo *privadas* captaron globalmente 3.302 millones de euros en nuevos fondos para su actividad, de los cuales 571 millones (el 17,2% del total de nuevos fondos captados en el período) tuvieron su origen en inversores públicos; y de éstos más del 64,4% fueron aportados por Fond-ICO Global (368 millones). A los compromisos aprobados por el Fondo hasta Junio de 2016, deberá añadirse el compromiso máximo estimado de 240 millones de euros correspondiente a la séptima convocatoria cerrada en Septiembre de 2016. Esta última convocatoria ha contado con una participación de ofertas sin precedentes (26 candidatos), de los cuales se seleccionarán tres para cada estrategia de inversión (*venture capital*, capital expansión e incubación). Asumiendo esta asignación, el Fondo dispondría, además, de una dotación remanente estimada en 350 millones de euros para valorar la realización de convocatorias subsiguientes a lo largo del 2017.<sup>132</sup>

<sup>131</sup> ASCRI - Informe de Actividad de Capital Riesgo, 2014, 2015 y 2016.

<sup>132</sup> Cifra estimada una vez deducida, las comisiones de gestión de AXIS pagadas y estimadas, e incluyendo recursos liberados de fondos asignados.

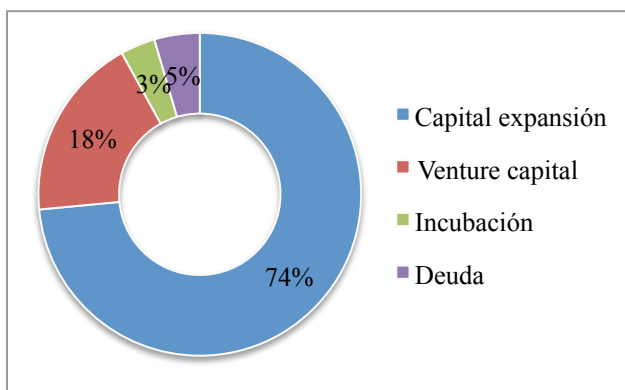
**Figura 18. Captación de nuevos fondos de ECR *privadas* españolas por tipo de inversor. Papel del sector público y Fond-ICO Global)**



Fuente: Elaboración propia con datos de ASCRI

En cuanto a la *distribución de los compromisos globales de Fond-ICO Global por estrategia de inversión*, los 16 fondos aprobados en el segmento de capital expansión reciben el 74% de los compromisos aprobados hasta la sexta convocatoria inclusive, y el 26% restante corresponde a los compromisos aprobados con fondos de *venture capital* (18%), incubación (3%) y deuda (5%) (Figura 19).

**Figura 19. Distribución de los compromisos aprobados por estrategia de inversión– 947 M)**

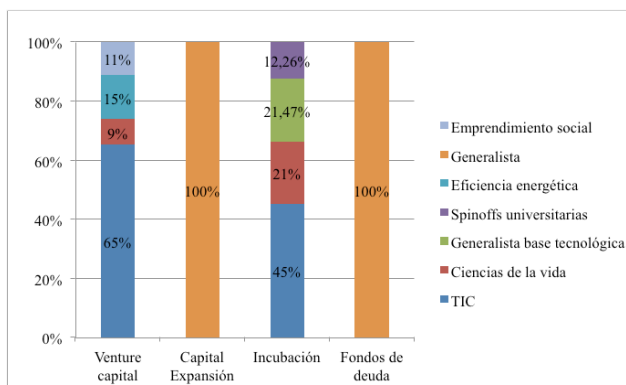


Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales. Junio 2016

En términos del *enfoque inversor por sectores de actividad*, los fondos de capital expansión y de deuda seleccionados son de carácter generalista en su totalidad, mientras que los fondos en *venture capital* e incubación operan en diversos sectores de actividad (Figura 20). En *venture capital*, el 65% de los recursos aprobados se han comprometido con entidades de capital privado que realizan inversiones en el sector de TICs, mientras que el resto de los compromisos se reparten en fondos que invierten en eficiencia energética (15%), emprendimiento social (11%) y ciencias del vida (9%). En la categoría de incubación, casi la mitad de los compromisos aprobados se destinan a entidades que invierten

en TIC (45%), pero también en fondos que se focalizan en operaciones generalistas de base tecnológica (21,5%), en el sector de la ciencias de la vida (21%) o asociadas con transferencia de tecnología (spinoffs académicas, 12%).

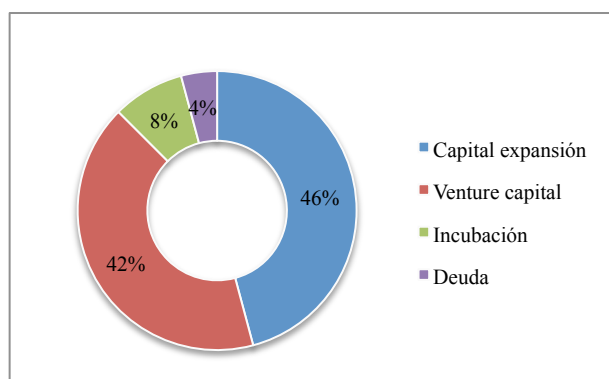
**Figura 20. Compromisos aprobados por estrategia de inversión y enfoque inversor de los fondos participados (% de los compromisos aprobados)**



Fuente: Axis Participaciones Empresariales. Informe de situación, 31/8/16

En cuanto a los *compromisos suscritos*, Fond-ICO Global había formalizado a 30 de Junio de 2016 acuerdos con 27 de los 39 fondos aprobados (Figura 21), quedando a esa fecha 12 fondos aprobados pendientes de formalización. De los 27 fondos formalizados, 24 estaban en cartera, 1 había sido desinvertido y dos estaban formalizados pendientes de suscripción.

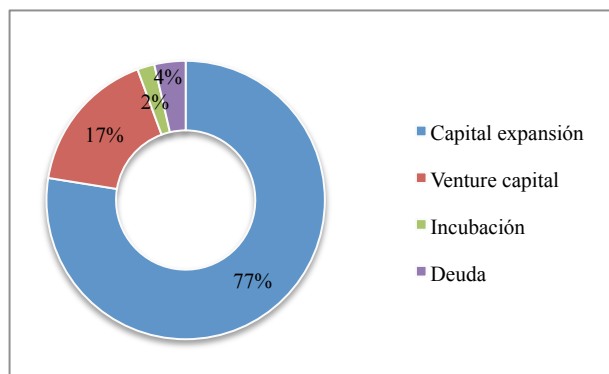
**Figura 21. Fondos en cartera por estrategia de inversión (24 fondos - % de fondos) – A 30/6/16**



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

Los compromisos suscritos con los 24 fondos en cartera ascendían a 552 millones de euros (Figura 22), con un compromiso de inversión en España de 2.191 millones de euros, lo que equivale a un múltiplo de movilización de recursos de casi 3,97 euros por cada euro invertido por el Fondo.

**Figura 22. Compromisos suscritos por estrategia de inversión (552 M - 24 fondos) (% de compromisos suscritos)**



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

El Cuadro 11 contiene un resumen de los datos básicos de los fondos en cartera de Fond-ICO Global a Junio de 2016.

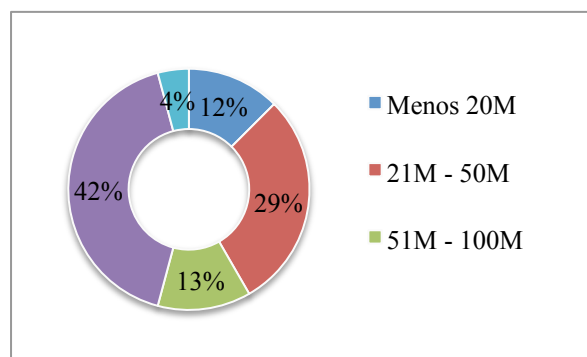
**Cuadro 11. Cartera de Fond-ICO Global. Cuadro resumen por estrategia de inversión a 30/6/16 (en M euros)**

	Capital Expansión	Venture capital	Incuba- ción	Deuda	Total		
Fondos aprobados	16	15	6	2	<b>39</b>		
Compromisos aprobados	696,0	175,0	33,0	43,0	<b>947,0</b>		
Fondos formalizados*	12	12	2	1	<b>27</b>		
	Capital Expansión	Venture capital	Incuba- ción	Deuda	Total portfolio	Fondos desinver- tidos	Total fondos en cartera
Fondos en cartera	11	11	2	1	<b>25</b>	1	<b>24</b>
Compromisos suscrito en cartera	428,13	103,62	10,32	20,37	<b>562,45</b>	10,64	<b>551,81</b>
Tamaño objetivo del fondo	4.790,00	546,00	26,32	120,00	<b>5.482,32</b>	80,00	<b>5.402,32</b>
Compromiso de inversión en España	1.804,41	311,04	22,18	96,51	<b>2.234,14</b>	43,64	<b>2.190,50</b>
Compromisos máximos aprobados por Fond-ICO Global	491,00	130,45	11,0	22,80	<b>655,25</b>	19,50	<b>635,75</b>
Múltiplo de inversión en España					<b>3,4</b>		<b>3,97</b>
Capital desembolsado	143,70	46,28	5,03	0,74	<b>205,75</b>	7,80	<b>197,95</b>
Capital reembolsado	10,9	15,8	0,0	0,1	<b>26,8</b>	7,80	<b>19,04</b>

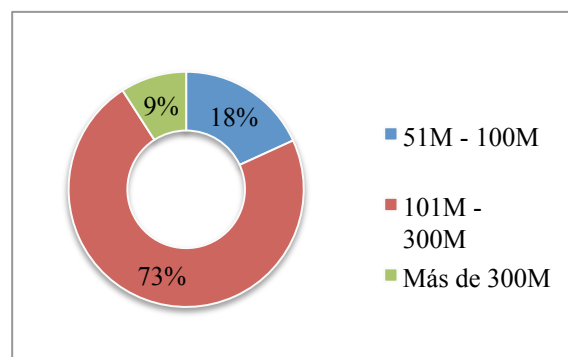
\* De los 27 fondos suscritos a 30/6/16, uno había sido desinvertido con un compromiso suscrito de 11M y un capital desembolsado por importe 7,8M - Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016.

En cuanto al *tamaño de los fondos en cartera según el tamaño objetivo*, la mayoría de los fondos de capital expansión (82%) se sitúan por encima de los 100 millones de euros y el 70% los fondos de *venture capital* se sitúa entre 21 y 50 millones. Los dos fondos de incubación participados tienen un tamaño objetivo por debajo de los 20 millones y el único fondo de deuda invertido a Junio 2016 presenta un tamaño objetivo de 120 millones (Figuras 22 a 25).

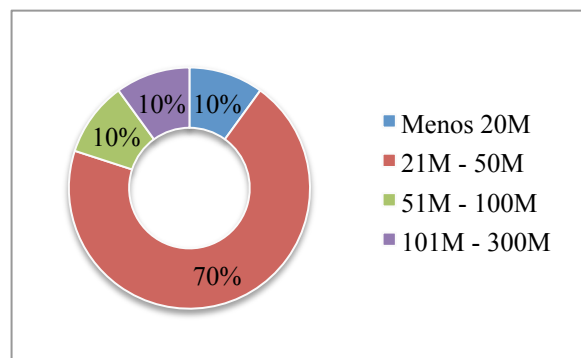
**Figura 23. Fondos en cartera por tamaño objetivo (30/6/16) (#24 fondos) (% de fondos)**



**Figura 24. Capital expansión. Fondos en cartera por tamaño objetivo del fondo (% de fondos)**



**Figura 25. Venture capital. Fondos en cartera por tamaño objetivo (% de fondos)**



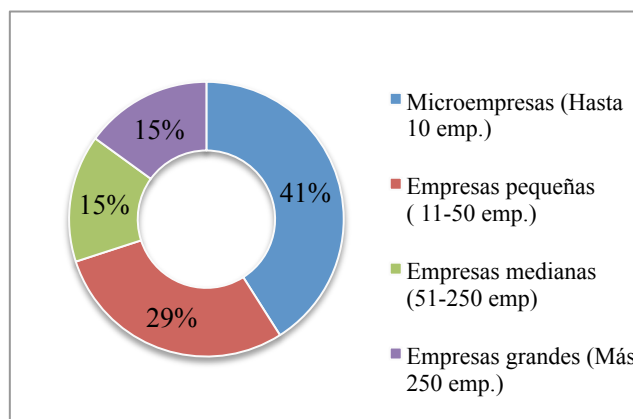
Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

### 5.3 Actividad inversora de la cartera global de fondos participados por Fond-ICO Global

#### 5.3.1 Características de las operaciones de inversión de los fondos en cartera

*Tamaño de las empresas invertidas.* A 30 de Junio de 2016 los 24 fondos en cartera de Fond-ICO Global habían invertido en conjunto 1.879 millones de euros en 202 compañías, de las cuales la gran mayoría (86%) eran PYMEs con base en España. Más de las dos terceras partes de la empresas invertidas por la cartera global de fondos tenía menos 50 empleados y el 41% eran microempresas a dicha fecha (Figura 26).

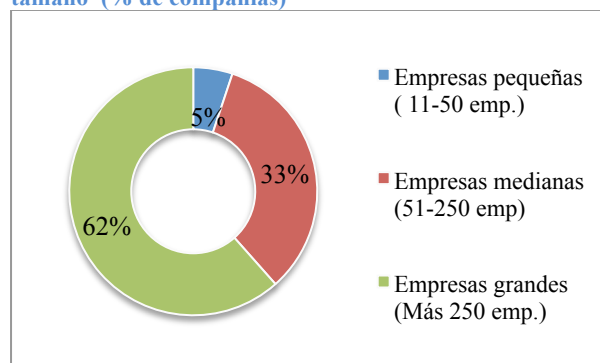
**Figura 26. Compañías invertidas por tamaño (202 compañías - % de compañías)**



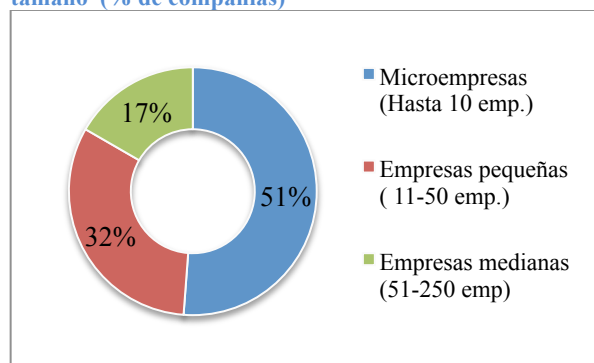
Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

Por segmento de actividad inversora, el 62% y 60% de las compañías invertidas por los fondos de capital expansión y deuda en cartera, respectivamente, eran empresas grandes con más 250 empleados. Del lado de las inversiones de *venture capital*, el 82% de las empresas invertidas tenía menos de 50 empleados y más de la mitad eran microempresas (menos de 10 empleados) a dicha fecha, mientras que la categoría de incubación, el 69% de las compañías no llegaba a los 10 empleados y el 31% restante tenía entre 11 y 50 empleados (Figuras 27 a 30).

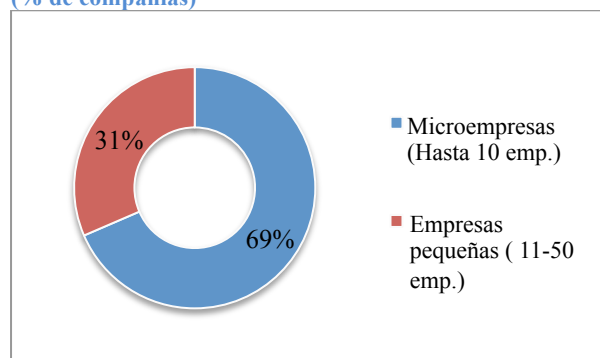
**Figura 27 Capital expansión. Compañías en cartera por tamaño (% de compañías)**



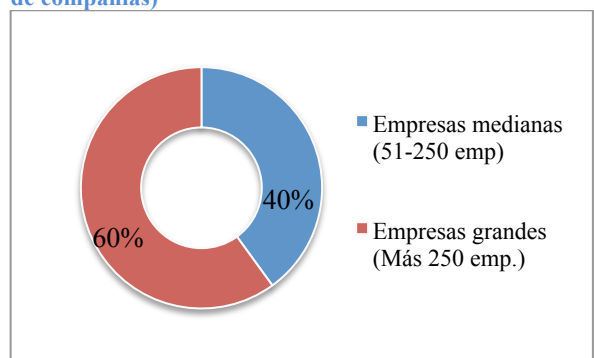
**Figura 28. Venture capital. Compañías en cartera por tamaño (% de compañías)**



**Figura 29 Incubación. Compañías en cartera por tamaño (% de compañías)**



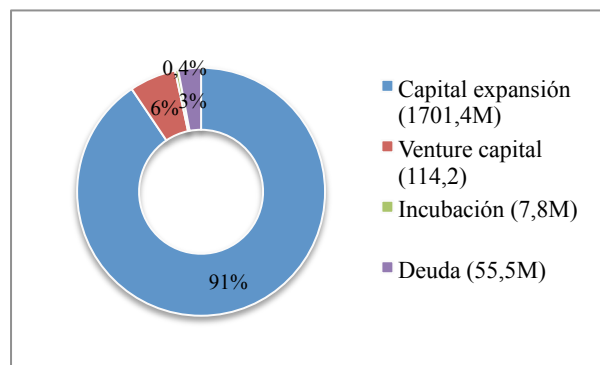
**Figura 30. Deuda. Compañías en cartera por tamaño (% de compañías)**



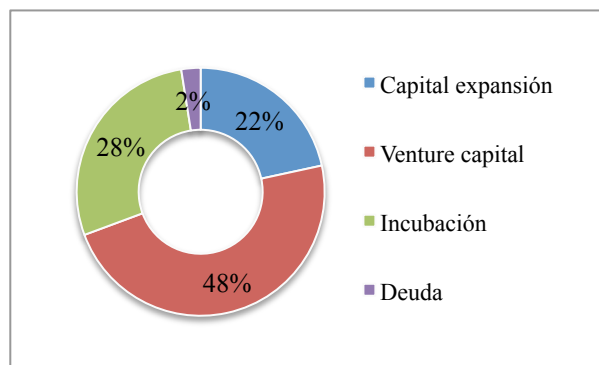
Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

*Inversiones por segmento de capital inversión.* Las operaciones de capital expansión (22% del total de operaciones) representaban a Junio de 2016 el 91% de las inversiones totales de los fondos en cartera a esa fecha, las operaciones de *venture capital* (48% de total de operaciones) representaban el 6% de la inversión, las de incubación (28% del total de operaciones) el 0,4% de la inversión y las operaciones de deuda (2% del total de las operaciones) representaban el 3% de la inversión de los fondos en cartera (Figuras 31 y 32).

**Figura 31. Distribución de las inversiones de los fondos en cartera por segmento de capital inversión (1.879,0 M - % del importe total invertido)**



**Figura 32. Compañías en cartera por segmento de capital inversión (200 compañías - % de compañías)**



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

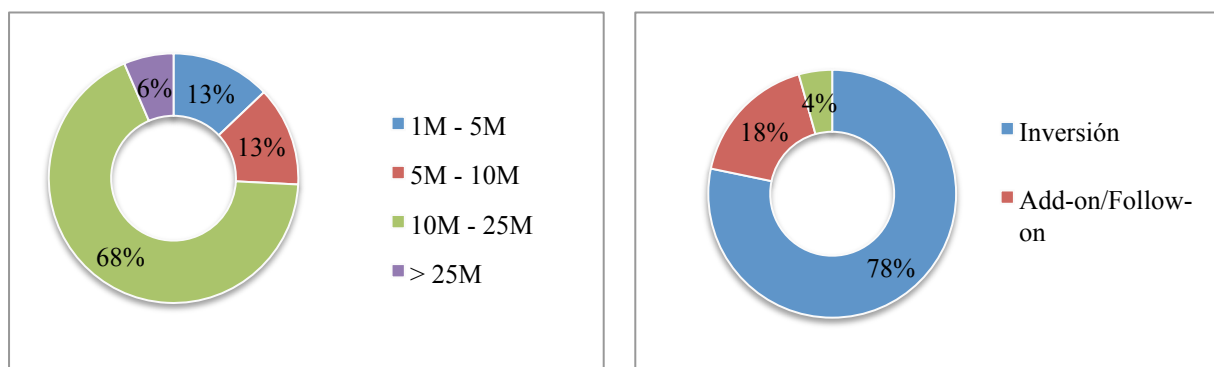
*Tamaño y tipo de operaciones.* La mayor parte de las operaciones de capital expansión realizadas por los fondos en cartera de Fond-ICO Global (un 68% de las operaciones) son inversiones en el tramo



entre 10 y 25 millones de euros, es decir, el tramo inferior del mercado intermedio (entre 10 y 100 millones), mientras que un poco más de la cuarta de las inversiones en este segmento se reparten a partes iguales (13% de las operaciones) en los tramos de 1 a 5 millones y de 5 a 10 millones (Figura 33). El tamaño medio de las operaciones en este segmento (incluyendo nuevas inversiones e inversiones adicionales *add-on-follow-on*), auditadas a Junio de 2016 por la gestora del Fondo, fue de 40,6 millones (mediana en 18,5 millones).

### Capital Expansión

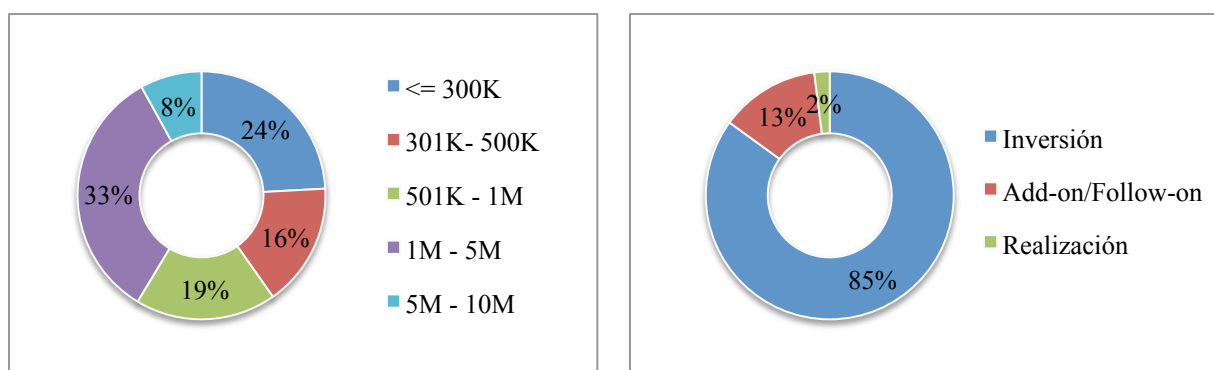
Figura 33. Tamaño de las inversiones (% de operaciones)      Figura 34. Tipo de operación (% de operaciones)



En el segmento de operaciones de *venture capital* auditadas entre el lanzamiento de programa en Octubre de 2013 y Junio de 2016, los fondos en cartera efectuaron operaciones de todos los tamaños entre un mínimo de 20.000 euros y un máximo de 8 millones. El 59% de las operaciones en este segmento no superaron el millón de euros y una tercera parte fueron inversiones entre 1 millón y 5 millones (Figura 35). El tamaño medio de las operaciones en este segmento (incluyendo nuevas inversiones e inversiones adicionales) fue de 1,3 millones de euros (mediana en 549.000 euros).

### Venture capital

Figura 35. Tamaño de las inversiones (% de operaciones)      Figura 36. Tipo de operación (% de operaciones)



En el análisis de las operaciones en la categoría de incubación, ninguna de las operaciones fue superior a 500.000 euros, situándose prácticamente la totalidad en el tramo entre 300.000 y 500.000 euros (Figura 37). El tamaño medio de las operaciones en este segmento (incluyendo nuevas inversiones e inversiones adicionales) fue de 129.000 euros (mediana en 100.000 euros).

## Incubación

Figura 37. Tamaño de las inversiones (% de operaciones)

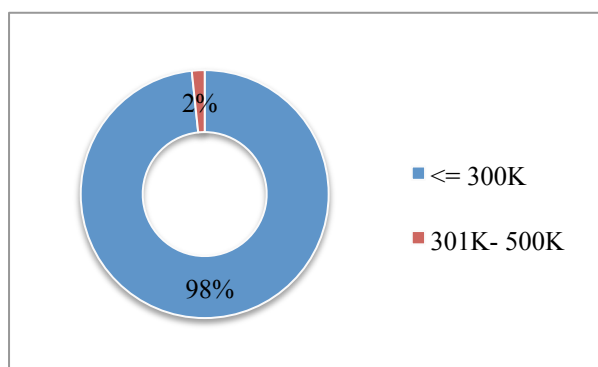
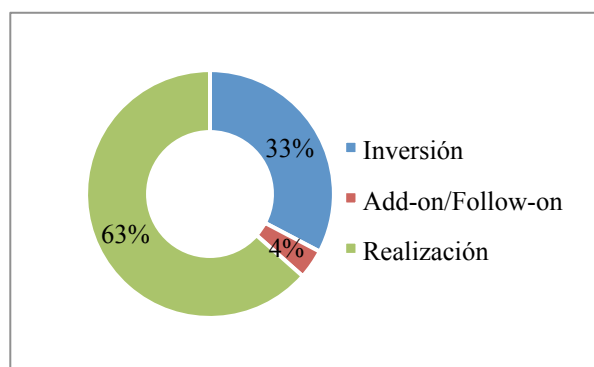


Figura 38. Tipo de operación (% de operaciones)



Finalmente, en el segmento de deuda, de las 5 operaciones en cartera auditadas en el citado período, se registraron 2 en el tramo entre 5 y 10 millones y 3 operaciones en el tramo entre 10 y 25 millones, con un tamaño medio por operación de 11,1 millones de euros (Figura 39).

## Deuda

Figura 39. Tamaño de las inversiones (% de operaciones)

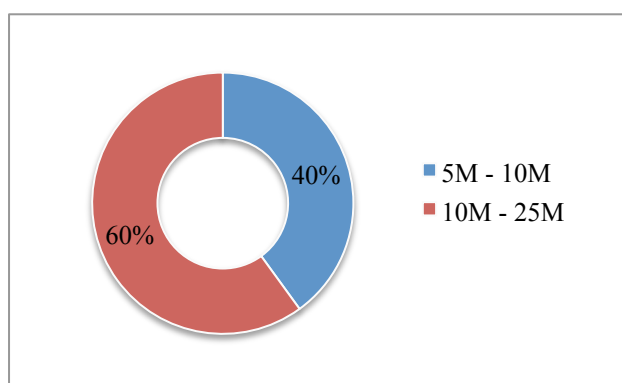
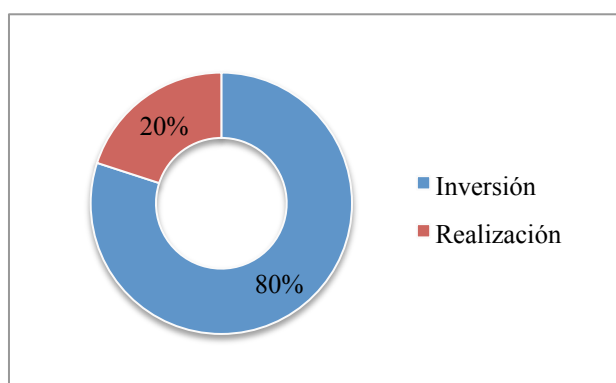


Figura 40. Tipo de operación (% de operaciones)



*Destino geográfico de las inversiones.* En conjunto, los fondos dirigieron el 45% de sus inversiones (41% en el caso de capital expansión) a empresas con base en España, y el 29% (31% en el caso de capital expansión) hacia compañías con base en Francia. El peso relativo del segmento de capital expansión en el volumen total de inversiones de los fondos en cartera determina el patrón de distribución geográfica de las inversiones (Figura 33). La cuarta parte restante de las inversiones se destinaron a operaciones con empresas con base en Bélgica (11%), en Reino Unido (7%), en Estados Unidos (5%) o también con base en países como Portugal, Alemania, Italia, Países Bajos, México, Canadá y Andorra. En los segmentos de *venture capital*, incubación y deuda, el grueso de las inversiones se destinó a empresas con base en España (81%, 97% y 100% de total de las inversiones respectivamente) (Véase Figuras 41 a 45).

Figura 41. Fondos en cartera. Distribución de la inversión por geografía - (1.879M - % del importe total invertido)

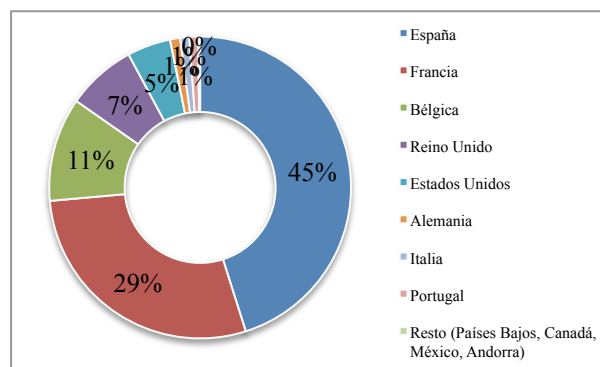


Figura 42. Capital expansión. Distribución de la inversión por geografía (1.701,4M - % del importe total invertido)

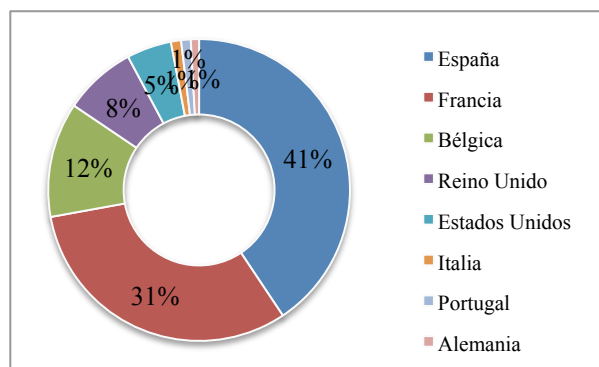


Figura 43. Venture capital. Distribución de las inversiones por geografía (114,2M - % del importe total invertido)

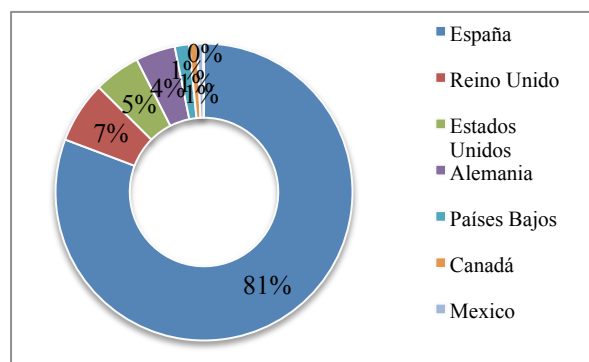


Figura 44. Incubación. Distribución de las inversiones por geografía (7,8M - % del importe total invertido)

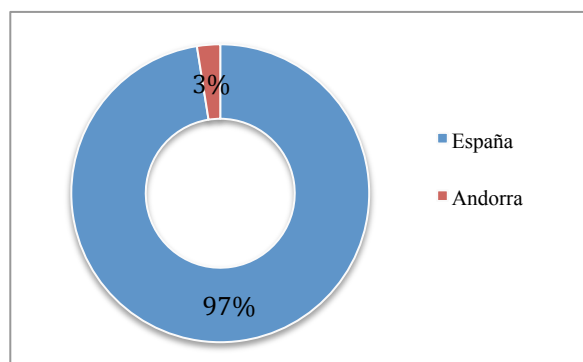
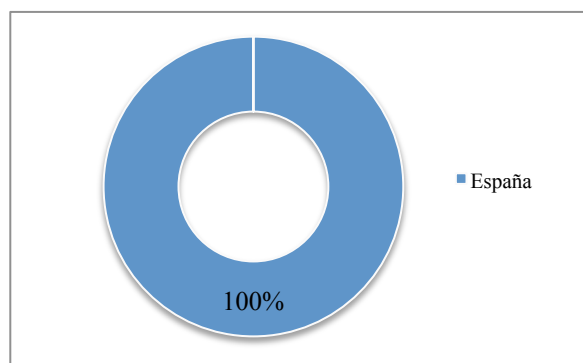


Figura 45. Deuda. Distribución de las inversiones por geografía (55,5M - % del importe total invertido)

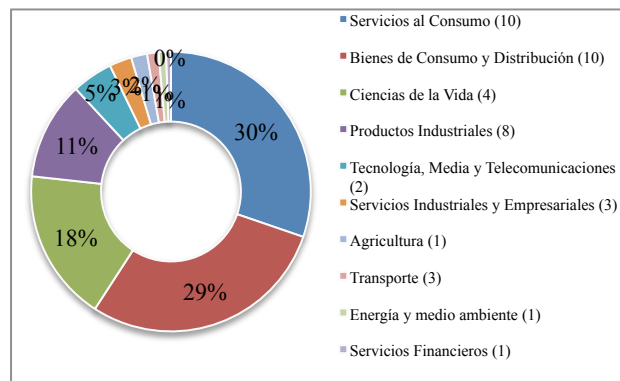


Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

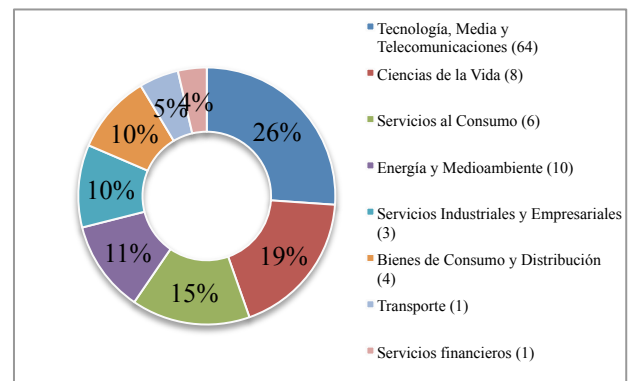
*Destino de las inversiones por sector de actividad.* En cuanto al *enfoque inversor* de los fondos en cartera por segmento de actividad, destacan las operaciones de capital expansión en empresas de tamaño mediano y grande de servicios de consumo (30% del importe total de las inversiones en este segmento a través de 10 operaciones), bienes de consumo y distribución (29% en 10 operaciones) y ciencias de la vida (8% en 4 operaciones). En *venture capital*, los tres sectores que reciben la mayor proporción de las inversiones han sido tecnología, media y telecomunicaciones (26% del importe total de las inversiones en 64 operaciones), ciencias de la vida (19% en 8 operaciones) y servicios de consumo (15% en 6 operaciones). En incubación, la mayor parte de las inversiones de los dos fondos en

cartera se han dirigido a empresas emergentes del sector de tecnología, media y telecomunicaciones (67% del volumen total invertido en 38 operaciones). El resto de las inversiones se ha repartido entre cuatro sectores de actividad: ciencias de la vida (17%, 11 operaciones), servicios industriales y empresariales (7%, 5 operaciones), productos industriales (6%, 2 operaciones) y servicios al consumo (3%, 1 operación). Las inversiones por vía de deuda se han dirigido principalmente a empresas de productos industriales (47% del volumen total invertido en 2 operaciones), servicios industriales, bienes de consumo y distribución y ciencias de la vida (Véase Figuras 46 a 49).

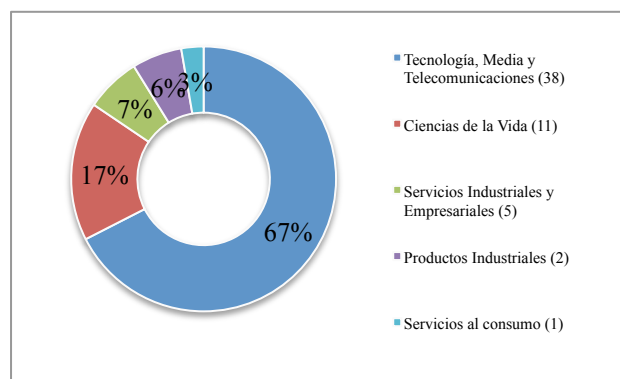
**Figura 46. Capital expansión. Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido)**



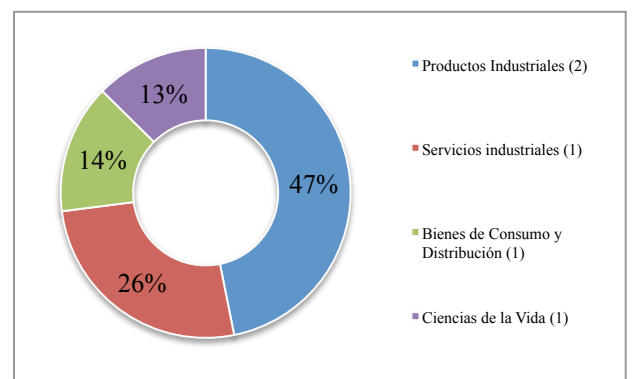
**Figura 47. Venture capital. Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido)**



**Figura 48. Incubación. Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido)**



**Figura 49. Deuda. Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido)**



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales, Junio 2016

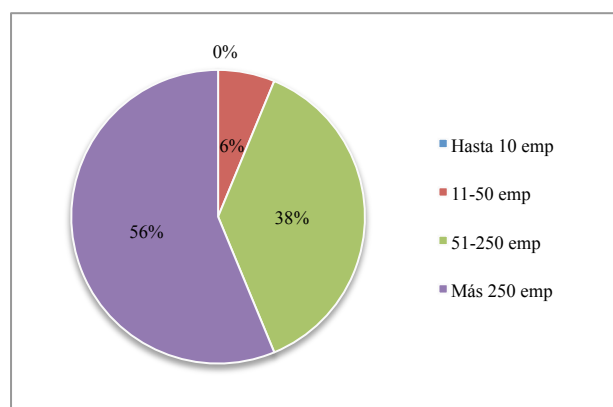
## 6 Alcance y estimación inicial del impacto del programa

### 6.1 Proyección del alcance del programa por número de empresas financiadas

A tres años de su puesta en marcha a finales de 2013 los datos generales del programa y portfolio de Fond-ICO Global en términos de compromisos de inversión suscritos, cartera de fondos invertidos, inversiones de los fondos participados y compañías participadas eran los siguientes:

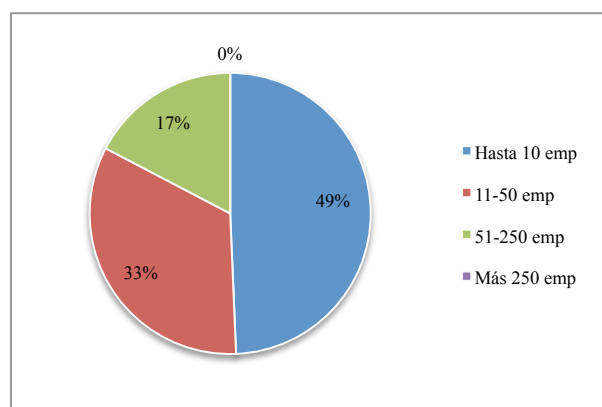
- El Fondo había suscrito compromisos con 27 fondos de capital privado, de los cuales 25 estaban en cartera y uno había sido desinvertido.
- A Junio de 2016, el compromiso suscrito de los 24 fondos en cartera ascendía a 552 millones de euros con un compromiso de inversión en España de 2.191 millones de euros, lo que equivale a un multiplicador de inversión de 3,4.
- Los fondos en cartera habían invertido 1.879,0 millones de euros en 200 compañías (87% PYMEs), que en conjunto daban empleo a 83.248 trabajadores y facturaban por un importe de 7.279,7 millones de euros
- El 87% de las empresas invertidas por los fondos en cartera a dicha fecha eran *PYMEs españolas* que, en conjunto, habían recibido un inversión de 790,4 millones de euros, daban empleo a 51.478 trabajadores y facturaban por un importe de 3.367,7 millones de euros.<sup>133</sup>

Figura 50. Capital Expansión - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías)



	Hasta 10 emp.	11-50 emp.	51-250 emp.	Más 250 emp.
Total empleados		67	1.729	43.690
Promedio		34	144	2.427
Mediana		46	136	871

Figura 51. Venture capital - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías)



	Hasta 10 emp.	11-50 emp.	51-250 emp.	Más 250 emp.
Total empleados	170	749	1.184	
Promedio	5	30	91	
Mediana	4	28	90	

<sup>133</sup> AXIS. Informe de actividad a 30/6/16

Figura 52. Incubación - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías)

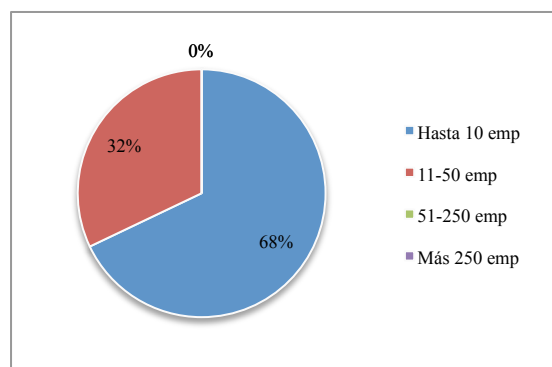
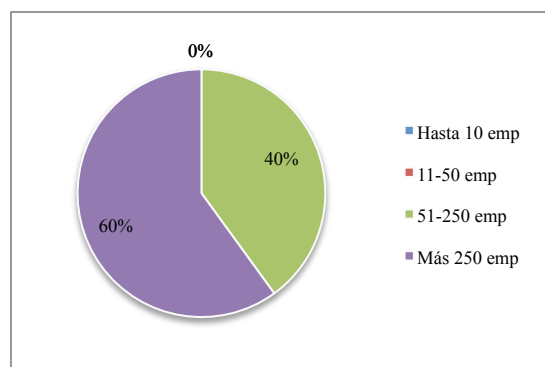


Figura 53. Deuda - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías)



	Hasta 10 emp.	11-50 emp.	51-250 emp.	Más 250 emp.
Total empleados	157	349		
Promedio	4	21		
Mediana	4	16		

	Hasta 10 emp.	11-50 emp.	51-250 emp.	Más 250 emp.
Total empleados			159	2.835
Promedio			80	945
Mediana			80	673

Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

Las proyecciones efectuadas en este documento sobre el alcance del programa de Fond-ICO Global en empresas españolas se basan en extrapolaciones de carácter general basadas en la estrategia de inversión del Fondo en los diferentes segmentos de actividad de capital privado, los patrones de inversión observados en dichos segmentos con arreglo a los requerimientos de inversión en España estipulados en los acuerdos con los fondos participados, el análisis de desempeño de cohortes de empresas españolas en la cartera global de Fond-ICO Global, datos históricos del mercado de capital inversión español a partir de las estadísticas de ASCRI/webcapital riesgo en el período 2010-2015 y en resultados de análisis similares de impacto de inversiones de capital privado en las empresas y en la economía real. Cabe señalar que en razón de la dinámica y evolución del mercado y de las condiciones cambiantes del entorno macroeconómico y su impacto en el clima inversor, no es posible efectuar predicciones sobre el alcance, desarrollo y nivel de impacto económico futuro del mismo. Por consiguiente, cualquier proyección debe interpretarse tomando en cuenta esta limitación central ya que con seguridad no serán representativas de la situación del mercado en el plazo de dos años.

Las proyecciones en relación con el alcance del programa de inversiones de Fond-ICO Global en empresas españolas se basan en los siguientes supuestos generales:

*Tamaño del programa de inversiones del Fond-ICO Global*

- El Fondo cuenta con una dotación de 1.500 millones de euros en el período de inversión 2014-2017.
- La dotación para inversiones se ha ajustado a 1.384 millones resultado de deducir una estimación global de comisiones de gestión para el período de 2013-2029 (año de extinción del fondo).<sup>134</sup>

*Fondos objetivos.*

<sup>134</sup> Fuente: AXIS Participaciones Empresariales, Informe de situación. 31/8/16.

- En adición a los 39 fondos aprobados a Junio de 2016, se espera que el Fondo invierta hasta el cierre del período de inversión (2013-2017) en 17 fondos adicionales (6 en Capital Expansión, 5 en *Venture capital*, 5 en Incubación y 1 en Deuda) hasta un total de 56 fondos.
- Las proyecciones no incluyen los fondos desinvertidos a Junio de 2016 (2) por lo que el número estimado de fondos objetivo se fija en  $37 + 16 = 54$  fondos. No se asume ninguna desinversión en el período 2017-2024.

**Cuadro 12.**

Añadas	Capital Expansión	<i>Venture capital</i>	Incubación	Deuda	Total
Fondos aprobados a 30/6/16					
2012		1			1
2013	1	3			4
2014	4	4	1		9
2015	4	1		1	6
2016	2	2			4
2017*	5	4	5	1	15
Total	16	15	6	2	39
Fondos Desinvertidos	1	1			2
Total a 30/6/16	15	14	6	2	37
Supuestos de nuevos fondos objetivo					
2018*	3	3	3	1	
2019*	3	2	2		
Total análisis 2017-2024	21	19	11	3	54

\* Año de suscripción estimada

#### *Estrategia de inversión de Fond-ICO Global.*

- Para las nuevas inversiones en fondos objetivo hasta el cierre del período de inversión se asume que el Fondo mantendrá la misma distribución de los compromisos totales aprobados a 30 de Junio de 2016.
- Según esta distribución se supone que el Fondo asignará el 73,5% de los recursos en fondos de Capital Expansión, el 18,5% a *Venture capital*, el 3,5% a Incubación y el 4,5% en Fondos de Deuda.

#### *Período y supuestos de inversión de los fondos participados.*

Se asume un período de inversión de 5 años para todos los fondos participados y se adoptan los siguientes supuestos por estrategia de inversión:

- Capital Expansión (fondos aprobados y a incorporar): cada fondo realiza en promedio 2 nuevas inversiones por año durante el periodo de inversión y se supone que el 20% de las operaciones anuales de cada fondo son inversiones adicionales en empresas existentes en cartera (*add-on/follow-on*).
- *Venture capital* (fondos aprobados y a incorporar): cada fondo realiza en promedio 5 nuevas inversiones por año durante el período de inversión, y efectúa hasta 3 inversiones adicionales por año en empresas existentes en cartera (*add-on/follow-on*).
- Incubación (fondos aprobados y a incorporar): realizan en promedio 5 nuevas inversiones por año durante el período de inversión, y efectúan hasta 2 inversiones adicionales por año en empresas existentes en cartera (*add-on/follow-on*).
- Deuda (fondos aprobados y a incorporar): cada fondo realiza en promedio 2 nuevas inversiones por año durante el período de inversión. No se aplica en esta categoría un supuesto de ampliaciones de inversión en empresas del cartera.

*Compromisos de inversión en España por parte de los fondos participados.*

- Se asume el mismo multiplicador sobre los recursos comprometidos por Fond-ICO Global a 30 de Junio de 2016 (3,6), el cual se aplica a los recursos no comprometidos a dicha fecha que ascienden a 437 millones de euros.
- El volumen global disponible para inversión en empresas españolas asciende por tanto a 1.573,2 millones de euros.
- Teniendo en cuenta las inversiones en empresas españolas realizadas a dicha fecha por la cartera global de fondos (819,7 millones), el volumen global de recursos disponibles para el período de inversión de 5 años se estima en 4.197,5 millones de euros ( $4.197,5 = 5.017,2 - 819,7$ ).

*Tamaño medio de las inversiones.*

- En las operaciones de capital expansión y deuda, se asume como tamaño medio de referencia para las nuevas inversiones el que resulta de las operaciones realizadas por los fondos en la cartera del Fondo en estos segmentos entre 2014 y 2016 (19 y 11 millones de euros en promedio respectivamente). Estas dimensiones se corresponden con el tramo inferior de las inversiones del mercado intermedio (entre 10 y 25 millones), cuyo tamaño medio en 2015 fue de 22 millones según datos de ASCRI.
- Para las nuevas inversiones en *venture capital*, se asume como referencia el tamaño medio de las inversiones en empresas españolas realizadas por los fondos en la cartera de Fond-ICO Global en este segmento en el período 2014-2016 (1,4 millones). Para las ampliaciones de inversión en empresas existentes en cartera (*follow-on*), se toma como referencia el tamaño medio de las inversiones de *venture capital* en fase más avanzadas de empresas en crecimiento (*late stage venture*) realizadas entre 2010-2015 tomando como base las estadísticas del mercado elaboradas por ASCRI (2,1 millones).
- En incubación, se asume como referencia para las nuevas inversiones el tamaño medio de las operaciones realizadas por los fondos en la cartera de Fond-ICO Global en este segmento en el período 2014-2016 (0,133 millones). Para las inversiones adicionales en empresas existentes, se toma como referencia la inversión media de las operaciones de *venture capital* en fase semilla y start-up realizadas entre 2010-2015 según datos de mercado de ASCRI (0,647 millones).<sup>135</sup>

El Cuadro 13 muestra los fondos objetivo aprobados y supuestos, la trayectoria de compromisos e inversiones del Fondo y las inversiones de la cartera global de fondos participados de acuerdo con los supuestos arriba descritos.

---

<sup>135</sup> ASCRI – Informe del capital riesgo 2016.



**Cuadro 13- Datos de inversión de Fond-ICO Global 2014-2016 y supuestos 2017-2024**

Período de inversión en fondos de capital privado	2014-2016 <sup>(1)</sup>	2017-2021	
Fondos participados (número)	Fondos aprobados	Fondos a ser invertidos <sup>(2)</sup>	Total fondos objetivo
Capital Expansión	16	6	22
<i>Venture capital</i>	15	5	20
Incubación	6	5	11
Deuda	2	1	3
	39		
Fondos desinvertidos	2		
Total	37	17	54
Compromisos de inversión	Aprobado 2014-2016	A aprobar	Total
Capital Expansión	696,0		
<i>Venture capital</i>	175,0		
Incubación	33,0		
Deuda	43,0		
Total compromisos de inversión de Fond-ICO Global (M)	947,0	437,0	1.384,0
Total compromiso de inversión en España por los fondos participados (M)	3.444,0	1.573,2	5.017,2
Multiplicador en España	3,6	3,6	3,6
Inversiones de los fondos participados (en M)	Invertido 2014-2016 <sup>(2)</sup>	Pendiente de invertir / a invertir 2017-2024 <sup>(3)</sup>	Total
Capital expansión	640,8	3.085,2	3.726,0
<i>Venture capital</i>	116,1	776,5	892,6
Incubación	7,3	146,9	154,2
Deuda	55,5	188,9	244,4
Total	819,7	4.197,5	5.017,2
Inversión media (en M)	2014-2016		
Capital Expansión	19,4		
<i>Venture capital</i>	1,4		
Incubación	0,133		
Deuda	11,1		

(1) Estimación - (2) A 30/6/16 - (3) Estimación

Si Fond-ICO Global implementara su estrategia de inversión y los fondos participados despliegan su actividad según los parámetros indicados antes indicados, la proyección de nuevas inversiones en el mercado sería la siguiente (Cuadro 14 a 17) por estrategia de inversión.

**Cuadro 14. Capital Expansión. Análisis de Fond-ICO Global - Inversiones en España**

Año	Fondos	Nº nuevas inversiones)	Nuevas inversiones (M euros)	Nº inversiones follow-on	Inversiones follow-on (M euros)	Total Nº inversiones / año	Total inversiones (M euros)	Acumulado (M euros)
2017	15	20	388,0	5	125,0	25	513,0	360,0
2018	3	30	582,0	8	200,0	38	782,0	1.295,0
2019	3	34	659,6	9	225,0	43	884,6	2.179,6
2020		34	659,6	9	225,0	43	884,6	3.064,2
2021		26	504,4	7	175,0	33	679,4	3.743,6
2022		22	426,8	6	150,0	28	576,8	4.320,4
2023		12	232,8	3	75,0	15	307,8	4.628,2
2024		6	116,4	2	50,0	8	166,4	4.794,6
Total	21	184	3.569,6	49				

**Cuadro 15. Venture capital. Análisis de Fond-ICO Global - Inversiones en España**

Año	Fondos	Nº (Nuevas) inversiones	(Nuevas) inversiones (M euros)	Nº inversiones follow-on	Inversiones follow-on (M euros)	Total Nº inversiones / año	Total inversiones (M euros)	Acumulado (M euros)
2017	14	50	70,0	30	60,0	80	130,0	130,0
2018	3	65	91,0	39	78,0	104	169,0	299,0
2019	2	65	91,0	39	78,0	104	169,0	468,0
2020		60	84,0	36	72,0	96	156,0	624,0
2021		55	77,0	33	66,0	88	143,0	767,0
2022		45	63,0	27	54,0	72	117,0	884,0
2023		25	35,0	15	30,0	40	65,0	949,0
2024		0	0,0	6	12,0	6	12,0	961,0
	19	365	511,0	225	450			

**Cuadro 16. Incubación. Análisis de Fond-ICO Global Inversiones en España**

Año	Fondos	Nº (Nuevas) inversiones	(Nuevas) inversiones (M euros)	Nº inversiones follow-on	Inversiones follow-on (M euros)	Total Nº inversiones / año	Total inversiones (M euros)	Acumulado (M euros)
2017	17	5	0,7	2	1,3	7	2,0	1,8
2018	3	30	4,0	12	7,8	42	11,8	13,7
2019	3	45	6,0	18	11,6	63	17,6	31,3
2020		55	7,3	22	14,2	77	21,5	52,9
2021		50	6,7	22	14,2	72	20,9	73,8
2022		50	6,7	22	14,2	72	20,9	94,7
2023		25	3,3	10	6,5	35	9,8	104,5
2024		10	1,3	4	2,6	14	3,9	108,4

**Cuadro 17. Deuda. Análisis de Fond-ICO Global - Inversiones en España**

Año	Fondos	Nº (Nuevas) inversiones	(Nuevas) inversiones (M euros)	Nº inversiones follow-on	Inversiones follow-on (M euros)	Total Nº inversiones / año	Total inversiones (M euros)	Acumulado (M euros)
2017	2	2	22,0			2	22,0	22,0
2018	1	4	44,0			4	44,0	66,0
2019	3	6	66,0			6	66,0	132,0
2020		6	66,0			6	66,0	198,0
2021		4	44,0			4	44,0	242,0
2022		4	44,0			4	44,0	286,0
2023		2	22,0			2	22,0	308,0
2024		0	0,0			0	0,0	308,0
Total	6	28	308,0			28		

Sobre esta base, las inversiones totales en España de la cartera de fondos de Fond-ICO Global podría llegar a afectar a más de 720 compañías en el período de inversión supuesto (2017-2024), lo que equivale de forma aproximada, en promedio, a 29 compañías por año en Capital Expansión, a 59 compañías por año financiadas por *venture capital*, 34 proyectos en el segmento de incubación por año y 4 compañías financiadas por año por fondos de deuda. Si se consideran las 161 nuevas inversiones realizadas en empresas españolas realizadas desde el lanzamiento del programa hasta Junio 2106, el alcance global de programa podría alcanzar en 2024, según estos parámetros, a más de 880 empresas aproximadamente.

Desde el punto de vista de la creación de empleo, uno de los resultados obtenidos por el proyecto VICO financiado por la Comisión Europea (VICO Project 2011), sobre el cual se han llevado a cabo una serie de casos de estudio y de estudios cuantitativos en detalle sobre el impacto del capital privado en las empresas y la economía real, indica que las inversiones de capital inversión privado (*private equity*) en un país se correlacionan negativamente con la tasa de desempleo. Un estudio de Ernst & Young sobre desinversiones basado en una muestra de 473 empresas invertidas por capital inversión privado con un valor empresa superior a 150 millones en el momento de adquisición a partir de 2005 en adelante informa que el empleo en las empresas invertidas creció en promedio a una tasa del 2,2%

anual.<sup>136</sup> Comparativamente, el crecimiento anual del empleo (a tiempo completo) en España ha fluctuado entre un -2% y un 3,2% entre el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2016, siguiendo la senda del crecimiento del PIB entre -1,8 y 3,4% interanual en el mismo período.<sup>137</sup>

## 6.2 Estimación del impacto inicial del programa en términos de empleo

Las estimaciones sobre el impacto inicial del programa de inversiones de Fond-ICO Global en términos de empleo que se calculan a continuación se basan en los datos disponibles correspondientes a la cohorte de empresas españolas en cartera del Fondo a Junio de 2016, en los diferentes segmentos de inversión (*venture capital*, capital expansión, incubación y deuda, y en datos previsionales extraídos de una encuesta realizada entre Julio y Septiembre de 2016 con los gestores de 28 fondos aprobados por Fond-ICO Global (Ver capítulo 7 para detalles y resultados generales de la encuesta).

Los datos de empleo utilizados como base para el análisis corresponden a la cifra de empleo agregado actual (cifras anualizadas a Junio de 2016 extraídas del Informe de Actividad Trimestral elaborado por Fond-ICO Global) y las previsiones para el ejercicio 2017 recogidas de dicha encuesta. Para abordar la evaluación del impacto inicial del programa, dichos datos fueron ajustados a valores “netos” mediante la aplicación de un factor reductor del sesgo optimista, propio de datos previsionales basados en la percepción de poblaciones encuestadas (por ejemplo, emprendedores respecto de la evolución de sus proyectos o gestores de fondos respecto de sus participadas); por un factor de adicionalidad, que permite contemplar los impactos netos atribuibles al programa; y por un factor de desplazamiento, que permite contemplar efectos en la asignación de recursos entre beneficiarios (compañías invertidas) y no beneficiarios (compañías no invertidas) programa. Los supuestos de factores de ajuste han sido adaptados de un estudio de evaluación llevado a cabo para medir el impacto de un programa de financiación dirigido a proyectos emprendedores de nueva creación<sup>138</sup>.

Sobre esta base, los resultados ajustados obtenidos se escalan a una población total de compañías participadas actuales o futuras compuesta por la población de empresas existentes en cartera objeto de estudio a la que se añade una proyección de nuevas inversiones para el período 2017-2019. Para efectuar una estimación inicial del impacto a medio plazo del programa, se asume la persistencia del efecto de empleo neto obtenido en dicho período ajustado con unas tasas de supervivencia estimadas.

El Cuadro 18 muestra el efecto de empleo agregado “bruto” de cada cohorte de empresas por segmento de inversión según los datos del Informe Trimestral de Actividad de Fond-ICO Global (empleo actual agregado a Junio de 2016) y las previsiones anuales agregadas para 2017, a partir de la información extraída de la citada encuesta con gestores de los fondos aprobados. Se supone que el volumen de empleo indicado comprende el equipo humano global de cada compañía (propietarios de la compañía y empleados) y el número total equivalente de puestos de trabajo a tiempo completo en la organización. Por consiguiente, tales resultados deben considerarse solamente con carácter indicativo.

---

<sup>136</sup> Ernst & Young (2011)

<sup>137</sup> Gobierno de España, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Informe sobre evolución del empleo, Junio 2016

<sup>138</sup> British Business Bank (2016). *Evaluation of start-up loans. Year 1 report*, Disponible en <http://british-business-bank.co.uk/research/>

Cuadro 18

	Venture capital (VC) (23) <sup>1</sup>		Incubación (I) (24) <sup>1</sup>		Capital expansión / Deuda (CE/D) (17) <sup>1</sup>	
	2016 (a 30/6/16) <sup>2</sup>	2017 (previsión) <sup>3</sup>	2016 (a 30/6/16) <sup>2</sup>	2017 (previsión) <sup>3</sup>	2016 (a 30/6/16) <sup>2</sup>	2017 (previsión) <sup>3</sup>
Empleo agregado bruto	1.113	1.483	282	716	13.706	15.580
Efecto de empleo neto <sup>4</sup>	278	278	71	134	1.723	1.558
Nivel de adicionalidad		17%		19%		10%

(1) N° de compañías por cohorte con datos de empleo estimados disponibles a través de la encuesta realizada

(2) Datos anualizados. Fuente: Informe de Actividad Trimestral. AXIS Participaciones empresariales, Junio 2016

(3) Datos previsionales reportados por los gestores de los fondos aprobados encuestados.

(4) Valores brutos ajustados por sesgo optimista (-25% y -20% para las cohortes de VC e I; -20% para el grupo en CE/D; adicionalidad (0,5 para las cohortes de VC e I, y 0,25 para el grupo de CE/D, y desplazamiento (-50% para las tres cohortes de empresas)

Fuente: Elaboración propia.

Para ajustar el impacto del sesgo optimista en las previsiones de empleo<sup>139</sup>, se aplicó un factor de -25% sobre los datos previsionales agregados para 2017, correspondientes el grupo de empresas emergentes, invertidas por *venture capital* o bajo régimen de incubación, por una parte, y un factor de -20% sobre los datos previsionales agregados correspondientes al grupo de empresas más establecidas invertidas por capital expansión y deuda por otra parte.

En cuanto al factor de adicionalidad de un programa de ayuda o financiación desde el sector público, a partir del análisis de los resultados de los beneficiarios del mismo (por ejemplo empresas receptoras de ayuda o financiación pública), se debe calcular el denominado impacto “deadweight”. Un impacto “deadweight” se define como aquel impacto de una intervención que se hubiera generado o producido, en cualquier caso, sin la prestación del programa de ayuda de que se trate. El efecto “deadweight” de un programa mide, por tanto, hasta qué punto el impacto estimado en la economía que se deriva de un programa público (por ejemplo, en términos de creación de empleo) se hubiera generado sin las prestaciones de dicho programa. Por ejemplo, si una compañía no recibe una subvención, es posible que invierta alternativamente los recursos que hubiera comprometido en la función de I+D en otras actividades diferentes a fin de generar ingresos. Comparando los impactos alcanzados con la ayuda con los impactos que se hubieran alcanzado sin la misma, se establece el nivel de impacto adicional que podría asimilarse como beneficio resultante de la intervención. En el presente análisis, el supuesto de efecto “deadweight” que hemos utilizado como referencia se basa en el ratio promedio obtenido en el estudio de impacto antes mencionado. Este factor promedio se derivó a partir de las respuestas individuales de los emprendedores a la pregunta si el proyecto se hubiera implementado o desarrollado, en el mismo período de tiempo, tamaño y calidad, sin la ayuda de financiación objeto de evaluación. En los extremos, a los emprendedores que indicaron que el proyecto no se hubiera creado ni desarrollado sin el programa de ayuda se les asignó un factor de valor 1 (lo que equivale a un 100% de adicionalidad al programa o un efecto “deadweight” nulo), mientras que a los emprendedores que indicaron que el proyecto se hubiera implementado y desarrollado de cualquier manera, en el mismo período tiempo, tamaño y calidad, sin el programa de ayuda, se les asignó un valor de 0 (lo que equivale a un 0% de adicionalidad al programa o efecto “deadweight” completo).<sup>140</sup> En el estudio utilizado como referencia, en los casos en que los emprendedores respondieron que el proyecto se hubiera lanzado o desarrollado en cualquier caso, pero con una escala diferente a la existente en el

<sup>139</sup> “Optimism Bias in Non-Infrastructure Projects”, disponible en <http://www.evaluationonline.org.uk/evaluations/help/guidance.htm>; BERR (Department for Business Enterprise & Regulatory Reform (2008); BIS (2011); Armstrong, Dávila, Foster & Hand (2007)

<sup>140</sup> En esta última instancia, si fuese el caso, no se produciría retorno alguno por los recursos invertidos en la medida que el impacto neto en la economía es nulo.

momento del estudio, se les solicitó, adicionalmente, que proporcionaran una estimación del tamaño (en facturación y en empleo) que hubieran alcanzado si no hubieran tenido acceso a la financiación recibida. A cada respuesta individual sobre una categoría de escala estimada del proyecto en caso de no haber recibido la ayuda (por ejemplo, “menos del 25% de la tamaño actual”, “entre un 25% y 50 del tamaño actual”, etc.), se le aplicó un supuesto de efecto de adicionalidad, el cual fue de mayor a menor en cada caso, cuanto mayor fuera la escala estimada del proyecto si no hubiera mediado la ayuda objeto de evaluación.<sup>141</sup> Tomando en consideración el conjunto de las respuestas individuales ponderadas en cada casa por un factor de adicionalidad, el ratio promedio resultante fue de 0,47, es decir, según la percepción de los emprendedores, casi la mitad del efecto de creación de valor (cifra de negocios) se hubiera producido de cualquier manera sin el programa de ayuda o, lo que es lo mismo, el 53% del efecto en facturación se percibía como adicional al programa. En el citado estudio, la misma lógica se aplicó al análisis del efecto de empleo. Para el presente análisis, hemos supuesto un factor de adicionalidad de 0,5 para las empresas invertidas en fases semilla, arranque o crecimiento inicial (*venture capital* e incubación), mientras que para la cohorte de empresas que recibieron capital expansión, al tratarse de pymes ya establecidas en procesos de crecimiento, reestructuración o revitalización, hemos aplicado un factor más moderado de 0,25; es decir, suponiendo que el 25% del efecto de empleo es adicional al programa.

El tercer nivel de ajuste sobre los valores netos, ya ajustados por los factores de sesgo optimista y adicionalidad, es el denominado efecto de desplazamiento. Esto se produce cuando las empresas beneficiarias de un programa público (a través de ayudas o financiación directa o indirecta) compiten por recursos o cuota de mercado con empresas no beneficiarias del mismo. Esto se cuantifica para analizar efectos netos adicionales recogiendo información sobre la localización de las ventas, el nivel percibido de competencia en los principales mercados objetivo y hasta qué punto la competencia absorbería las ventas de la compañías beneficiarias en caso de que éstas cesaran sus operaciones. Para el presente análisis, se ha tenido en cuenta que la mayoría de las pymes consideradas comercializan sus productos en el mercado local, especialmente las pymes invertidas por *venture capital* o bajo incubación (18% y 11% de ventas exteriores en promedio respectivamente), mientras que las empresas invertidas por capital expansión presentan una exposición externa más elevada aunque con más del 60% en promedio de sus ventas en el mercado local. De otro lado, a falta de información sobre el grado de rivalidad en los sectores de actividad, se asume no obstante, a efectos simplificadores, un nivel elevado de competencia en los mercados que operan estas empresas. Sobre esta base, y utilizando los resultados del estudio de referencia, hemos supuesto efectos de desplazamiento elevados, -50% y -40% sobre los valores de empleo neto ajustados, para el grupo de empresas emergentes (*venture capital* e incubación) y para el grupo de pymes existentes más establecidas (capital expansión y deuda), respectivamente.

Aplicando los supuestos de ajuste arriba descritos, los datos sugieren que las tres cohortes de compañías financiadas en los tres segmentos de inversión habrían generado 278, 71 y 1.723 empleos netos adicionales a mediados de 2016, con una expectativa de 278, 134 y 1.558 empleos netos en 2017 respectivamente. Estos datos pueden ser escalados al conjunto de la población de empresas en cartera a Junio de 2016, siempre que las características de las empresas con datos disponibles de la encuesta se correspondan con las del conjunto de empresas invertidas en cartera (82 compañías en *venture capital*, 55 compañías en incubación y 38 en capital expansión y deuda) (Ver Cuadro 19).

---

<sup>141</sup> Por ejemplo, cuando los emprendedores respondieron que su proyecto hubiera alcanzado, sin el programa de financiación, “menos del 25% del tamaño actual (momento del estudio)”, se estableció un efecto de adicionalidad de 0,875, es decir, se suponía que el 87,5% del efecto de la cifra de negocios o empleo era adicional al programa.

**Cuadro 19 Población de empresas españolas en cartera y de empresas reportadas en la encuesta con los gestores de fondos aprobados**

Categorías	Venture capital (VC)		Incubación (I)		Capital Expansión/Deuda (CE/D)	
	En cartera (n=82 - 30/6/16)	Encuesta (n=23)	En cartera (n=55 - 30/6/16)	Encuesta (n=24)	En cartera (n=38 - 30/6/16)	Encuesta (n=17)
<b>Porcentaje de compañías</b>	47%	35%	19%	38%	22%	27%
<b>Ventas totales</b>	205,3M (6,10%)	143,6M (7,5%)	10,2M (0,3%)	5,7M (0,3%)	3.192,1M (93,4%)	1.741,4M (92%)
<b>Ventas exteriores (% promedio)</b>	13%	18%	8%	11%	42%	36%
<b>Empleo total</b>	2.339 (5%)	1.113 (7%)	638 (1%)	282 (2%)	48.501 (94%)	13.706 (91%)
<b>Tamaño (% cias.)</b>						
Hasta 10 emp.	49%	9%	68%	58%	-	-
11-50 emp.	33%	43%	32%	42%	6%	6%
51-250 emp.	17%	48%	-	-	38%	29%
Más 250 emp.	-	-	-	-	56%	65%
<b>Sector de actividad (% cias.)</b>						
Tecnología, Media y Telecomunicaciones	69%	24%	61%	52%	3%	
Ciencias de la Vida	2%		20%	9%	8%	11%
Servicios al Consumo	6%	18%	2%		22%	33%
Energía y Medioambiente	12%	47%	-	-	3%	
Servicios Industriales y Empresariales	2%	6%	9%	17%	11%	11%
Bienes de Consumo y Distribución	5%	-	-	-	22%	17%
Transporte	-	-	-	-	5%	6%
Servicios financieros	2%	6%	-	-	3%	6%
Productos industriales	-	-	10%	22%	22%	11%
Agricultura	-	-	-	-	3%	6%
<b>Tamaño de la inversión (% de cias.)</b>						
<=300K	27%	14%	96%	100%	-	-
301K-500K	12%	5%	4%	-	-	-
501K-1M	12%	14%	-	-	-	-
1M-5M	24%	57%	-	-	8%	6%
6M-10M	5%	10%	-	-	16%	16%
11-25M	-	-	-	-	54%	39%
Más 25M	-	-	-	-	-	39%

Los impactos de empleo agregado neto para 2017 (278, 135 y 1.558 empleos netos), correspondientes a las cohortes de empresas españolas por segmento de inversión en VC, I y CE/D respectivamente y a partir de la encuesta realizada (n(VC)=23 compañías; n(I)=24 compañías y n(CE/D)=17 compañías), equivalen a un efecto de empleo neto de 12, 6 y 91 empleos por empresa participada. Aplicando estos resultados a la población total de empresas españolas en cartera en el período bajo evaluación (n(VC)= 82 compañías; n(I)=55 compañías y n(CE/D)=38 compañías), y asumiendo una tasa de supervivencia anual del 88%, 82% y 90% para las compañías en cartera en el período 2016-2017 respectivamente<sup>142</sup>, se puede extraer una estimación indicativa de un efecto neto, en conjunto, de más de 4.900 empleos aproximadamente en el año 2017. Si suponemos de manera lineal la persistencia del

<sup>142</sup> Eurostat (2014) (bd\_9b\_sz\_cl\_r2).

efecto de empleo neto estimado para 2017 en los dos años subsiguientes, aplicando una tasa de supervivencia anual similar e incorporando una proyección de nuevas inversiones para 2018 y 2019 (Ver Cuadros 14 a 17 en el apartado precedente), los efectos de empleo neto estimados resultantes son de 1.284, 246 y 4.508 empleos netos para el primer año y 1.812, 348 y 6.532 empleos netos para el segundo año.

Estos impactos agregados solamente tienen una validez indicativa y deben ser considerados con las debidas reservas. Por una parte, los cambios en el empleo utilizados para los cálculos se basan en estimaciones reportadas en la encuesta realizadas con un grupo de fondos aprobados por Fond-ICO Global, y no en datos reales de ejecución. Por otro lado, los supuestos de ajuste por adicionalidad y desplazamiento aplicados a los datos previsionales brutos se basan en cálculos derivados en un estudio de referencia. Los factores de referencia han sido construidos a partir de datos de percepción, reportados a través de encuesta por una población de beneficiarios de un programa público de financiación para emprendedores emergentes, respecto del desempeño pasado y futuro de sus proyectos en términos de volumen de negocio y empleo entre otras consideraciones. Asimismo, cabe remarcar que los resultados de efectos netos son, por tanto, muy sensibles a la variación en la magnitud de las variables de desplazamiento, adicionalidad o persistencia del efecto en ejercicios subsiguientes.





## 7 Desarrollo de la actividad de capital inversión a corto y medio plazo: Perspectivas de los gestores de los fondos en cartera de Fond-ICO Global

Para analizar las expectativas de los fondos en cartera de Fond-ICO Global respecto de su actividad inversora y el desarrollo futuro de la misma se llevó a cabo entre Julio y Septiembre de 2016 una encuesta dirigida a los gestores de 28 fondos aprobados por el Fondo. De los 28 fondos a los que se envió el cuestionario, 25 estaban suscritos, 23 se encontraban en cartera y 3 se encontraban en vías de suscripción. Asimismo, 20 fondos de los 28 encuestados tienen base en España, 2 en Francia y el resto en Alemania, Andorra, Canadá, Estados Unidos, Portugal y Reino Unido respectivamente. Por segmentos de actividad, 12 de los fondos encuestados están enfocados en capital expansión, 11 en *venture capital*, 4 en incubación y 1 en deuda corporativa. De los 28 cuestionarios enviados, se recibieron 24 completados.

La encuesta se estructuró para recoger las expectativas y percepciones de los gestores de los fondos en cartera de Fond-ICO Global en relación con ocho áreas de información principales: i) evolución prevista del desempeño de las compañías en cartera; ii) flujo de proyectos y perspectivas de operaciones para los próximos tres años; iii) factores de riesgo principales sobre el desempeño de las compañías participadas; iv) aportación de valor del fondo en las compañías en cartera; v) dificultades y barreras que afectan o pueden afectar en el futuro el desarrollo de la actividad inversora en el sector de capital inversión; vi) perspectivas sobre la evolución del sector de capital inversión en España; vii) aportación del Fondo como socio inversor (*limited partner*) en los fondos participados y viii) papel del Fondo en el sector de capital privado como fondos de fondos público. A continuación se describen los resultados principales de la encuesta.

### 7.1 Evolución prevista del desempeño de las compañías participadas

*Cambio en la cifra de negocios.* Algunos de los fondos encuestados prefirieron no suministrar datos de desempeño de sus participadas por lo que no es posible disponer de información completa en este apartado. Los datos previsionales de facturación para el período 2016-2018 obtenidos de la encuesta corresponden a 68 empresas de un total de 174 empresas españolas auditadas en la cartera “indirecta” de Fond-ICO Global a Junio de 2016. En conjunto, esta grupo de compañías representaban a Junio de 2016 el 88% del volumen total de ventas de las empresas españolas en dicha cartera. De acuerdo con las previsiones de los fondos, el 96% de estas compañías (65) aumentarán su cifra de negocio entre 2016 y 2018. El impacto global neto de este cambio en el volumen de ventas representa un incremento estimado del 24% en términos absolutos en dicho período.

**Cuadro 20. Cambio en la cifra de negocio (Datos agregados en M euros). Previsiones 2016-2018 (n=68 empresas españolas)**

Previsión en la evolución de la cifra de negocio**	Período de análisis		Incremento absoluto
	Previsión cierre 2016 (miles de euros)	Previsión 2018 (miles de euros)	
Aumentará	2.949,1	3.658,1	24%
Se mantendrá igual	3,2	3,2	-
Disminuirá	1,4	0,995	-29%
<b>Total de compañías</b>	<b>2.953,7</b>	<b>3.662,3</b>	<b>24%</b>

*Incremento neto global en 2 años*

*Cambio en el empleo.* En relación con la evolución del empleo prevista para el período 2016-2018, los datos previsionales obtenidos de la encuesta corresponden a 57 de las 174 empresas españolas en las carteras de los fondos participados por Fond-ICO Global a Junio de 2016. Tomando en consideración los datos de empleo interanuales del informe de actividad a dicha fecha, este grupo de compañías empleaban en conjunto 41.914 personas, lo que representaba un 81% del empleo total de las 174 compañías españolas invertidas en cartera. De acuerdo con las previsiones de los fondos, entre 2016 y 2018, 34 de estas 57 compañías (60%) ampliarán su plantilla de empleados, 21 la mantendrán sin cambios y 2 la reducirán. Las 21 compañías para las que se no prevén cambios en el tamaño de sus plantillas representan el 80% del empleo total del grupo de empresas con datos disponibles de empleo por lo que el incremento neto global resultante (considerando el desempeño de las compañías que aumentarán y que disminuirán el número de empleados) es de 3,3% en términos absolutos. Según estos datos, las 34 empresas para la que se prevé un aumento del tamaño de la plantillas e empleados crearán en conjunto 1.428 nuevos empleos en dos años, lo que equivale a más de 40 empleados por compañía y una tasa promedio anual de crecimiento compuesta del 31% (mediana 21%).

**Cuadro 21. Cambio en el empleo (Datos agregados). Previsiones 2016-2018 (n=57 compañías españolas)**

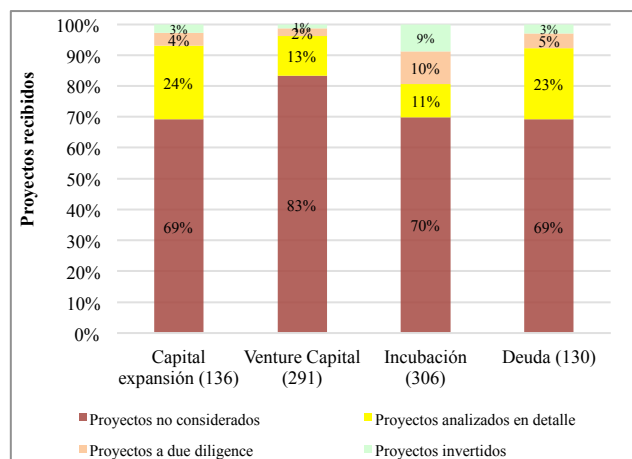
Previsión en la evolución del empleo	Período de análisis		Diferencia	Incremento absoluto %
	Previsión cierre 2016	Previsión 2018		
Aumentará	8.116	9.544	1.428	18%
Se mantendrá igual	33.745	33.745	-	-
Disminuirá	53	35	18	-34%
				<b>Incremento neto global en 2 años</b>
<b>Total de compañías</b>	<b>41.914</b>	<b>43.324</b>	<b>1.410</b>	<b>+3,3%</b>

## 7.2 Flujo de proyectos

En los segmentos de capital expansión, *venture capital* y deuda, los porcentajes de proyectos invertidos sobre el total de proyectos recibidos (entre en 1% y 3% ) son asimilables a los observados en el sector. En la categoría de incubación, el porcentaje de proyectos invertidos más elevado (9%) corresponde al promedio entre dos fondos, de los cuales uno representa el 80% de la distribución de los proyectos recibidos en conjunto (Figura 54). No obstante, este resultado es consistente con el ratio entre proyectos evaluados e invertidos que se observa en operaciones en fases muy iniciales de desarrollo (semilla o pre-arranque) realizadas por *business angels*, en las que la disponibilidad de información sobre los proyectos evaluados es sustancialmente menor que en dichos segmentos.<sup>143</sup>

<sup>143</sup> Payne & Macarty (2002); OECD (2011); Argerich, Hormiga y Valls-Pasola (2013); Red de Inversores Privados y Family Offices, IESE Business School (2016).

**Figura 54. Evolución del flujo de proyectos en los últimos 12 meses (en % promedio de los proyectos recibidos)**

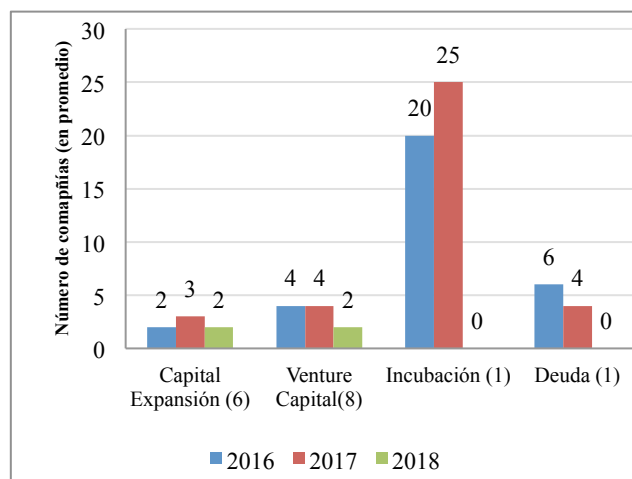


(n) Promedio de proyectos recibidos  
Fuente: Elaboración propia

### 7.3 Número de inversiones en los próximos tres años

Basándonos en las respuestas de 6 y 8 fondos de capital expansión y *venture capital* respectivamente, los primeros esperan invertir entre 2 y 3 compañías en promedio en los próximos tres años, mientras que los segundos esperan hacerlo en 4 compañías en promedio en 2016 y 2017 y en 2 compañías en 2018. De los 8 fondos de *venture capital*, 5 se encuentran en la fase final del período de inversión por lo que su previsión de inversiones para 2018 influyen a la baja en el promedio del grupo para dicho año. Entre los fondos de incubación, el fondo con la cartera de mayor tamaño espera invertir en 25 y 20 nuevas compañías en 2016 y 2017 respectivamente, y en ninguna en 2018 (cuarto año del período de inversión previsto en 5 años). En la categoría de deuda, el único fondo en cartera a Junio de 2016 espera efectuar 6 nuevas inversiones en 2016 (habiendo realizado 5 en 2015), 4 en 2017 y ninguna en 2018 (último año del período de inversión previsto) (Figura 55).

**Figura 55. Número de compañías en las que los fondos prevén invertir (en promedio)**



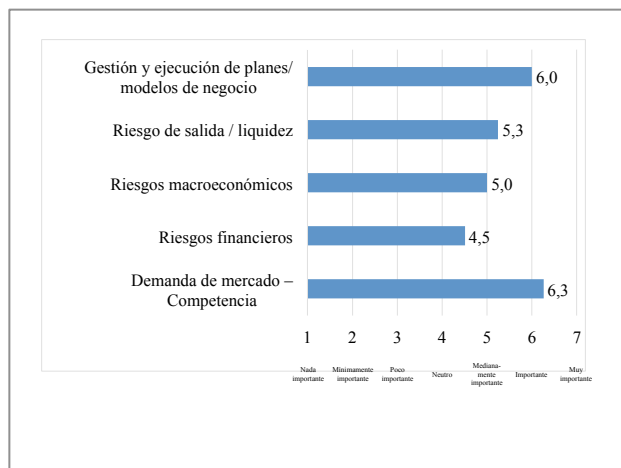
(n) N° de fondos que completaron la pregunta

### 7.4 Factores de riesgo principales sobre el desempeño futuro de las compañías en cartera

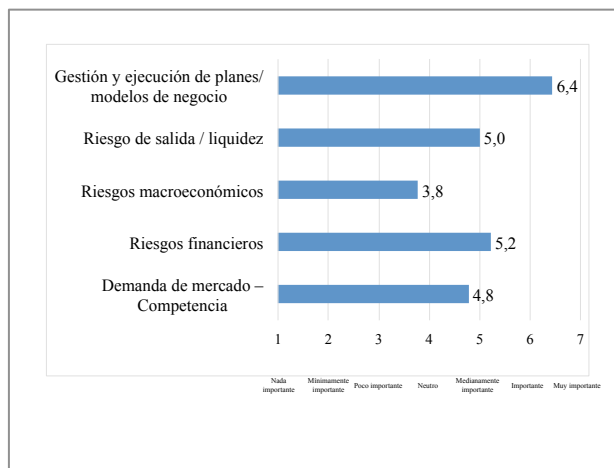
Preguntados sobre su percepción en torno a cinco categorías de riesgo (i) gestión y ejecución de planes/modelos de negocio, ii) riesgo de salida/liquidez, iii) riesgos macroeconómicos, iv) riesgos financieros, y v) demanda de mercado/competencia), los gestores en el segmento de capital expansión valoraron como riesgos principales las categorías (v) y (i) en ese orden (ambas con una valoración promedio superior a 6 puntos en una escala de importancia de 7 puntos). Se observa una percepción similar para ambas categorías por parte de los fondos de incubación y de deuda que completaron el cuestionario (ambos valoraron con 6 o más puntos dichas categorías), y para la primera categoría en la

valoración promedio de los fondos de *venture capital* (6,4). Estos últimos los riesgos financieros y de salida/liquidez valoran como segundo y tercer factor de riesgo más importante sobre el desempeño de las compañías en sus carteras (Figuras 56 a 59).

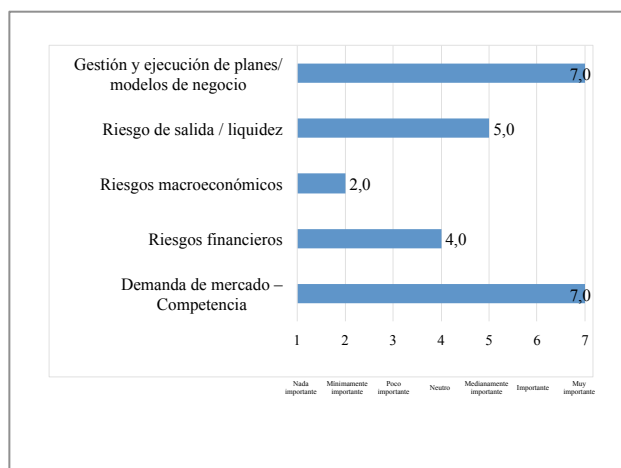
**Figura 56. Capital Expansión. Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio)**



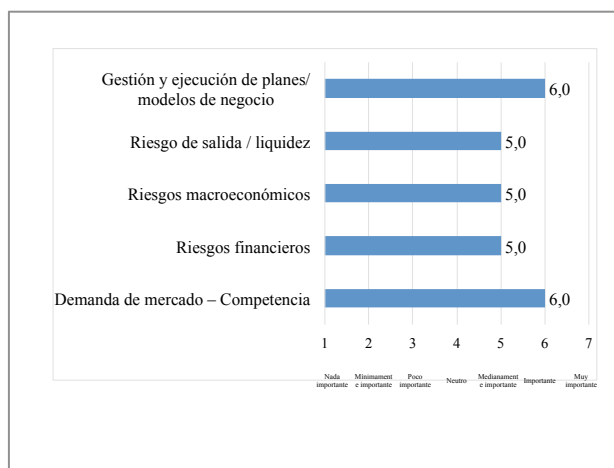
**Figura 57. Venture capital. Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio)**



**Figura 58. Incubación. Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio)**



**Figura 59. Deuda. Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio)**

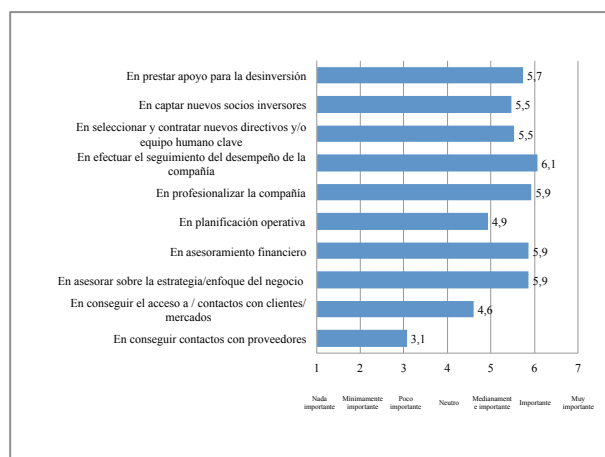


## 7.5 Aportación de valor del fondo a las empresas participadas

Los 15 fondos que respondieron esta pregunta valoran cuatro áreas de aportación principales en su relación con las empresas invertidas. En primer lugar, consideran que su principal contribución en las empresas en que invierten, además del capital, se concentra en el apoyo que prestan para mejorar los procesos de seguimiento del desempeño de cada compañía, y ponderan con un nivel de importancia similar su aportación de valor en procesos de profesionalización o en el asesoramiento sobre temas financieros o estratégicos (diseño de la estrategia o enfoque de negocio) (Figura 60). Específicamente, los fondos enfocados en capital expansión valoran adicionalmente y de manera especial su aportación en la selección y contratación de nuevos miembros para los equipos directivos de las compañías invertidas y el apoyo para el proceso de desinversión. Los fondos de *venture capital* por su parte valoran, además, su papel en la captación de nuevos socios inversores para el proyecto, mientras que para los fondos del segmento de incubación sus principales aportaciones a los proyectos invertidos más allá de la financiación son el asesoramiento en cuestiones financieras o en implementar la profesiona-

lización en la compañía, así como el apoyo para identificar nuevos socios inversores para el proyecto en ese orden.

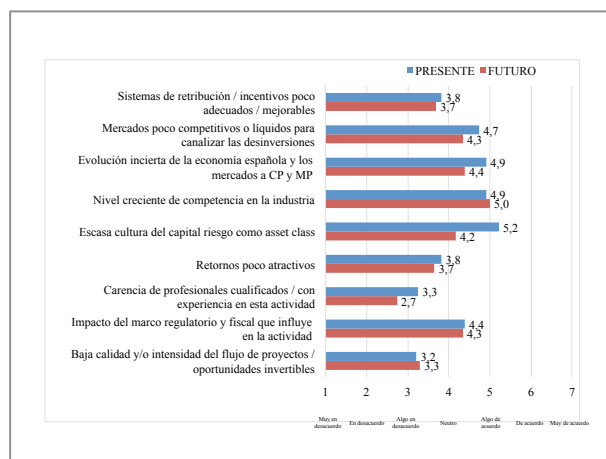
**Figura 60. Aportación de valor del fondo en las empresas participadas - (Valoración promedio)**



## 7.6 Barreras y dificultades para el desarrollo de la actividad inversora

Claramente los fondos señalan como restricciones principales la carencia de una cultura del capital inversión como *asset class*, el nivel creciente de competencia en el sector y la incertidumbre sobre la evolución de la economía española y los mercados a corto y medio plazo, lo que revela el impacto en las percepciones recogidas de la prolongada inestabilidad política en el momento de efectuarse la encuesta. Preguntados sobre la importancia en el futuro de las mismas categorías de dificultades, los fondos ponderan especialmente un “nivel creciente de competencia en la industria” en los próximos años por encima del resto de las categorías analizadas (Figura 61). Los gestores reconocen que en España ya existe una cultura desarrollada en los segmentos de *private equity*, propios de operaciones medianas o grandes, y una prueba de ello es el creciente interés en el mercado español de entidades internacionales en los últimos años. Por contra, concuerdan en que no ocurre lo mismo en los segmentos de capital semilla o capital inicial ya que muchos emprendedores o empresas emergentes experimentan dificultades para encontrar inversores en estas fases de desarrollo. Como observa uno de los fondos encuestados, “el *venture capital* orientado a inversiones de tecnología en España se encuentra en un momento de crecimiento, en parte alimentado por el capital público —factor imprescindible para la evolución del sector y que ha demostrado capacidad e impacto en la generación de un ecosistema, y en parte alimentado por la tendencia cada vez más rápida y global hacia la integración de la tecnología en todos los ámbitos de la sociedad.” Otros fondos acuerdan que el papel y la continuidad de los programas públicos a escala local o europea seguirá siendo en el futuro un elemento clave para que el *venture capital* se convierta en activo invertible cada vez más atractivo en los mercados de capitales, y señalan que avanzar en esta dirección es un reto de largo plazo por la propia naturaleza del ciclo de capital inversión y por el hecho que realizar retornos de una manera consistente, que a su vez se devengan en referencias de éxito, requiere de un tiempo prolongado.

**Figura 61. Dificultades y barreras para el desarrollo de la actividad de capital inversión - (Valoración promedio)**

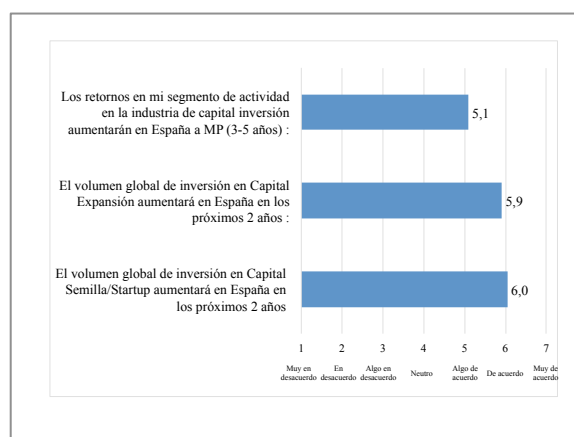


### 7.7 Expectativas sobre la evolución del sector en España en los próximos dos años

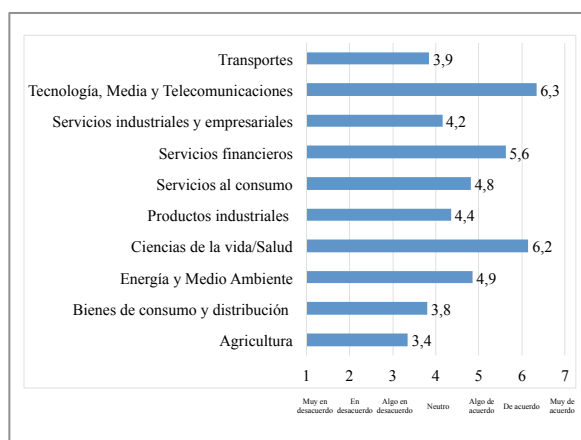
En este ámbito, los fondos encuestados esperan un mayor nivel de actividad en los segmentos de *venture capital* y capital expansión en los próximos dos años. Se muestran más cautos en relación con los retornos esperados de su actividad a medio plazo, si bien en promedio indican que están “algo de acuerdo” en que aumentarán en los próximos dos años (5,1 puntos en promedio – Figura 62).

En lo que se refiere a su percepción acerca de las áreas de oportunidades de inversión más atractivas a medio plazo, consideran que el área de tecnología, media y telecomunicaciones continuará siendo un sector generador de proyectos de alto potencial, por tanto receptor de un volumen sustancial de las inversiones en capital semilla y arranque en el futuro, a la vez que perciben un creciente potencial de oportunidades en el sector de ciencias de la vida en España (Figura 63). Cabe destacar que a Junio de 2016, la mayor parte de las inversiones en los segmentos de *venture capital* e incubación de los fondos en la cartera de Fond-ICO Global se destinaban a estos dos sectores. Los fondos encuestados también señalan el potencial del sector de servicios financieros como fuente de oportunidades atractivas para el capital semilla o arranque en los próximos años. Finalmente, desde la perspectiva de la inversión en capital expansión, los fondos distribuyen su percepción de las oportunidades más atractivas entre los diversos sectores contrastados entre los que destacan nuevamente tecnología, media y telecomunicaciones, ciencias de la vida y productos industriales (Figura 64).

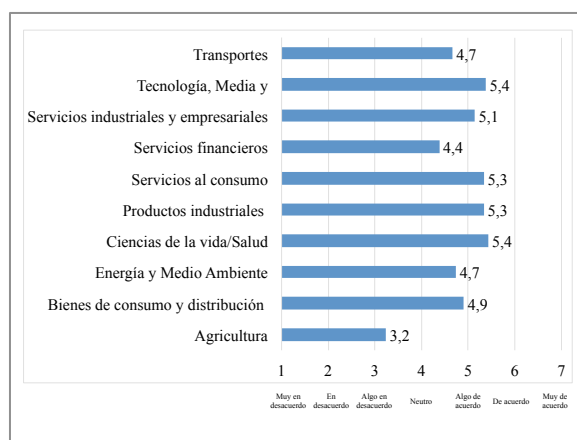
**Figura 62. Expectativas sobre la evolución del sector de capital privado en España (valoración promedio)**



**Figura 63. Capital semilla/inicial. Oportunidades de inversión más atractivas en los próximos dos años**



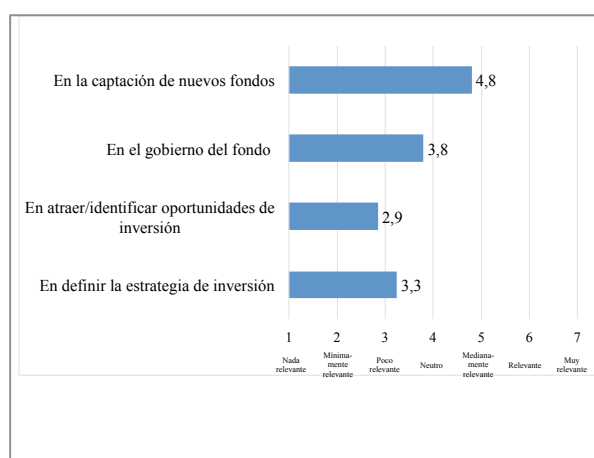
**Figura 64. Capital expansión. Oportunidades de inversión más atractivas en los próximos dos años**



## 7.8 Impacto/aportación de Fond-ICO Global en los fondos participados

Preguntados sobre su percepción acerca del impacto o aportación del Fondo en su calidad de “*limited partner*” del fondo participado, los gestores valoran especialmente su papel catalizador en la captación de nuevos fondos. Por otro lado, los fondos consideran que Fond-ICO Global como tal interviene poco en lo que concierne al gobierno del fondo, la definición de la estrategia de inversión o en la captación de oportunidades de inversión, lo que es consistente con la premisa central del programa de dejar totalmente en manos privadas la gestión de los fondos participados (Figura 65).

**Figura 65. Impacto/aportación de Fond-ICO Global en los fondos participados (valoración promedio)**

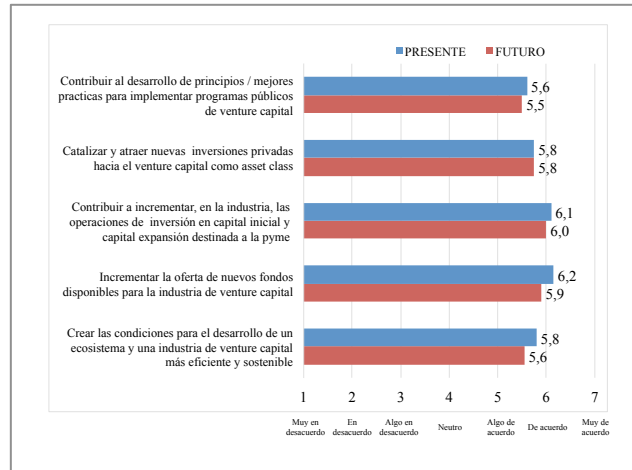


## 7.9 Papel de Fond-ICO Global en el sector de capital privado

En general, los resultados de la encuesta indican que los fondos perciben el papel del Fondo, tanto en el presente como el futuro, como un factor clave para la dinamización del sector de capital inversión privado y de su ecosistema, con especial mención de su contribución para reducir la estrechez del sector en España en términos del número y tamaño de los operadores y, por extensión, para alimentar el círculo virtuoso entre una mayor oferta de capital, unos equipos gestores más profesionalizados y un segmento de PYMEs de alto potencial con un mayor acceso a fuentes de financiación alternativas. Entre las elevadas puntuaciones que han recibido todas las categorías objeto de contraste en este apartado (la valoración promedio no ha sido en ningún caso inferior a 5,5 puntos sobre una escala de 7 puntos de acuerdo-desacuerdo en cada caso), cabe destacar la importancia que los fondos conceden al papel de Fond-ICO Global en el aumento de la oferta de nuevos fondos disponibles en el sector y, consecuentemente, en el impacto que esto supone, en el presente y en el futuro, para ampliar el alcan-

ce del capital inversión privado como formula de financiación alternativa hacia un mayor número de PYMEs. En el futuro, algunas entidades señalan que un programa público como el de Fond-ICO Global puede ayudar de manera significativa para aumentar la confianza de inversores internacionales y atraerlos hacia el mercado español y, además, para potenciar el número y la capacidad inversora de fondos enfocados en fases intermedias entre capital semilla y capital expansión, donde se percibe una brecha de financiación que afecta de lleno el ciclo el ciclo de financiación de empresas de alto potencial.

**Figura 66. Papel de Fond-ICO Global en el sector de capital privado como fondo de fondos público**





## 8 Observaciones finales

Los datos de actividad del mercado de capital privado en España (captación de nuevos fondos, inversión y desinversión) confirman la evolución positiva del sector en los últimos dos años tras el período de crisis iniciado en 2009. Este nuevo ciclo de actividad no ha sido ajeno al papel jugado por los programas públicos de apoyo del capital inversión, entre los cuales destaca notablemente el programa de Fond-ICO Global. El sector de CP español globalmente considerado no ha alcanzado aún una dimensión que se corresponda con la participación del PIB de la economía española en el PIB agregado de la Unión Europea. En este sentido, la actuación de Fond-ICO Global como inversor catalizador de referencia en entidades de capital privado locales e internacionales ha jugado un papel contracíclico significativo, ofreciendo una solución de financiación indirecta dirigida a diversos segmentos de PYMEs.

El diseño de programa bajo un formato de fondo de fondos se enmarca en la tendencia a adoptar instrumentos más indirectos de inversión de recursos públicos en este mercado. Como hemos visto, los análisis empíricos sobre la implementación de políticas públicas de apoyo del capital inversión han demostrado que los esquemas en colaboración con inversores privados (por ejemplo a través de fondos de co-inversión o de fondos de fondos) parecen ser más efectivos que las inversiones públicas directas en empresas.<sup>144</sup> El programa de Fond-ICO Global conlleva, además, el compromiso de contribuir al desarrollo y buen funcionamiento del mercado de capital privado a fin de dinamizarlo, aportar a su liquidez y, por tanto, incrementar su atractivo para inversores privados locales e internacionales. Los gestores del Fondo monitorizan el mercado y evalúan oportunidades en diferentes aspectos del ecosistema que puedan contribuir a su mejora y su desarrollo sostenible.

La estrategia de invertir en diversos segmentos de actividad del sector de capital privado (capital expansión, *venture capital*, incubación o deuda corporativa) es otro elemento distintivo del modelo de Fond-ICO Global. Debido a la fuerte desbancarización de la economía desde 2010, España necesita seguir ampliando la cartera de instrumentos de financiación no bancaria hacia diferentes segmentos de empresas de nueva creación o de PYMEs establecidas en diferentes fases de su ciclo de vida con el fin de alentar la recuperación de la crisis financiera de 2008 y potenciar la competitividad de la pyme española y su contribución a la innovación y la creación de riqueza y de empleo. El enfoque inversor de Fond-ICO Global refleja claramente estas necesidades y las condiciones del mercado, complementa otras iniciativas existentes en términos de etapas de desarrollo, localización o áreas de actividad, e incorpora la flexibilidad que exige la financiación de las PYMEs en el entorno económico actual. En el mercado de *venture capital*, por ejemplo, el impacto de la digitalización en muchos sectores de la economía hace cada vez más innecesaria la segmentación entre fases iniciales de desarrollo en empresas emergentes a la hora de diseñar instrumentos de política para apoyar este mercado. Las inversiones de Fond-ICO Global en *venture capital* procuran potenciar y apoyar la actividad de gestores de fondos enfocados en las diversas fases de desarrollo de los proyectos objetivo (incubación/aceleración, transferencia de tecnología, fase semilla, capital inicial o crecimiento inicial), contribuyendo de este modo al desarrollo del mercado de *venture capital* local. De otro lado, las inversiones de Fond-ICO Global en fondos locales o internacionales que trabajan con capital expansión o deuda corporativa apuntan a que los recursos comprometidos se dirijan a los segmentos de mejores PYMEs de alto potencial que buscan acelerar sus procesos de internacionalización o expandir negocios existentes o nuevos en el mercado global.

Estudios realizados con datos de diferentes países sobre el impacto de programas públicos de apoyo al capital inversión, a través de instrumentos de titularidad pública que invierten directamente en empre-

---

<sup>144</sup> Colombo et al (2014); OCDE (2015).

sas o a través de fondos privados apoyados con recursos públicos como es el caso de Fond-ICO Global, revelan, además, que las empresas co-financiadas por capital público y privado son capaces de captar más capital en etapas subsiguientes a la primera inversión que empresas financiadas puramente por inversores privados, y mucho más que empresas financiadas solo por inversores públicos. Esta evidencia indicaría que si en una empresa están presentes el capital (inversión) público y privado, dicha empresa tiende a obtener más capital inversión que si la empresa recibe el capital de fondos privados o de fondos públicos en su totalidad. Este efecto señalaría la existencia de una adicionalidad al nivel de empresa en la medida que las empresas recibirían más capital inversión en total, o lo que es lo mismo, no se produciría un efecto de expulsión de inversores privados como resultado del programa. Los mismos estudios demuestran una relación positiva entre financiación de capital inversión público-privado y desinversiones exitosas atribuibles a la inversión adicional. Por otra parte, la evidencia también confirma la existencia de adicionalidad al nivel del análisis de mercado. Los resultados a este nivel indican que un mercado de capital privado con mayor financiación pública como catalizador supone contar con una mayor financiación total, e incluso con mayor financiación privada adicional y que, además, el número de empresas financiadas (total y apoyadas por fondos privados) también se incrementa.<sup>145</sup>

Con la salvedad de las limitaciones asociadas al análisis de las proyecciones del nivel de alcance efectuadas en este documento, las inversiones del Fondo podrían llegar a alcanzar indirectamente a más de 800 PYMEs españolas en la próxima década. Dado el breve período de tiempo desde el lanzamiento del programa, el cual se encuentra en el tercer año del período de inversión previsto, cualquier inferencia sobre el impacto económico futuro del programa resulta prematuro por carecer a la fecha de evidencias concluyentes de los resultados de desempeño de las empresas en cartera. Con todo, el análisis de la evolución de la cifras de facturación y empleo de las empresas españolas en la cartera global “indirecta” del Fondo —efectuado por cohortes de empresas en tres períodos de 18 meses, 12 meses y 6 meses respectivamente entre el momento de su incorporación a dicha cartera y el momento actual a Junio 2016— permite reportar un efecto neto global positivo a dicha fecha en términos de creación de riqueza y de empleo. Cabe remarcar que la mayoría de las empresas españolas en cartera que fueron en englobadas en las tres cohortes evaluadas a Junio de 2016 eran PYMEs con menos de 50 empleados que se encontraban en fases iniciales de desarrollo. Asimismo, un análisis del impacto agregado inicial del programa en términos de empleo para 2017, basado en las previsiones reportadas sobre un grupo de empresas españolas participadas por los fondos aprobados por Fond-ICO Global y escalado al conjunto de empresas españolas en cartera a Junio de 2016, proporciona una indicación de un efecto de empleo neto estimado de más 4.900 empleos para este conjunto de empresas financiadas en los diferentes segmentos de inversión.

Finalmente, un objetivo central del programa de Fond-ICO Global es continuar movilizándolo capital adicional de inversores privados hacia el sector del capital privado, como queda demostrado por los multiplicadores de inversión conseguidos hasta el momento. El diseño del programa y los desarrollos alcanzados en términos del apoyo y del alcance del Fondo en el mercado de capital privado se corresponden perfectamente con los objetivos del Plan de Inversiones para Europa (PIE), y el espíritu del plan de acción de la Comisión Europea para establecer una Unión de Mercados de Capitales (UMC). El PIE se basa en tres pilares fundamentales: crear un Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE) para movilizar e impulsar la inversión privada adicional hacia PYMEs y compañías de capitalización media (*mid-cap*), garantizar que la financiación de la inversión llegue a la economía real y mejorar el entorno de inversión (que comprende el desarrollo del UMC como un componente importante).<sup>146</sup> En este contexto, todo indica que en los próximos años Fond-ICO Global continuará ac-

---

<sup>145</sup> Brander et al (2010); Brander et al (2015)

<sup>146</sup> Ver <http://www.consilium.europa.eu/es/policies/investment-plan/> y [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index\\_en.htm#action-plan](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan)

tuando como un inversor catalizador y de referencia en las diferentes segmentos de su estrategia de inversión a tenor de los compromisos de inversión aprobados y las prioridades para los compromisos pendientes de formalizar en próximas convocatorias.



## 9 Anexos

### 9.1 Ejemplos de iniciativas de fondos de fondos (FdF) promovidos por el sector público (lista no exhaustiva)

País	Alemania
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>ERP/EIF Dachfonds (Fondo de fondos - FdF)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Programa establecido en 2004 por el Ministerio de Economía y Tecnología (BMWi40) y el FEI. El FEI gestiona la actividad de <i>venture capital</i> en nombre del BMWi y ERP. Dotado con 1.700 millones de euros para inversión en entidades de capital privado. Ampliado en 2016 con una dotación adicional de 1.000 millones de euros.<sup>147</sup></p> <p>Opera como un FdF y su propósito principal es apoyar la creación y financiación de fondos de <i>venture capital</i>. Los fondos participados por el programa deben invertir en PYMEs tecnológicas en fases iniciales de desarrollo con sede en Alemania. El período de inversión es de 5 años con un período de desinversión subsecuente de hasta 10 años aunque extensible. Desde 2004, el programa ha invertido en más de 50 entidades de capital privado alemanas y europeas movilizand o 5.200 millones de euros para empresas innovadores jóvenes o en crecimiento.</p> <p>Además de proveer de capital, el Dachfonds presta asistencia a los fondos candidatos para preparar y optimizar sus propuestas de inversión. Esto se lleva cabo compartiendo experiencia y capacidades y transfiriendo conocimientos en estructuración, captación y gestión de fondos de inversión.</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Empresas emergentes de alta tecnología con base en Alemania principalmente.</p> <p>Servicios de asesoramiento además de financiación</p> <p>Apoyo para la mejora del mercado de <i>venture capital</i></p>
<b>Tipo de inversión</b>	Inversiones indirectas como FdF. No realiza inversiones directas ni concede préstamos ni garantías.

<sup>147</sup> Esta ampliación del compromiso de inversión incluye también el instrumento de co-inversión *Europe Angels Fund*.

País	Alemania
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>LfA-EIF Facility</i>
<b>Descripción</b>	<p>Parte del ERP/EIF FdF, este instrumento es un fondo de fondos lanzado en 2009 y dotado con 150 millones euros aportados por el FEI, LfA (Fördenbank Bayern), BEI y otros recursos del presupuesto de la UE, y gestionado por el FEI.</p> <p>El FEI no participa en fondos en los que la participación de inversores no privados excede el 50% del volumen del fondo (excluyendo el FEI).</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Los fondos participados deben invertir exclusivamente en PYMEs en todos los sectores de alta tecnología (TCI, ciencias de la vida, energía, tecnologías emergentes y convergentes).</p> <p>No solo enfocado en empresas con base de Bavaria si bien la actividad debe enfocarse en la región.</p> <p>Los fondos candidatos deben tener sede en Bavaria.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	<p>Inversiones indirectas como FdF en fondos de <i>venture capital</i></p> <p>Co-inversión con <i>business angels</i> en Bavaria bajo el European Angels Fund Germany.</p>

País	Alemania
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>ERP/EIF Growth Facility</i>
<b>Descripción</b>	<p>Fondo con dotación de 500 millones de euros lanzado en 2016, producto de la colaboración entre el FEI, el Ministerio de Economía y Tecnología alemán (BMWi) y el KfW (Banco de Desarrollo alemán). Forma parte del programa ERP/EIF. 330 millones de euros son aportados por el ERP Special Fund (representado por el BMWi) y 170 millones por el FEI.</p> <p>El objetivo de este programa es la creación de fondos de capital expansión y financiación puente enfocados en PYMEs de alto potencial crecimiento. Uno o más inversores privados invertirán en cada fondo individual participado por el instrumento. Se contempla la participación de inversores privados para asegurar la selección de compañías innovadoras con potencial.</p>
<b>Enfoque</b>	<p>PYMEs cuyo negocio principal tenga base en Alemania. Sin restricciones sectoriales.</p> <p>Financiación de apoyo para atender de rondas de financiación para PYMEs de alto potencial en fase de expansión.</p> <p>Período de inversión: 2016-2010.</p> <p>Tamaño típico de las operaciones: 20 millones de euros</p>
<b>Tipo de inversión</b>	Inversiones indirectas como FdF en fondos de capital expansión y financiación puente (mezzanine)

País	Bélgica
<b>Denominación del instrumento</b>	ARKImedes fonds y <i>ARKImedes fond I y II (Flandes)</i>
<b>Descripción</b>	<p>ARK es la abreviación en flamenco de “Activación del Capital Riesgo”. Puesto en marcha en 2005, ARKImedes fonds es una iniciativa pública gestionada por PMV, una compañía holding del gobierno de Flandes. Se trata de una iniciativa del gobierno flamenco que moviliza capital privado a través de incentivos fiscales, atrayendo a inversores privados (acciones o bonos) de la región. El capital atraído se coloca en un fondo (ARKImedes fonds I) que invierte en fondos de <i>venture capital</i> (denominados AR-KIVs), los cuales son gestionados por profesionales del sector de capital inversión con trayectoria contrastada. De esta forma la disponibilidad de <i>venture capital</i> se duplica a coste limitado para el gobierno.</p> <p>Los fondos objetivo son acreditados por la gestora del Fondo, ARKImedes Management nv (100% subsidiaria de OMV) y deben demostrar que cuentan con un equipo gestor profesional y una trayectoria exitosa como gestores de fondos de capital inversión.</p> <p>El primer fondo (ARK I) se dotó con 111,1 millones y en 2010 se implementó el segundo FdF (ARK II) con una dotación de 100 millones.</p> <p>Duración del programa: 2005-2018</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Empresas de nueva creación y PYMEs en fases de expansión con base en Flandes.</p> <p>Tamaño de las operaciones: inferiores a 1 millón de euros.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	<p>Inversiones indirectas como FdF por el 50% de fondos de <i>venture capital</i> y capital expansión.</p> <p>El FdF no interfiere en el proceso de decisión de los fondos participados.</p>

País	Dinamarca
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>Danish Growth Fund (DGF)</i>
<b>Descripción</b>	<p>El DGF es un fondo de inversión pública del gobierno danés cuya misión es contribuir a la innovación y el crecimiento económico co-financiando la creación, crecimiento y desarrollo de PYMEs con alto potencial de crecimiento.</p> <p>El fondo DGF lleva a cabo dos tipos de actividades principales: la concesión de préstamos y garantías de préstamos para PYMES, y las inversiones de <i>venture capital</i> en forma de: i) inversiones directas en empresas y ii) inversiones indirectas en fondos de capital inversión, en calidad de fondo de fondos como socio inversor (limited partner), conjuntamente con otros inversores institucionales, con la finalidad de incrementar la disponibilidad de capital inversión para las PYMEs.</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Empresas emergentes y PYMEs innovadoras en busca de financiación externa adicional para desarrollar sus negocios.</p> <p>Desarrollo e impulso del mercado de <i>venture capital</i> danés.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	<p>Inversiones indirectas como FdF</p> <p>Distintos roles según el fondo: en algunos fondos es el inversor principal mientras que en otros es minoritario.</p> <p>El hecho de ser inversor público principal en algunos fondos de CP no supone derechos societarios preferenciales.</p>

País	Finlandia
Denominación del instrumento	<i>Veraventure Finnerva</i>
Descripción	Fondo de fondos de <i>venture capital</i> a escala regional gestionado por Finnerva. Lanzado en 2013 su propósito principal, como instrumento de Finnerva, es prestar apoyo a la política industrial a escala regional y facilitar que empresas de alto potencial puedan acceder la financiación a través de capital inversión. Además del fondo Veraventure, Finnerva gestiona otros dos instrumentos de financiación de riesgo para empresas iniciales, el fondo semilla Seed Vera Fund (2005) y la red de <i>business angels</i> InvestorExtra (2008).
Enfoque	PYMEs en fases iniciales de desarrollo. Fomento y mejora del mercado de <i>venture capital</i> doméstico.
Tipo de inversión	Inversiones indirectas como FdF.

País	Finlandia
Denominación del instrumento	<i>FoF Growth</i>
Descripción	Fondo de fondos gestionado por el Finnish Industry Investments (FII) dotado con 135 millones de euros. Operativo entre 2009 y 2013, este fondo invirtió en 11 fondos de <i>venture capital</i> y <i>private equity</i> de tamaño pequeño. A finales de 2014, la cartera de los fondos participados tenía 100 compañías que facturaban 835 millones de euros y daban empleo a 6.300 personas. Además del FII, otros inversores del FoF Growth son Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company, la Local Government Pensions Institution, el State Pension Fund, la Eläke-Fennia Mutual Insurance Company, la Tapiola Mutual Pension Insurance Company, la OP Life Assurance Company Ltd, OP-Eläkekassa y la Etera Mutual Pension Insurance Company.
Enfoque	PYMEs en fase de expansión e internacionalización
Tipo de inversión	Inversiones indirectas como FdF.



País	Francia
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>Fonds National d'Amorçage (FNA)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Dotado con 600 millones de euros, el Fonds national d'amorçage (FNA) ("Fondo nacional para fases iniciales") está constituido como un vehículo de inversión de <i>private equity</i> gestionado por Bpifrance, banco público que gestiona diversos instrumentos de financiación para empresas.</p> <p>El fondo FNA forma parte de los instrumentos de financiación para empresas en el marco del "Programa de Inversiones de Futuro" del Grupo Caisse des Dépôts. Su misión es contribuir a la creación de PYMEs innovadoras y su sostenibilidad y desarrollo, apoyando los fondos de inversión que intervienen en las fases iniciales de desarrollo con el fin de ampliar el financiamiento de fondos próximos a las empresas.</p> <p>Opera como FdF realizando inversiones en fondos de capital inversión gestionados por equipo profesionales.</p> <p>Período de inversión: 2011-2015 años – Objetivo: 20-30 fondos participados</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Los fondos objetivo deben invertir en PYMEs:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- con sede social en Francia principalmente; _</li> <li>- que sean innovadoras en los sectores definidos por la estrategia nacional de I+D (SNRI): salud, alimentación y biotecnologías, TICs, nanotecnologías y eco-tecnologías;</li> <li>- con menos de 50 trabajadores y menos 8 años de operaciones;</li> <li>- con al menos el 15% de los gastos anuales dedicados a gastos de I+D</li> </ul> <p>No se excluye la financiación de empresas innovadoras extranjeras.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	<p>Inversiones indirectas como FdF en fondos de capital semilla y arranque.</p> <p>El Fondo no efectúa inversiones directas en empresas</p>

País	Irlanda
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>Innovation Fund Ireland (IFI)</i>
<b>Descripción</b>	<p>FdF creado en 2010 con una dotación de 500 millones de euros con la misión de contribuir a incrementar la oferta de capital riesgo para empresas iniciales y de alto crecimiento, y al desarrollo de Irlanda como un hub de innovación global.</p> <p>La ronda de compromiso inicial comprendió 125 millones proporcionados por el Ministerio de Hacienda irlandés y gestionados por Enterprise Ireland (EI). La segunda ronda de compromisos, por un importe similar, ha sido gestionada por el National Pension Reserve Fund de Irlanda (NPRF), para efectuar un nivel similar de inversiones que cumplan con sus criterios comerciales. La financiación a través del IFI comprende inversiones conjuntas o por separado por parte de EI y NPRF.</p> <p>El NPRF ha sido reconstituido recientemente como el Irish Strategic Investment Fund (ISIF). El mandato dual del ISIF (retorno de la inversiones e impacto económico) representa un nuevo enfoque para las inversiones que requiere de todas las operaciones generar los retornos comerciales ajustados al nivel de riesgo y un impacto económico en el país.</p> <p>Enterprise Ireland, conjuntamente con NPRF/ISIF, ha comprometido recursos en fondos internacionales tales como Four Venture Capital, Sofinnova, Highland Venture Capital Europe y Lightstone Ventures. Por separado, NPRF/ISIF han comprometido recursos con diversos fondos de <i>venture capital</i> y capital expansión tales como Causeway Capital Partners, Polaris, DFJ Esprit, NTR, Frontlie Ventures, Kilkenny Regeneration, Atlantic Bridge Fund III, Fountain Healthcare Partners, etc. Cabe destacar el ISIF efectúa, además, inversiones directas, de forma independiente o mediante co-inversión, en proyectos de diversos sectores (infraestructura, agua, energía, vivienda, turismo, alimentación, salud, etc.) utilizando diversos instrumentos de financiación (capital inversión, deuda, mezzanine o inversión en proyectos).</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Incrementar el número y la escala de empresas innovadoras de alto crecimiento en el país</p> <p>Aumentar la disponibilidad de capital riesgo de calidad en fases iniciales de desarrollo,</p> <p>Atraer gestores de <i>venture capital</i> internacionales y de primer nivel hacia Irlanda</p> <p>Atraer, apalancar y desarrollar talento emprendedor.</p> <p>Los fondos candidatos deben cumplir, como mínimo, con los siguientes requisitos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Red y perfil global establecidos</li> <li>• Reputación en inversiones de <i>venture capital</i></li> <li>• Trayectoria y desempeño probados</li> <li>• Equipo gestor con capacidad para acceder a oportunidades de inversión internacionales de alto potencial</li> <li>• Intención de alcanzar una presencia significativa en el mercado de <i>venture capital</i> de Irlanda</li> </ul> <p>Los fondos que reciben inversión de EI deben comprometerse a invertir un importe equivalente en compañías irlandesas o en compañías internacionales que acrediten un volumen significativo de sus operaciones en el país durante la vida del fondo en cuestión.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	Inversiones indirectas como FdF en fondos locales o internacionales de <i>venture capital</i> .

País	Italia
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>Fondo Italiano Investimento (FII)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Programa lanzado en 2010, promovido por el Ministerio del Tesoro y de Finanzas italiano en colaboración con un conjunto de bancos patrocinadores ((UniCredit Group SpA, Intesa Sanpaolo SpA, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA any Cassa Depositi e Prestiti SpA), Confindustria (la asociación industrial de Italia) y Associazione Bancaria Italiana .</p> <p>Dotación inicial: 1.200 millones de euros. Misión: Capital inversión destinado a diferentes segmentos de PYMEs operando en diversos sectores comerciales, industriales o de servicios.</p> <p>El programa despliega actividades de inversión directa en empresas y de inversión indirecta como FdF. Para ello, consta de cuatro vehículos de inversión separados: i) el Fondo Italiano d'Investimento (FII), dedicado a inversiones directas en empresas con una volumen de facturación entre 10 y 250 M; ii) el Fondo Italiano d'Investimento Fondo di Fondi (FII-FdF - fondo de fondos enfocado en inversiones en otras entidades de <i>private equity</i> y otros vehículos); iii) Fondo Italiano d'Investimento FII Venture (fondo de fondos enfocado en inversiones en entidades de <i>venture capital</i> u otros vehículos), y iv) Fondo di Fondi Private Debt (FdF-Private Debt)</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Los fondos objetivo deben invertir en PYMEs operando en Italia o comprometerse a invertir en dichas compañías al menos un volumen equivalente al compromiso de inversión efectuado por el vehículo del FII.</p> <p>Las inversiones del Fondo no superan normalmente el 50% del compromiso agregado de cada fondo invertido y no deben superarlo en el caso de FdF-Private Debt.</p> <p><i>FII-FdF</i>: Enfocado en fondos de <i>private equity</i> que invierten en PYMEs en fases de expansión, re-estructuración o revitalización (distressed companies).</p> <p><i>FII Venture</i>: Enfocado en entidades de <i>venture capital</i> que operan en capital semilla, arranque, transferencia de tecnología y capital expansión.</p> <p><i>FdF-Private Debt</i>. Enfocado en fondos u otros vehículos de inversión especializados en instrumentos de deuda corporativa emitidas por PYMEs caracterizadas por flujos de caja estables o expectativas de crecimiento, posición de mercado sólida y equipos gestores cualificados y experimentados.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	Inversiones indirectas como FdF en fondos de <i>venture capital</i> , incubación, capital expansión y deuda.

País	Países Bajos
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>Dutch Venture Initiative I (DVI-I)</i>
<b>Descripción</b>	<p>DVI-I es una iniciativa de fondo de fondos, lanzada en 2013 por el FEI y PPM Oost* (entidad apoyada por el Ministerio de Economía holandés y Brabantse Ontwikkelings Maatschappij -BOM). El fondo está dotado con 202,5 millones de euros</p> <p>A finales de 2015, el fondo tenía comprometidos 181,5 millones, prácticamente la totalidad de los recursos disponibles: 136,5 millones en 12 entidades de <i>venture capital</i> y capital expansión, apalancando más de 1.000 millones de capital para inversión, y 45 millones en el European Angel Fund Netherlands.</p> <p>* <i>PPM Oost (una compañía de venture capital regional que forma parte de Ooss NV, la Agencia de Desarrollo de los Países Bajos Orientales)</i></p>
<b>Enfoque</b>	Potenciar inversiones en empresas iniciales de alta tecnología con sede en los Países Bajos.
<b>Tipo de inversión</b>	Inversiones indirectas como FdF en fondos de inversión locales o internacionales operando en los Países Bajos en los segmentos de <i>venture capital</i> , capital expansión y fondos de deuda.

País	Países Bajos
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>Dutch Venture Initiative II (DVI-II)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Fondo de fondos sucesor de la iniciativa DVI-I. Puesto en marcha en 2016 por el FEI y PPM Oost* (entidad apoyada por el Ministerio de Economía holandés).</p> <p>Dotación inicial: 200 millones.</p> <p>* <i>PPM Oost (una compañía de venture capital regional que forma parte de Ooss NV, la Agencia de Desarrollo de los Países Bajos Orientales)</i></p>
<b>Enfoque</b>	Empresas en sectores tales como TIC, tecnologías limpias, tecnologías médicas, energía renovables y ciencias de la vida.
<b>Tipo de inversión</b>	Estrategia de inversión similar a DVI-I - 20 inversiones en fondos en un período de 4-5 años.

País	Polonia
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>Krajowy Fundusz Kapitalowy (KFK) (Fondo Nacional de Capital)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Programa de FdF puesto en marcha en 2005 por el gobierno polaco. El banco Gospodarstwa Krajowego posee el 100% de las acciones del KFK.</p> <p>Aportaciones recibidas por el Fondo: 53,4 millones PLN (22 millones EUR) por el gobierno polaco en 2007; y 180 millones de euros adicionales procedentes de programas de fondos estructurales de la UE (<i>CIP-Competitiveness &amp; Innovation Programme</i>) y 53 millones CHF (70 millones euros) del Programa de Cooperación Suizo-Polaca, en 2009</p> <p>Los objetivos estratégicos centrales de KFK son actuar como un investor institucional de referencia en el mercado de capital polaco operando como un fondo central de entidades de <i>venture capital</i>, proporcionar financiación y apoyo a fondos de <i>venture capital</i> y <i>private equity</i> que operen de acuerdo con los criterios del Fondo, cumplir con los requerimientos del reglamento del Fondo, generar un retorno efectivo sobre el capital invertido con un riesgo de inversión controlado y ampliar la absorción del capital captado y su implementación de la forma más efectiva a fin de generar un impacto positivos en el desarrollo de la iniciativas emprendedora en Polonia.</p> <p>KFK gestiona más de 200 millones para invertir en fondos de <i>venture capital</i> enfocados en PYMES innovadoras registradas en Polonia. KFK no invierte directamente empresas.</p> <p>La participación de inversores privados (al menos con un 50% de la capitalización total del fondo) es una precondition para crear un fondo de inversión con la cooperación del KFK.</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Las inversiones de los fondos invertidos debe enfocarse en compañías en fases semilla, arranque y expansión que operen en los sectores de biotecnología, energía, TICs, protección del medio ambiente, productos industriales y servicios, servicios de negocio, innovación, I+D y proyectos del alto crecimiento. KFK no invierte en fondos enfocados en los sectores del acero o minería.</p> <p>Plazo de los fondos invertidos: 10-12 años, con un período de inversión de 4-5 años.</p> <p>Tamaño máximo por operación: 1,5 millones EUR. Posibilidad de combinar capital y deuda. La deuda no puede exceder el 30% del volumen invertido, y es considerada como una fuente adicional de financiación.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	<p>Inversiones indirectas como FdF en fondos de <i>venture capital</i>. Hasta el 50% de la capitalización total de los fondos objetivo.</p> <p>Estructura financiera preferida por KFK: un ratio de 85% de capital y 15% deuda en forma de bonos. KFK puede, además, proporcionar a los fondos financiación no retornable (hasta un 10% de su propia aportación) para costes de preparación y seguimiento de las inversiones.</p>

País	Reino Unido
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>UKHTF (High Technologies Fund)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Programa de capital inversión estructurado como FdF puesto en marcha en el año 2000 a instancias del Department of Trade and Industry (DTI) del gobierno británico. UKHTF invertía a través de una gestora en fondos de <i>venture capital</i> independientes.</p> <p>La dotación inicial del Fondo fue de 126 millones GBP, 23 millones GBP aportados por el Gobierno y el resto por 23 inversores institucionales. Entre 2000 y 2003, el Fondo comprometió 124 millones GBP en nuevos fondos de inversión diferentes. No se establecía un tope máximo para cada operación y el plazo típico del fondo participado era entre 4 y 6 años. El Fondo ha dejado de efectuar inversiones desde 2003.</p> <p>Los objetivos estratégicos centrales del UKHTF fueron: atraer nuevos inversores institucionales hacia los sectores de alta tecnología y fomentar su interés a largo plazo, estimular el interés de los inversores institucionales para que invirtieran en <i>venture capital</i> como <i>asset class</i> en el Reino Unido o internacional, y propiciar las relaciones para fomentar la inversión directa en <i>venture capital</i>. Además, el Fondo se había fijado el objetivo económico explícito de alcanzar retornos comerciales por encima del 15% como demostración a los inversores y al sector de <i>venture capital</i> de que tales retornos eran posibles en inversiones en proyectos de alta tecnología iniciales.</p>
<b>Enfoque</b>	Incrementar la financiación de empresas tecnológicas de nueva creación o iniciales.
<b>Tipo de inversión</b>	<p>Inversiones indirectas como FdF en el segmento de <i>venture capital</i>. El Fondo no realizaba inversiones directas en empresas.</p> <p>Todas las inversiones del Fondo se llevaron a cabo basándose en criterios de mercado estrictamente y las decisiones sobre en qué fondos invertir eran responsabilidad exclusiva de la gestora (Wesport Private Equity Ltd). Una porción pequeña fue desembolsada por los socios inversores, con el compromiso del gobierno totalmente desembolsado como prioridad frente a otros socios inversores, lo que mejoró los retornos de los socios privados. El Fondo con el tiempo activó las contribuciones de otros inversores. El Fondo tenía una hurdle rate del 10%. Si el fondo invertido obtenía un retorno inferior al 10%, el gobierno podría solicitar recuperar hasta un importe de 20 millones GBPs. En cualquier caso, los términos de inversión eran en igualdad de condiciones para todos los inversores. No existían condicionamientos específicos sobre las inversiones en los fondos objetivo excepto en que debían ser gestionados por equipos con base en el Reino Unido.</p>

País	Reino Unido
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>UK Innovation Investment Fund (UKIIF)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Programa público de fondo de fondos de <i>venture capital</i> puesto en marcha en 2009. Dotado inicialmente con 150 millones GBP, tenía como misión central propulsar el crecimiento económico y la creación de empleo mediante la inversión en fondos que invirtieran en empresas tecnológicas de alto crecimiento en sectores específicos.</p> <p>Programa de inversiones <i>pari passu</i> de 150 millones GBP de fondos públicos conjuntamente con 180 millones GBP de fondos del sector privado, con alcance estatal y capacidad para invertir en fondos internacionales.</p> <p>El Fondo es gestionado por Capital For Enterprise Limited (CfEL), una compañía gestora propiedad del Department for Business Innovation and Skills (BIS, antes Department of Trade and Innovation). Esta compañía actúa como una gestora y consultora de activos para el gobierno, y gestiona tanto los programas de garantías de préstamos como los programas públicos-privados de <i>venture capital</i>. La compañía es un importante inversor en fondos de <i>venture capital</i> en el Reino Unido y sus estrechos vínculos con la Administración junto con su independencia le permiten evitar los conflictos de interés que pueden surgir en el seno de fondos gestionados por el sector público y a la vez atender las políticas gubernamentales.</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Fondos objetivo: Fondos enfocados en sectores de crecimiento potencial intensivos en I+D y en los que se requiere ciclos de inversión a largo (ciencias de la vida, tecnologías digitales, tecnologías limpias y producción avanzada), que invirtieran, tanto en compañías internacionales con base en Europa (o con vínculos europeos, como en compañías británicas. El único condicionamiento en este sentido era que las inversiones globales en el Reino Unido de los fondos invertidos debían ascender al menos a 150 millones GBP, el equivalente al volumen de compromisos de inversión del gobierno (esto es, 45% del valor total del Fondo de 330 millones GBP), con objetivos específicos de 25 millones para las inversiones, en cada caso, en los sectores de ciencias de la vida y tecnologías limpias.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	<p>El programa no contemplaba inversiones directas en empresas ni estaba sujeto a ninguna limitación asociada con las ayudas estatales de la UE con lo que se podían efectuar inversiones individuales superiores a 2 millones GBP.</p> <p>El UKIIF operaba con dos vehículos de inversión que actúan como FdF: el fondo Hermes GPE Environmental Innovation Fund (50 millones GBP del gobierno británico y 80 millones GBP de inversores privados) y el EIF / UK Future Technologies Fund (100 millones del gobierno y 100 millones del Banco Europeo de Inversiones a través del FEI). El primero invertía en fondos enfocados en los sectores de tecnologías limpias, y el segundo en fondos especializados en los sectores de ciencias de la vida y manufactura digital o avanzada (ver cuadro subsiguiente para el Reino Unido).</p> <p>Las inversiones de los fondos seleccionados en las empresas objetivos se efectuaban sobre condiciones totalmente comerciales sin interferencia de los fondos de fondos intervinientes.</p>

País	Reino Unido
<b>Denominación del instrumento</b>	<i>UKFTF (Future Technologies Fund)</i>
<b>Descripción</b>	<p>Parte del programa UKIIF antes descrito. El UKFTF era un FdF enfocado en tecnología implementado por el FEI y el Gobierno británico desde 2010. Invertía en entidades de <i>venture capital</i> en los sectores de TICs, ciencias de la vida y manufactura avanzada.</p> <p>Dotación inicial: 200 millones GBP – Período de inversión: 2010-2014</p>
<b>Enfoque</b>	<p>Los fondos objetivo debían enfocar sus operaciones en el Reino Unido con un énfasis en compañías en fases iniciales de desarrollo en los sectores objetivos indicados.</p> <p>Objetivo: entre 12 y 20 fondos invertidos</p> <p>Enfoque pan-europeo: El Fondo admitía como candidatos a equipos gestores europeos con la capacidad para invertir con éxito en negocios en el Reino Unido.</p>
<b>Tipo de inversión</b>	<p>Inversión indirecta como FdF en <i>venture capital</i> en diferentes etapas de desarrollo: semilla, arranque y expansión. No invertía directamente en empresas.</p> <p>El Fondo invertía en entidades de capital inversión bajo condiciones y prácticas de mercado globalmente aceptadas y procuraba obtener un retorno de sus inversiones.</p> <p>Tratamiento <i>pari passu</i> para todos los inversores involucrados.</p>



## 9.2 Fond-ICO Global – Resumen de las convocatorias (a 30 de Junio de 2016)

CONVOCATORIAS	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	FONDO APROBADOS	ENFOQUE INVERSOR	TAMAÑO OBJETIVO DEL FONDO	COMPROMISO DE INVERSIÓN EN ESPAÑA	COMPROMISO MÁXIMO APROBADO POR Fond-ICO Global
						Importe (Euros)
1ª Convocatoria (Octubre 2013)	Venture capital	3	TIC – Energía – Emprendimientos sociales	160.000.000	94.165.565	39.000.000
	Capital Expansión	3	Generalistas	525.000.000	677.676.000	150.000.000
	<b>Totales</b>	<b>6</b>		<b>685.000.000</b>	<b>771.841.565</b>	<b>189.000.000</b>

CONVOCATORIAS	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	FONDO APROBADOS	ENFOQUE INVERSOR	TAMAÑO OBJETIVO DEL FONDO	COMPROMISO DE INVERSIÓN EN ESPAÑA	COMPROMISO MÁXIMO APROBADO POR Fond-ICO Global
						Importe (Euro)
2ª Convocatoria (Febrero 2014)	Venture capital	4	TIC, Ciencias de la Vida	280.000.000	116.227.388	57.100.000
	Capital Expansión	4	Generalistas	3.505.000.000	546.101.239	191.000.000
	<b>Totales</b>	<b>8</b>		<b>3.785.000.000</b>	<b>662.328.627</b>	<b>248.100.000</b>

CONVOCATORIAS	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	FONDO APROBADOS	ENFOQUE INVERSOR	TAMAÑO OBJETIVO DEL FONDO	COMPROMISO DE INVERSIÓN EN ESPAÑA	COMPROMISO MÁXIMO APROBADO POR Fond-ICO Global
						Importe (Euros)
3ª Convocatoria (Julio 2014)	Venture capital	2	TIC	51.000.000	46.076.000	15.500.000
	Capital Expansión	3	Generalista	360.000.000	215.066.444	125.000.000
	Incubación	2	Biología Spin-off tecnológicas	10.000.000	7.651.800	10.855.000
	Fondos de deuda	2	Generalistas	120.000.000	96.509.116	42.800.000
	<b>Totales</b>	<b>9</b>		<b>541.000.000</b>	<b>365.303.360</b>	<b>194.155.000</b>

CONVOCATORIAS	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	FONDO APROBADOS	ENFOQUE INVERSOR	TAMAÑO OBJETIVO DEL FONDO	COMPROMISO DE INVERSIÓN EN ESPAÑA	COMPROMISO MÁXIMO APROBADO POR Fond-ICO Global
						Importe (Euros)
4ª Convocatoria (Noviembre 2014)	Venture capital	2	TIC	40.000.000	41.969.231	34.750.000
	Capital Expansión	2	Generalista- foco industrial; Generalista	100.000.000	76.643.300	75.000.000
	Incubación	2	TIC; Generalistas base tecnológica	16.320.000	14.530.500	14.000.000
	<b>Totales</b>	<b>6</b>		<b>156.320.000</b>	<b>133.143.031</b>	<b>123.750.000</b>

CONVOCATORIAS	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	FONDO APROBADOS	ENFOQUE INVERSOR	TAMAÑO OBJETIVO DEL FONDO	COMPROMISO DE INVERSIÓN EN ESPAÑA	COMPROMISO MÁXIMO APROBADO POR Fond-ICO Global
						Importe (Euros)
5ª Convocatoria (Junio 2015)	Venture capital	2	TIC	15.000.000	12.600.000	12.850.000
	Capital Expansión	2	Generalistas	300.000.000	288.918.901	100.000.000
	Incubación	2	TIC	0	0	7.742.000
	<b>Totales</b>	<b>6</b>		<b>315.000.000</b>	<b>301.518.901</b>	<b>120.592.000</b>

CONVOCATORIAS	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	FONDO APROBADOS	ENFOQUE INVERSOR	TAMAÑO OBJETIVO DEL FONDO	COMPROMISO DE INVERSIÓN EN ESPAÑA	COMPROMISO MÁXIMO APROBADO POR Fond-ICO Global
						Importe (Euros)
6ª Convocatoria (Diciembre 2015)	Venture capital	2	TICs	0	0	16.025.000
	Capital Expansión	2	Generalistas	0	0	55.000.000
	<b>Totales</b>	<b>4</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>71.025.000</b>

### 9.3 Criterios de evaluación y ponderación para la selección de los fondos objetivo

Cuadro 22. Criterios de evaluación para las ofertas en Venture Capital y Capital Expansión

CRITERIOS	VENTURE CAPITAL	CAPITAL EXPANSIÓN
	(Ponderación total de cada apartado de criterios)	
<b>CRITERIOS CUANTITATIVOS:</b>	90%	90%
<b>Estrategia de inversión</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Experiencia previa de la firma</li> <li>Consistencia con los fondos anteriores (tamaño de inversión y del fondo, geografía, industria)</li> <li>Volumen de inversión a realizar en España</li> </ul>	14,4%	14,4%
<b>Equipo gestor (EG)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Experiencia relevante del EG: <i>Private equity</i></li> <li>Experiencia relevante del EG: Inversiones</li> <li>Experiencia del EG trabajando en España</li> <li>Experiencias del EG trabajando de manera conjunta (al menos 3 miembros)</li> <li>Compromiso del EG o gestora en el fondo</li> </ul>	15,3%	15,3%
<b>Desempeño / Trayectoria previa<sup>(1)</sup></b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Retornos totales (TIR bruta)</li> <li>Retornos totales (múltiplo bruto)</li> <li>Experiencia en desinversiones totales y parciales con retornos positivos</li> <li>Compañías por desinvertir. N° de compañías por desinvertir / Objetivo de compañías a invertir del nuevo fondo</li> </ul>	18,9%	18,9%
<b>Base inversora y captación de capital</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Nivel de profesionalización de la base inversora real</li> <li>Nivel de internacionalización de la base inversora real</li> <li>Cantidad captada hasta la fecha</li> <li>Volumen solicitado por el fondo sobre tamaño objetivo</li> <li>Volumen solicitado (volumen a invertir en España - volumen solicitado / TOF)</li> </ul>	24,3%	24,3%
<b>Remuneración</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Comisión de gestión</li> <li>Comisión de éxito para un <i>hurdle rate</i> del 8%</li> </ul>	13,5%	13,5%
<b>Otros</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Gestora / Fondo inscripto en España</li> <li>Oficina / Equipo dedicado a España</li> </ul>	3,4%	3,4%
<b>CRITERIOS CUALITATIVOS</b>	10%	10%
<ul style="list-style-type: none"> <li>Equipo – dimensión respecto al tamaño del fondo / estrategia / rotación del equipo / otros</li> <li>Equipo – estructura de retribución / promoción / formación / sucesión del EG</li> <li>Proceso de toma decisiones de inversión</li> <li>Disponibilidad de acuerdos de coinversión irrevocables</li> <li>Calidad de reporting y seguimiento de las compañías</li> <li>Métodos de valoración de las inversiones en cartera</li> <li>Políticas de buen gobierno, medioambientales y sociales</li> </ul>		
<b>TOTAL</b>	100%	100%

<sup>(1)</sup> En Capital Expansión: adicionalmente, porcentaje de ampliaciones de capital sobre el total de capital invertido de todos los fondos anteriores

Fuente: Adaptado de las bases para la selección de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo o sociedades de capital riesgo autogestionadas de fondos de *Venture capital*, Incubación y Capital Expansión. AXIS Participaciones Empresariales. Julio 2016

ECR: Entidad de Capital Riesgo – SGCR: Sociedad Gestora de Capital autogestionada - TOF: Tamaño objetivo del fondo – EG: Equipo

**Cuadro 23. Criterios de evaluación para las ofertas en Incubación**

CRITERIOS	INCUBACIÓN
	(Ponderación total de cada apartado de criterios)
<b>CRITERIOS CUANTITATIVOS:</b>	80%
<b>Desempeño / Trayectoria previa del EG y del participante</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Experiencia del EG en el sector o sectores en los que se enfocará el fondo</li> <li>• Experiencia del EG en inversiones en incubación en España</li> <li>• Experiencia del EG en inversiones en incubación a nivel internacional</li> <li>• Experiencia del EG trabajando de manera conjunta (al menos 3 miembros)</li> <li>• Experiencia del EG como consejeros de compañías</li> <li>• Experiencia del EG como gestores de compañías</li> <li>• Experiencia del participante como inversores de compañías</li> <li>• Experiencia del participante en la creación de nuevas compañías</li> <li>• Proyectos promovidos a partir de spinoffs basados en patentes de centros de investigación/ universidades</li> <li>• Proyectos lanzados por el participante que han recibido segunda ronda de financiación</li> <li>• Proyectos lanzados por el participante que han recibido financiación de órganos europeos / CDTI / ENISA</li> <li>• Experiencia del participante en propiedad intelectual</li> </ul>	28%
<b>Equipo gestor (EG)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Compromiso del EG</li> <li>• Nº de miembros del EG en relación al nº objetivo de inversiones del nuevo fondo</li> </ul>	12%
<b>Desempeño / trayectoria previa como gestora</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Experiencia previa de la firma en inversiones en incubación</li> </ul>	8%
<b>Base inversora y captación de capital</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cantidad captada hasta la fecha por el fondo</li> <li>• Nivel de internacionalización de la base inversora real</li> <li>• Volumen solicitado por el fondo sobre tamaño objetivo</li> </ul>	16%
<b>Remuneración</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Comisión de gestión</li> <li>• Comisión de éxito para un <i>hurdle rate</i> del 8%</li> </ul>	8%
<b>Otros</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acuerdos de colaboración con centros oficiales de investigación, grandes empresas, organizaciones internacionales</li> <li>• Gestora/fondo inscripto en España</li> </ul>	8%
<b>CRITERIOS CUALITATIVOS</b>	20%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valoración de la estrategia de inversión inicial</li> <li>• Sectores de inversión objetivo</li> <li>• Período medio de estancia y nivel de maduración de los proyectos incubados</li> <li>• Consistencia de la estrategia de inversión actual en relación con lo implementado en el pasado</li> <li>• Experiencia complementaria del EG</li> <li>• Compromiso y dedicación del equipo en el nuevo vehículo</li> <li>• Equipamiento técnico de la incubadora</li> <li>• Servicios a ofrecer a las empresas incubadas</li> <li>• Disponibilidad de acuerdos de coinversión irrevocables</li> <li>• Seguimiento de las empresas incubadas</li> <li>• Proceso de toma decisiones de inversión</li> <li>• Comisiones de gestión – Alineación estrategia-comisiones</li> <li>• Calidad del reporting a inversores</li> </ul>	
<b>TOTAL</b>	100%

Fuente: Adaptado de las bases para la selección de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo o sociedades de capital riesgo autogestionadas de fondos de *Venture capital*, Incubación y Capital Expansión. AXIS Participaciones Empresariales. Julio 2016

ECR: Entidad de Capital Riesgo – SGCR: Sociedad Gestora de Capital autogestionada - TOF: Tamaño objetivo del fondo – EG: Equipo

**Cuadro 24. Criterios de evaluación para las ofertas en Fondos o Vehículos de inversión en deuda**

CRITERIOS	FONDOS DE DEUDA
	(Ponderación total de cada apartado de criterios)
<b>CRITERIOS CUANTITATIVOS:</b>	90%
<b>Estrategia de inversión</b>	22,5%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consistencia con los fondos anteriores (tamaño de inversión y del fondo, geografía, industria)</li> <li>• Volumen de inversión a realizar en España</li> </ul>	
<b>Equipo gestor (EG)</b>	13,5%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Experiencia relevante del EG: <i>Private equity</i> / Crédito / Deuda</li> <li>• Experiencia relevante del EG: Inversiones / Reestructuraciones / Deuda a través de bancos</li> <li>• Experiencia del EG trabajando en España</li> <li>• Experiencias del EG trabajando de manera conjunta (al menos 3 miembros)</li> <li>• Rotación de miembros del equipo ejecutivo</li> <li>• Compromiso del EG o gestora en el fondo</li> </ul>	
<b>Desempeño / Trayectoria previa<sup>(1)</sup></b>	13,5%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Experiencia previa de la firma en fondos de crédito / deuda</li> <li>• Experiencia previa de la firma en <i>private equity</i></li> <li>• Número de fondos de <i>private equity</i> / crédito / deuda totalmente desinvertidos</li> <li>• Fondos de crédito / deuda                             <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Retornos totales (TIR bruta) – Último fondo de crédito / deuda</li> <li>○ Retornos totales (TIR bruta) – Todos los fondos de crédito / deuda</li> <li>○ Retornos totales Múltiplo bruto – Último fondo de crédito / deuda</li> <li>○ Retornos totales (Múltiplo bruto) – Todos los fondos de crédito / deuda</li> </ul> </li> </ul>	
<b>Base inversora y captación de capital</b>	27%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nivel de profesionalización de la base inversora real</li> <li>• Nivel de internacionalización de la base inversora real</li> <li>• Cantidad captada hasta la fecha</li> <li>• Volumen solicitado por el fondo sobre tamaño objetivo</li> <li>• Volumen solicitado (volumen a invertir en España - volumen solicitado / TOF)</li> </ul>	
<b>Remuneración</b>	9%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Comisión de gestión</li> <li>• Comisión de éxito para un <i>hurdle rate</i> del 8%</li> </ul>	
<b>Otros</b>	4,5%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gestora / Fondo inscripto en España</li> <li>• Oficina / Equipo dedicado a España</li> </ul>	
<b>CRITERIOS CUALITATIVOS</b>	10%
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Equipo – dimensión respecto al tamaño del fondo / estrategia / rotación del equipo / otros</li> <li>• Equipo – estructura de retribución / promoción / formación / sucesión del EG</li> <li>• Proceso de toma decisiones de inversión</li> <li>• Calidad de reporting y seguimiento de las compañías</li> <li>• Métodos de valoración de las inversiones en cartera</li> <li>• Políticas de buen gobierno, medioambientales y sociales</li> </ul>	
<b>TOTAL</b>	100%

<sup>(1)</sup> En Capital Expansión: adicionalmente, porcentaje de ampliaciones de capital sobre el total de capital invertido de todos los fondos anteriores  
Fuente: Adaptado de las bases para la selección de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo o sociedades de capital riesgo autogestionadas de fondos de *Venture capital*, Incubación y Capital Expansión. AXIS Participaciones Empresariales. Julio 2016  
ECR: Entidad de Capital Riesgo – SGCR: Sociedad Gestora de Capital autogestionada - TOF: Tamaño objetivo del fondo – EG: Equipo



## 9.4 Evolución del desempeño de las compañías españolas invertidas (2013-2016)

### 9.4.1 Análisis de desempeño por cohorte de empresas españolas en cartera

Para analizar el desempeño del conjunto de las compañías españolas invertidas por los fondos en cartera participados por Fond-ICO Global, se ha tomado como período de referencia general el período que media entre el momento del lanzamiento del Fondo (Octubre 2013) y un momento actual definido a 30 de Junio de 2016, fecha del último informe de actividad disponible. No obstante, en virtud del escaso tiempo transcurrido desde la puesta en marcha de Fond-ICO Global (2 años y 9 meses) y con objeto de delimitar unos períodos de análisis plausibles para el conjunto de compañías invertidas en este marco temporal, se procedió a definir tres cohortes de compañías invertidas en función del momento de su “incorporación” con el fondo inversor en la cartera global de fondos participados por el Fondo. Dicho momento se estableció, por tanto, como “momento inicial” del período de análisis. Para configurar los cohortes de compañías concernidas y establecer el período de análisis en cada caso respecto del “momento actual” definido a 30/6/16 se definieron las siguientes tres “fechas de inicio” en base a la información de actividad de la cartera de Fond-ICO Global.

	<b>Cohorte I (CI)</b>	<b>Cohorte II (CII)</b>	<b>Cohorte III (CIII)</b>
<b>Definición</b>	Compañías invertidas en cartera de los fondos participados por Fond-ICO Global incorporadas a la cartera entre Octubre 2013 y 31/12/14.	Compañías invertidas en cartera de los fondos participados por Fond-ICO Global incorporadas a la cartera entre Enero 2015 y 30/6/15.	Compañías invertidas en cartera de los fondos participados por Fond-ICO Global incorporadas a la cartera entre Julio 2015 y 31/12/15.
<b>Período de análisis de desempeño</b>	31/12/14 - 30/6/16 18 meses	30/6/15 - 30/6/16 12 meses	31/12/15 - 30/6/16 6 meses

El Cuadro 25 siguiente muestra las cohortes resultantes por estrategia de inversión correspondiente a la totalidad de compañías españolas participadas por los fondos en cartera del Fondo a 30/6/16.

**Cuadro 25. Fondos en cartera (formalizados) y empresas españolas invertidas**

	<b>Cohorte I</b>		<b>Cohorte II</b>		<b>Cohorte III</b>		<b>Cohorte IV</b>		<b>T fond.</b>	<b>T emp.</b>
	<b>Fondos en cartera</b>	<b>Empresas españolas en cartera</b>	<b>Fondos en cartera</b>	<b>Empresas españolas en cartera</b>	<b>Fondos en cartera</b>	<b>Empresas españolas en cartera</b>	<b>Fondos en cartera</b>	<b>Empresas españolas en cartera</b>		
Incorporados en cartera entre:	<b>Oct-13 - Dic-14</b>		<b>Ene-15- Jun-15</b>		<b>Jul-15 - Dic-15</b>		<b>Ene-16 - Jun-16</b>			
<i>Venture capital</i>	6	15	2	30	1	11	2	26	11	82
<b>Capital Expansión</b>	7	11		3	1	12	3	7	11	33
<b>Incubación</b>					1	47	1	8	2	55
<b>Deuda</b>					1	3		2	1	5
<b>Total en el período</b>	<b>13</b>	<b>26</b>	<b>2</b>	<b>33</b>	<b>4</b>	<b>73</b>	<b>6</b>	<b>43</b>		
<b>Total acumulado</b>	<b>13</b>	<b>26</b>	<b>15</b>	<b>59</b>	<b>19</b>	<b>132</b>	<b>25*</b>	<b>175**</b>		
<b>Período de análisis</b>	<b>Cohorte I</b>		<b>Cohorte II</b>		<b>Cohorte III</b>		<b>Cohorte IV</b>		<b>Total empresas analizadas</b>	
<b>Empresas analizadas (cifra de negocios)</b>	Dic-14-Jun-16		Jun-15-Jun-16		Dic-15-Jun-16		(no analizada)			101
<b>Empresas analizadas (empleo)</b>		22		20		59				108
		22		29		57				

\* Incluidos los fondos desinvertidos (1 fondo)

\*\* Las empresas invertidas por más de un fondo son computadas solo una vez - Excluidas las empresas invertidas no españolas (24)

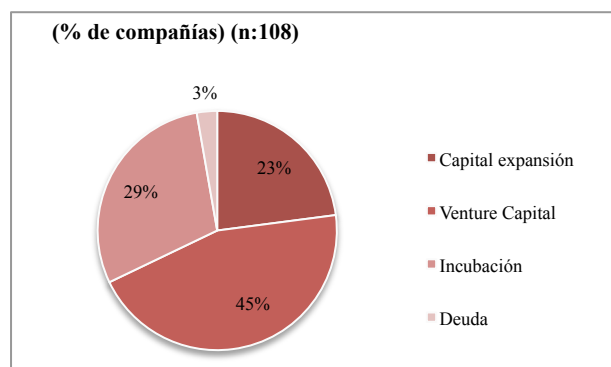
Fuente: Elaboración propia

Se han excluido del análisis de desempeño aquellas compañías en cartera de los fondos participados por Fond-ICO Global que fueron incorporadas con posterioridad a la sexta convocatoria entre Enero y Junio de 2016 (Cohorte IV en el cuadro), es decir, con un período en la “cartera” de Fond-ICO Global inferior a los 6 meses. Por consiguiente, del total de 175 empresas españolas invertidas a 30/6/16 por los fondos en cartera participados por el Fondol, 132 compañías quedaron finalmente encuadradas en los tres cohortes objeto de análisis: 26 en el CI (18 meses), 33 en el CII (12 meses) y 73 en el CIII (6 meses). El análisis de cada cohorte de empresas se ha efectuado sobre la base de datos disponibles de facturación y empleo entre el momento “inicial” definido y el momento “actual” a 30 de Junio de 2016. Como resultado, se han analizado 101 y 108 empresas respectivamente del total de 132 empresas españolas en cartera clasificadas según los tres períodos de análisis establecidos.

Las Figuras 67 y 68 muestran la distribución de las compañías analizadas en cartera por tipo de financiación recibida y tamaño empresarial (número de empleados) basado en datos de empleo disponibles de 108 compañías analizadas. En conjunto, ambas distribuciones de las compañías con datos disponibles reflejan el patrón del segmento total de compañías englobadas en las tres cohortes definidas (132 compañías).

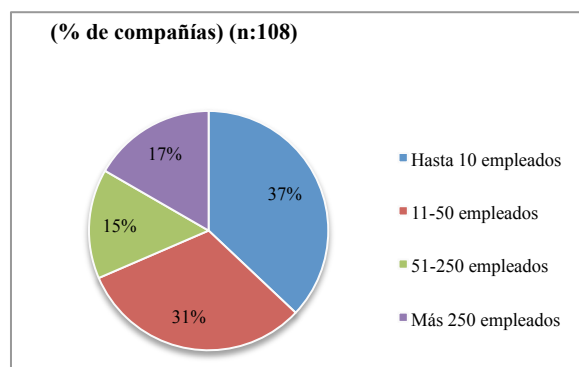
Atendiendo al tipo de financiación, el 74% de las compañías analizadas se encuentran en fases iniciales de desarrollo o de crecimiento inicial (un 45% financiadas por fondos de *venture capital* y un 29% por inversión con incubación), y la cuarta parte restante son empresas en fases más avanzadas de desarrollo financiadas por capital expansión (23%) y deuda (3%). Según el tamaño empresarial al comienzo del período de análisis en cada caso, la mayor parte de empresas españolas analizadas eran PYMEs con menos 250 empleados (83% de las compañías), y de éstas más del 80% tenían menos de 50 empleados.

**Figura 67. Compañías españolas analizadas. Distribución por tipo de financiación recibida**



Fuente: Elaboración propia

**Figura 68. Compañías españolas analizadas. Distribución por tamaño empresarial (número de empleados)**



Los Cuadros 26 y 27 muestran los resultados de desempeño en términos de facturación y empleo para las tres cohortes definidas, las cuales son analizadas por separado en el apartado siguiente.



**Cuadro 26. Empresas españolas en cartera en los fondos participados por Fond-ICO Global auditadas entre Octubre 2013 y Diciembre de 2015 - Impacto global en facturación\*\***

	Cambio en la cifra de negocio**	Período de análisis		Diferencia (miles de euros)	Incremento %
		Momento inicial* (miles de euros)	Momento actual a 30/6/16 (miles de euros)		
<b>Cohorte I</b> (22 cías.) *A 31/12/14	Capital expansión (10 cías.)	833.064,0	991.934,0	158.870,0	19,1%
	Venture capital (12 cías.)	51.388,0	80.299,0	28.911,0	56,3%
<i>Incremento neto global en 18 meses</i>					
<b>Total de compañías CI</b>		<b>884.452,0</b>	<b>1.072.233,0</b>	<b>187.781,0</b>	<b>21,2%</b>
<b>Cohorte II</b> (20 cías.) *A 30/6/15	Capital expansión (2 cías.)	108.064,0	201.499,0	93.435,0	86,5%
	Venture capital (18 cías..)	4.312,8	13.729,0	9.416,2	218,3%
<i>Incremento neto global en 12 meses</i>					
<b>Total de compañías CII</b>		<b>112.376,8</b>	<b>215.228,0</b>	<b>102.851,2</b>	<b>91,5%</b>
<b>Cohorte III</b> (59 cías.) *A 31/12/15	Capital expansión (12 cías..)	1.160.675,0	1.147.955,0	-12.720,0	-1,1%
	Venture capital (11 cías..)	11.840,0	12.789,0	949,0	8,0%
	Incubación (33 cías..)	5.010,0	8.230,0	3.220,0	64,3%
	Deuda (3 cías..)	336.870,0	348.991,0	12.121,0	3,6%
<i>Incremento neto global en 6 meses</i>					
<b>Total de compañías CIII</b>		<b>1.514.395,0</b>	<b>1.517.965,0</b>	<b>3.570,0</b>	<b>0,2%</b>
<b>Total</b>	Capital expansión (24 cías..)	2.101.803,0	2.341.388,0	239.585,0	11,4%
	Venture capital (41 cías..)	67.540,8	106.817,0	39.276,2	58,2%
	Incubación (33 cías..)	5.010,0	8.230,0	3.220,0	64,3%
	Deuda (3 cías..)	336.870,0	348.991,0	12.121,0	3,6%
<i>Incremento neto global</i>					
<b>Total general (101)</b>		<b>2.511.223,8</b>	<b>2.805.426,0</b>	<b>294.202,2</b>	<b>11,7%</b>

\*\* Basado en datos disponibles /válidos de facturación de 101 compañías de un total de 132 compañías españolas en cartera de los fondos participados por Fond-ICO Global auditadas en los periodos de análisis definidos.

Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

**Cuadro 27. Empresas españolas en cartera en los fondos participados por Fond-ICO Global auditadas entre Octubre 2013 y Diciembre de 2015 - Impacto global en empleo\*\***

	Cambio en el empleo**	Período de análisis		Diferencia	Incremento (%)
		Momento inicial* (empleados)	Momento actual a 30/6/16 (empleados)		
<b>Cohorte I</b> (22 CIAS) *A 31/12/14	Capital expansión (10 cias.)	9.330	11.359	2.029	21,7%
	Venture capital (12 cias.)	482	555	73	15,1%
					<i>Incremento neto global en 18 mese</i>
<b>Total de compañías (CI)</b>		<b>9.812</b>	<b>11.914</b>	<b>2.102</b>	<b>21,4%</b>
<b>Cohorte II</b> (29 CIAS) *A 30/6/15	Capital expansión (3 cias.)	2.603	2.227	-376	-14,4%
	Venture capital (23 cias.)	330	426	96	29,1%
					<i>Incremento neto global en 12 meses</i>
<b>Total de compañías (CII)</b>		<b>2.933</b>	<b>2.653</b>	<b>-280</b>	<b>--9,5%</b>
<b>Cohorte III</b> (57 CIAS) *A 31/12/15	Capital expansión (12 cias.)	32.416	31.969	-447	-1,4%
	Venture capital (11 cias.)	264	368	104	39,4%
	Incubación (31 cias.)	479	461	-18	-3,8%
	Deuda (3 cias.)	2.396	2.246	-150	-6,3%
					<i>Incremento neto global en 6 meses</i>
<b>Total de compañías (CIII)</b>		<b>35.555</b>	<b>35.044</b>	<b>-511</b>	<b>-1,4%</b>
<b>Total</b>	Capital expansión (25 cias.)	44.349	45.555	1.206	2,7%
	Venture capital (46 cias.)	1.076	1.349	273	25,4%
	Incubación (31 cias.)	479	461	-18	-3,8%
	Deuda (3 cias.)	2.396	2.246	-150	-6,3%
					<b>Incremento neto global</b>
<b>Total general</b>		<b>48.300</b>	<b>49.611</b>	<b>1.311</b>	<b>2,7%</b>

\*\* Basado en datos disponibles /válidos de empleo de 108 compañías de un total de 132 compañías españolas en cartera de los fondos participados por Fond-ICO Global auditadas en los períodos de análisis definidos.

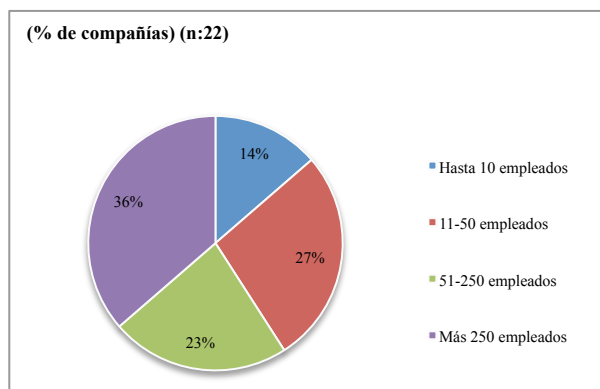
Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

#### 9.4.2 Cohorte I. Compañías españolas en cartera de los fondos participados incorporadas entre Octubre de 2013 y Diciembre de 2014

*Tamaño de las compañías.* Según los datos disponibles de empleo de 22 de un total de las 26<sup>148</sup> compañías invertidas englobadas en esta cohorte, la mayoría de empresas de este grupo eran PY-MEs con menos de 250 empleados (64%) (Figura 69) en el momento inicial del período de análisis considerado (Diciembre de 2014).

- Un 41% tenía menos de 50 empleados y las plantillas de empleados variaban entre 4 empleados la más pequeña y 3.999 empleados la más grande con una mediana de 107 empleados.
- De las compañías que recibieron inversión de capital expansión (10 compañías), las plantillas de empleados variaban entre 243 empleados y 3.999 empleados con una mediana de 243 empleados y de 38,5 millones de facturación,
- Entre las compañías invertidas por *venture capital* (12 compañías), las plantillas variaban entre 4 y 142 empleados respectivamente con una mediana de 24 empleados y de 1,5 millones de euros de facturación.

Figura 69. CI - Tamaño de las compañías en el momento “inicial” del período de análisis (Diciembre 2014)



##### 9.4.2.1 CI. Cambio en la cifra de negocios

En el período de análisis considerado para esta cohorte (18 meses), la evolución de la cifra de negocios conjunta presenta un incremento neto global del 21% tomando en consideración el efecto neto de las empresas que aumentaron y disminuyeron su facturación en el período (18 meses).

El incremento neto del volumen de facturación correspondiente al grupo de compañías financiadas por *venture capital* (12 compañías) fue del 56% en conjunto, mientras que el correspondiente al grupo de empresas financiadas por capital expansión (10 compañías) ascendió al 19% en su conjunto en el período. Como es de esperar, las empresas en fases iniciales suelen presentar tasas de crecimiento más elevadas que las empresas establecidas puesto que su punto de partida, bien en facturación o empleo, es muy pequeño en términos relativos.

<sup>148</sup> No se incluye una compañía desinvertida.

**Cuadro 28. CI - Cambio en la cifra de negocios (Impacto global)**

	Cambio en la cifra de negocio**	Periodo de análisis		Diferencia (miles de euros)	Incremento absoluto %
		Momento inicial a 31/12/14 (miles de euros)	Momento actual a 30/6/16 (miles de euros)		
<b>Cohorte I (22 cias.)</b>	<b>Capital expansión (10 cias.)</b>	833.064,0	991.934,0	158.870,0	19,1%
	<b>Venture capital (12 cias.)</b>	51.388,0	80.299,0	28.911,0	56,3%
<b>Incremento neto global en 18 meses</b>					
<b>Total de compañías CI</b>		<b>884.452,0</b>	<b>1.072.233,0</b>	<b>187.781,0</b>	<b>21,2%</b>

\*\* Basado en datos disponibles /válidos de facturación de 22 compañías de un total de 25 compañías (excluida una compañía desinvertida)

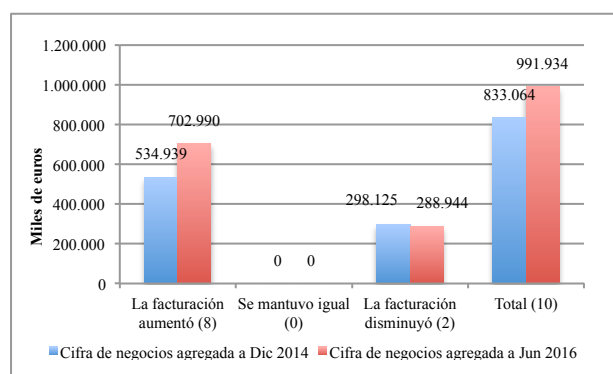
Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

*Compañías invertidas que crecieron en facturación.* 17 de las 22 compañías de esta cohorte con datos disponibles de facturación aumentaron, en conjunto, su cifra de negocios en un 35% en el período considerado, mientras que 5 disminuyeron su facturación (-4,8% en conjunto).

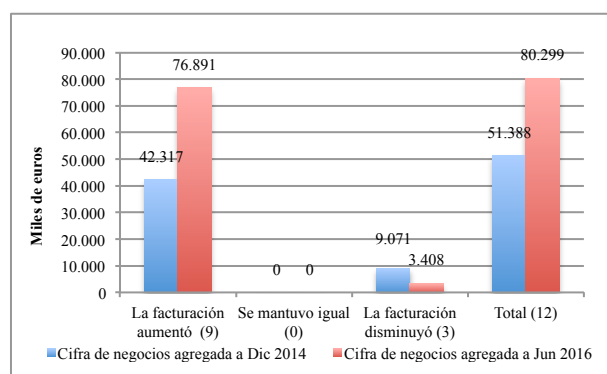
Las compañías que crecieron presentan unas tasas de crecimiento significativas. Las compañías financiadas por capital expansión (10 compañías) promediaron una TCC (tasa de crecimiento compuesto) anualizada equivalente al 28%, con una mediana del 18,5%, mientras que las compañías invertidas por *venture capital* (12 compañías) crecieron en 18 meses a un ritmo equivalente a una TCC anualizada promedio anualizada del 144%, con una mediana del 78%.

**CI. Compañías invertidas que aumentaron, mantuvieron o disminuyeron su cifra de negocios en el período considerado (18 meses)**

**Figura 70. CI. Capital expansión**



**Figura 71. CI. Venture capital**



Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

**9.4.2.2 CI. Cambio en el empleo**

En conjunto, las compañías invertidas agrupadas en esta cohorte (10 compañías en capital expansión y 12 en *venture capital*) crearon 2.102 nuevos puestos de trabajos netos, lo que equivale a un incremento neto global del 21% en el período en términos absolutos (18 meses). La mayor parte de esta contribución ha correspondido a las compañías participadas por capital expansión (96%) .

Cuadro 29. CI – Cambio en el empleo (Impacto global)

	Cambio en el empleo**	Período de análisis		Diferencia	Incremento absoluto (%)
		Momento inicial a 31/12/14	Momento actual a 30/6/16		
<b>Cohorte I (22 CIAS)</b>	<b>Capital expansión (10 cias.)</b>	9.330	11.359	2.029	21,7%
	<b>Venture capital (12 cias.)</b>	482	555	73	15,1%
<b>Total de compañías (CI)</b>		<b>9.812</b>	<b>11.914</b>	<b>2.102</b>	<b>21,4%</b>

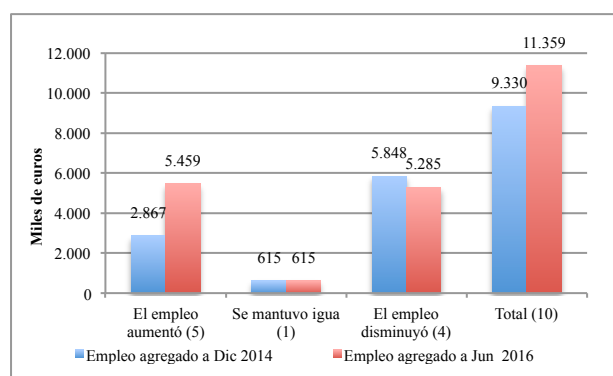
*Incremento neto global en 18 meses*

\*\* Basado en datos disponibles /válidos de empleo de 22 compañías de un total de 25 compañías (excluida una compañía desinvertida).  
Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

*Compañías que crecieron en empleo.* De las 20 compañías con datos disponibles de empleo, 11 aumentaron sus plantillas de empleados, 4 la mantuvieron igual y 7 la redujeron. Entre las compañías de esta cohorte que aumentaron sus plantillas, encontramos 5 compañías en capital expansión y 6 en *venture capital*. Ambos grupos han creado empleo a ritmos significativos en el período. Las primeras generaron en conjunto 2.592 nuevos puestos de trabajos en 18 meses, lo que equivale a un aumento del 90% respecto del comienzo del período. De otro lado, el grupo de empresas en fases más iniciales más que duplicó el volumen de empleo al inicio del período, generando en conjunto 188 nuevos empleos en el período.

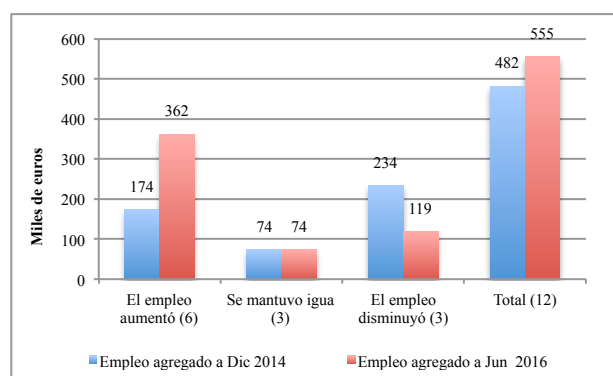
#### CI. Compañías invertidas que aumentaron, mantuvieron o disminuyeron su plantilla de empleados en el período considerado (18 meses)

Figura 72. CI-Capital expansión



Fuente: Elaboración propia.

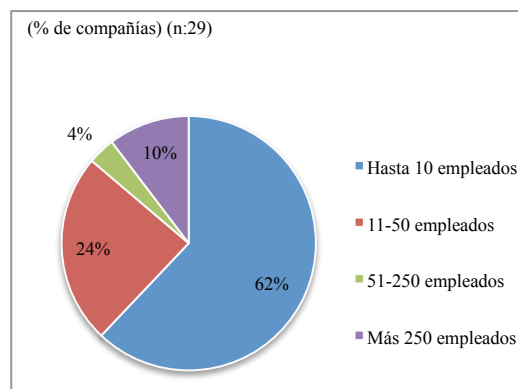
Figura 73. CI-Venture capital



#### 9.4.3 Cohorte II. Empresas españolas invertidas en cartera en los fondos participados incorporadas entre Enero y Junio de 2015

*Tamaño de las compañías.* La mayoría de empresas de esta cohorte formaban parte de la cartera de *venture capital* (30 sobre un total de 33 compañías). No obstante, los resultados mostrados a continuación se basan en datos de facturación disponibles correspondientes a 20 compañías de esta cohorte (18 financiadas por *venture capital* y 2 por capital expansión). Según los datos disponibles, el 62% de compañías invertidas de esta cohorte tenía menos de 10 empleados al comienzo del período (Junio 2015) y casi una cuarta tenía entre 11 y 50 empleados.

Figura 74. CII - Tamaño de las compañías en el momento “inicial” del periodo de análisis (Junio 2015)



### 9.4.3.1 CII. Cambio en la cifra de negocio

Los incrementos netos de la cifra de negocios correspondientes a los grupos de compañías participadas en ambas carteras, capital expansión y *venture capital*, han sido significativos en el período definido para esta cohorte (12 meses). En conjunto, el impacto neto global de este grupo ha sido, en términos absolutos, del 91,5% en 12 meses. Por tipo de financiación, las dos compañías en el segmento de capital expansión de esta cohorte han aumentando su cifra de negocios en un 86,5% en conjunto, mientras las 18 compañías en cartera de *venture capital* multiplicaron sus cifras de negocio, en conjunto, por más de 3 veces.

Cuadro 30. CII - Cambio en la cifra de negocios (Impacto global)

	Cambio en la cifra de negocio**	Período de análisis		Diferencia (miles de euros)	Incremento absoluto %
		Momento inicial a 30/6/15 (miles de euros)	Momento actual a 30/6/16 (miles de euros)		
<b>Cohorte II (20 CIAS)</b>	<b>Capital expansión (2 cías.)</b>	108.064,0	201.499,0	93.435,0	86,5%
	<b>Venture capital (18 cías.)</b>	4.312,8	13.729,0	9.416,2	218,3%
<b>Incremento neto global en 12 meses</b>					
<b>Total de compañías CII</b>		<b>112.376,8</b>	<b>215.228,0</b>	<b>102.851,2</b>	<b>91,5%</b>

\*\* Basado en datos disponibles /válidos de facturación de 20 compañías de un total de 33 compañías

Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

*Compañías invertidas que crecieron en facturación.* De las 20 compañías participadas con datos de facturación, 18 aumentaron su cifra de negocio (2 compañías invertidas por capital expansión y 16 en la cartera de *venture capital*), mientras que 1 la mantuvo igual y 1 la disminuyó. El grupo de 16 compañías invertidas en la cartera de *venture capital* que crecieron en facturación multiplicaron, en conjunto, su volumen de negocio por casi 3,8 veces entre Junio de 2015 y Junio de 2016. En cuanto a las dos empresas financiadas por capital expansión de esta cohorte que crecieron en el período, aumentaron su cifra de negocio en conjunto en un 86,5%.

## CII. Compañías invertidas que aumentaron, mantuvieron o disminuyeron su cifra de negocios en el período considerado (12 meses)

Figura 75. CII-Capital expansión

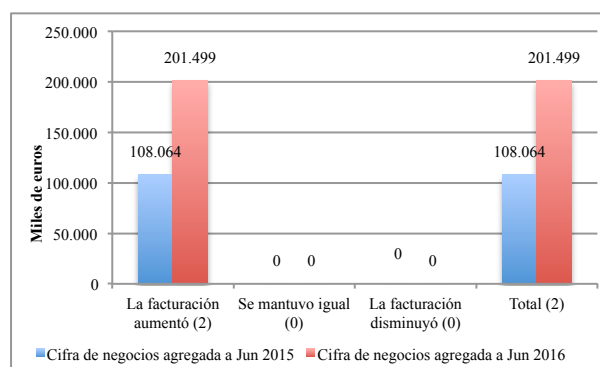
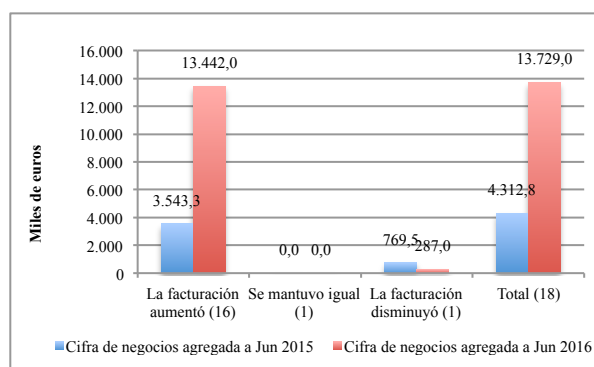


Figura 76. CII-Venture capital



Fuente: Elaboración propia.

### 9.4.3.2 CII. Cambio en el empleo

Basado en datos de empleo disponibles de 29 compañías invertidas de esta cohorte, se observa que este grupo de compañías muestran una disminución neta global en el volumen de empleo conjunto de -9,5%, en términos absolutos, entre el momento inicial del período (Junio 2015) y el momento actual (Junio 2016). Esta disminución es atribuible en su mayor parte a la contracción de las plantillas de dos compañías en la cartera de capital expansión que se encontraban a Junio de 2016 en una fase temprana de la inversión (1 año). Las compañías en la cartera de *venture capital*, por contra, generaron en conjunto 96 nuevos puestos de trabajo netos, lo que representó un incremento global de +29% en términos absolutos.

Cuadro 31. CII. Cambio en el empleo (impacto global)

	Cambio en el empleo**	Período de análisis		Diferencia	Incremento absoluto (%)
		Momento inicial a 30/6/15	Momento actual a 30/6/16		
<b>Cohorte II (29 CIAS)</b>	<b>Capital expansión (3 cias.)</b>	2.603	2.227	-376	-14,4%
	<b>Venture capital (23 cias.)</b>	330	426	96	29,1%
<b>Total de compañías (CII)</b>		<b>2.933</b>	<b>2.653</b>	<b>-280</b>	<b>-9,5%</b>

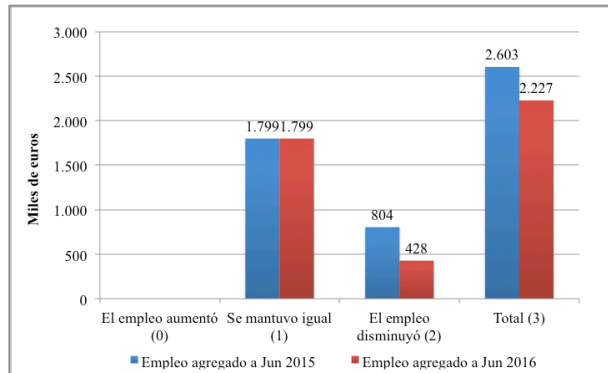
**Incremento neto global en 12 meses**

\*\* Basado en datos disponibles /válidos de empleo de 29 compañías de un total de 33 compañías  
Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

*Compañías invertidas que crecieron en empleo.* En conjunto, de las 26 compañías invertidas en fases iniciales de desarrollo (*venture capital*) de esta cohorte, 13 ampliaron su plantilla de empleados en el período, 7 se mantuvieron sin cambios y 6 experimentaron una leve reducción. El grupo de compañías que aumentaron las contrataciones generaron en conjunto 113 empleos nuevos, lo que representó un incremento neto global de +79% respecto del inicio del período. Partiendo de una base de empleados muy pequeña (11 empleados en promedio), la tasa de crecimiento anual promedio de estas 13 compañías fue del 109% con una mediana del 89%.

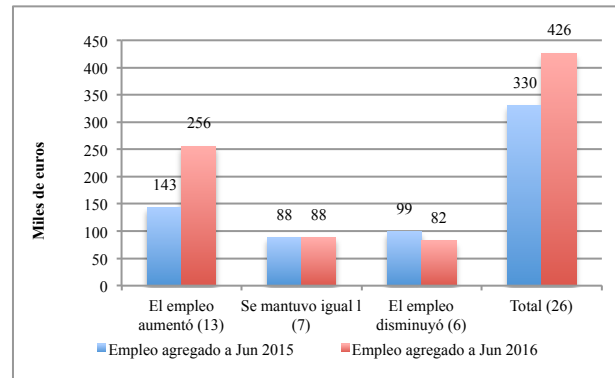
## CII. Compañías invertidas que aumentaron, mantuvieron o disminuyeron su plantilla de empleados en el período considerado (12 meses)

Figura 77. CII-Capital expansión



Fuente: AXIS Participaciones Empresariales

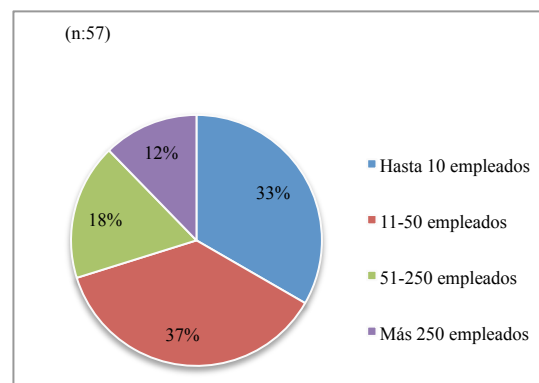
Figura 78. CII-Venture capital



### 9.4.4 Cohorte III. Empresas españolas en cartera en los fondos participados incorporadas entre Julio y Diciembre 2015

**Tamaño de las compañías.** La mayoría de participadas englobadas en esta cohorte (73 compañías) eran empresas en fases iniciales de desarrollo al inicio del período a Diciembre 2015 (47 compañías bajo la categoría de incubación y 11 financiadas por fondos de *venture capital*). El resto se repartía entre 12 participadas en el segmento capital expansión y 3 financiadas por fondos de deuda corporativa. Los resultados de facturación considerados a continuación se basan en los datos disponibles de facturación y empleo de 59 y 57 compañías respectivamente de un total de 73 compañías para esta cohorte. En términos de tamaño por número de empleados al comienzo del período, según los datos disponibles de empleo de 57 compañías, y en razón de la alta proporción de empresas en fases tempranas de desarrollo en la cohorte analizada, el 71% de estas compañías tenía menos de 50 empleados y solo un 12% eran empresas de gran dimensión (más de 250 empleados).

Figura 79. CIII- Tamaño de las compañías en el momento "inicial" del período de análisis (Diciembre 2015)



#### 9.4.4.1 CIII. Cambio en la cifra de negocio

En términos globales, la evolución del volumen agregado de facturación de las empresas de esta cohorte ha sido de signo positivo entre Diciembre de 2015 y Junio de 2016 considerando el efecto conjunto de las compañías que aumentaron y disminuyeron su cifra de negocios en el período considerado. El impacto neto de la evolución de la cifra de negocios del conjunto de compañías invertidas por *venture capital*, en incubación y por deuda resulta positivo en el período y con una evolución a unos ritmos que permiten prever un cierre del año 2016 con resultados de crecimiento positivos para estos tres grupos de empresas. Las 12 compañías financiadas por capital expansión



presentan un leve descenso neto de la facturación del -1,1% en conjunto respecto del comienzo del período.

**Cuadro 32. CIII- Cambio en la cifra de negocios (Impacto global)**

		Período de análisis			
Cambio en la cifra de negocio**		Momento inicial a 31/12/15	Momento actual a 30/6/16	Diferencia	Incremento
		(miles de euros)	(miles de euros)	(miles de euros)	%
<b>Cohorte III (59 CIAS)</b>	<b>Capital expansión (12 cias.)</b>	1.160.675,0	1.147.955,0	-12.720,0	-1,1%
	<b>Venture capital (11 cias.)</b>	11.840,0	12.789,0	949,0	8,0%
	<b>Incubación (33 cias.)</b>	5.010,0	8.230,0	3.220,0	64,3%
	<b>Deuda (3 cias.)</b>	336.870,0	348.991,0	12.121,0	3,6%
					<b>Incremento neto global en 6 meses</b>
<b>Total de compañías CIII</b>		<b>341.880,0</b>	<b>357.221,0</b>	<b>3.570,0</b>	<b>4,5%</b>

\*\* Basado en datos disponibles /válidos de facturación de 59 compañías de un total de 73 compañías

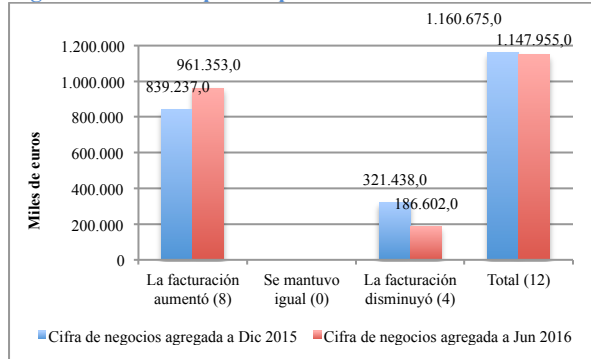
Fuente: AXIS Participaciones Empresariales

#### *Compañías invertidas que crecieron en facturación.*

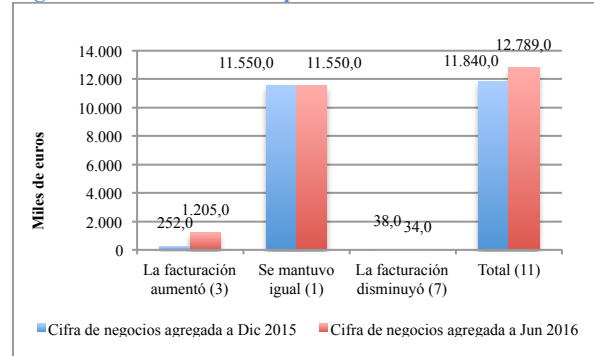
Las empresas participadas en incubación y *venture capital* que crecieron en facturación durante el primer semestre de 2016 lo han hecho a ritmos muy elevados. Por una parte, las 20 compañías en incubación con datos disponibles, partiendo de una base de negocio muy pequeña, han pasado de un facturación agregada de 2,4 millones de euros en Diciembre de 2015 a 5,6 millones de euros en Junio de 2016. El resto de participadas en incubación (13) han mantenido su cifra de negocios sin cambios. Por otra parte, cabe destacar en este apartado el fuerte crecimiento de 3 compañías invertidas en *venture capital*, las cuales han multiplicado en conjunto su cifra de negocios por 4,8 veces en seis meses, también partiendo de una base de negocio inicial muy pequeña. En cuanto al grupo de 8 empresas participadas por capital expansión que crecieron en facturación en el período, la evolución de la cifra de negocios agregada muestra también un incremento significativo de casi un 15% en términos absolutos.

**CIII. Compañías invertidas que aumentaron, mantuvieron o disminuyeron su cifra de negocios en el período considerado (6 meses)**

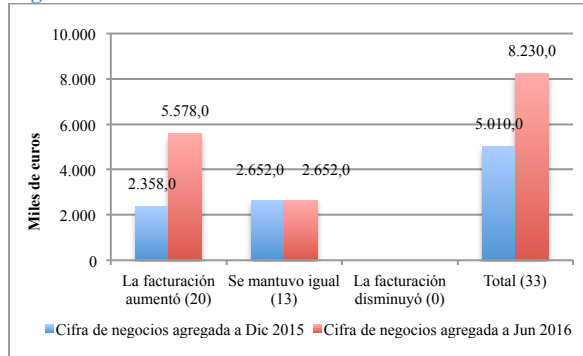
**Figura 80. CIII-Capital expansión**



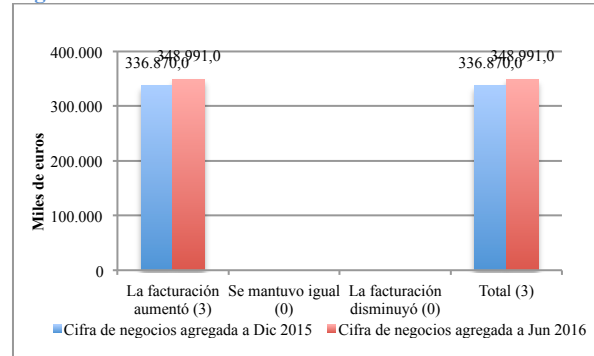
**Figura 81. CIII-Venture capital**



**Figura 82. CIII-Incubación**



**Figura 83. CIII-Deuda**



Fuente: Elaboración propia

**9.4.4.2 CIII. Cambio en el empleo**

En términos globales, el empleo proporcionado por el grupo de 57 compañías financiadas con datos disponibles que integran esta cohorte ha descendido en conjunto en un 1,4%, en términos absolutos en el breve período de tiempo considerado (6 meses). 4 empresas de esta cohorte (3 en capital expansión y 1 en deuda) responden por el 92% de esta reducción. El empleo generado por las compañías participadas que ampliaron sus plantillas ha amortiguado la reducción en el número de empleados en aquellas empresas establecidas que se encuentran en fases tempranas de procesos de transición y revitalización, tras haber recibido la financiación recientemente.

**Cuadro 33. CIII-Creación de empleo (Impacto global)**

	Cambio en el empleo**	Período de análisis		Diferencia	Incremento (%)
		Momento inicial a 31/12/15	Momento actual a 30/6/16		
<b>Cohorte III (57 CIAS)</b>	<b>Capital expansión (13 cias.)</b>	32.416	31.969	-447	-1,4%
	<b>Venture capital (11 cias.)</b>	264	368	104	-46,6%
	<b>Incubación (31 cias.)</b>	479	461	-18	-3,8%
	<b>Deuda (13 cias.)</b>	2.396	2.246	-150	-6,3%
<b>Total de compañías (CIII)</b>		<b>35.555</b>	<b>35.004</b>	<b>-511</b>	<b>-1,4%</b>

*Incremento neto global en 6 meses*

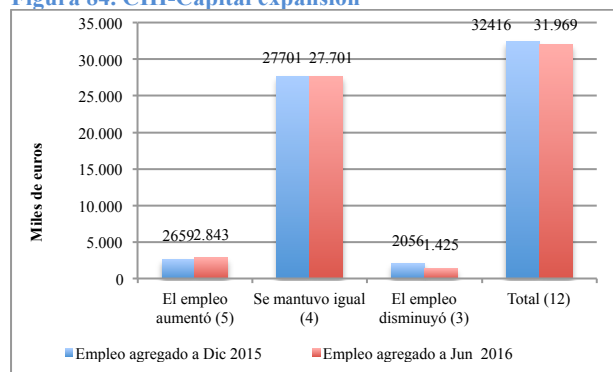
\*\* Basado en datos disponibles /válidos de empleo de 57 compañías de un total de 73 compañías

Fuente: Elaboración propia basado en Informes de Actividad, AXIS Participaciones Empresariales.

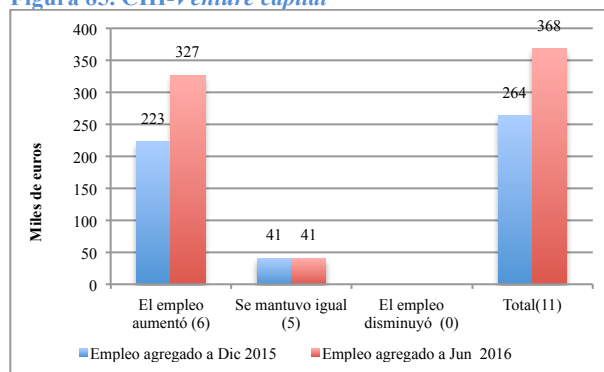
*Compañías que crecieron en empleo.* De las 57 empresas que integran esta cohorte, 23 empresas ampliaron sus plantillas en el período (6 meses), mientras que 21 se mantuvieron igual y 13 compañías las redujeron. Las 10 compañías en fases iniciales (incubación) que generaron empleo en el período lo hicieron a un ritmo muy elevado, como es de esperar de las empresas emergentes que crecen ya que parten de plantillas muy pequeñas. Este grupo de empresas pasó de 97 empleos al inicio del período considerado a 154 empleos a Junio de 2016, lo que equivale a un incremento del 59%. El grupo de 6 compañías financiadas por *venture capital* que ampliaron plantilla pasaron de 223 a 327 empleos en conjunto en el período (+47%). En cuanto a los grupos de PYMEs y empresas de mayor dimensión financiadas por capital expansión (5 empresas) y por deuda (2 empresas) que mostraron crecimientos positivos en el número de empleados, los incrementos de sus plantillas fueron del 7% y el 10% en conjunto respectivamente en el período bajo consideración.

**CIII. Compañías invertidas que aumentaron, mantuvieron o disminuyeron la plantilla de empleados en el período considerado (6 meses)**

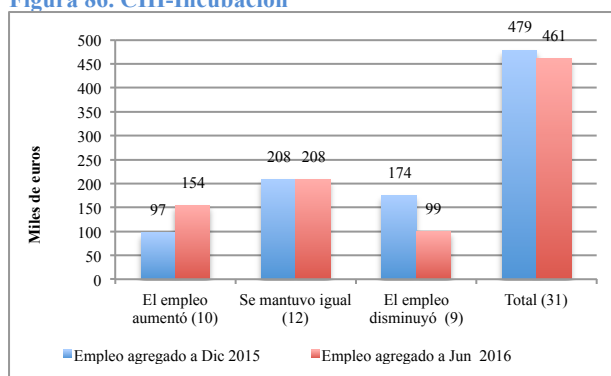
**Figura 84. CIII-Capital expansión**



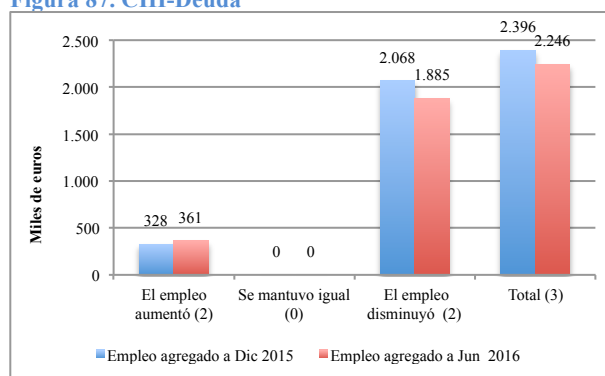
**Figura 85. CIII-Venture capital**



**Figura 86. CIII-Incubación**



**Figura 87. CIII-Deuda**



## 10 Lista de figuras

Figura 1. Ciclo de vida de las empresas y fases de financiación .....	7
Figura 2. Europa. Inversiones de private equity como porcentaje del PIB. Todas las inversiones de private equity - 2015 .....	12
Figura 3. Europa. Tamaño medio de los operadores de capital privado (volumen de capital gestionado) ....	14
Figura 4. España. Número de ECP por tamaño (volumen de capital gestionado).....	14
Figura 5. España. Nuevos fondos totales captados por ECP nacionales e internacionales .....	15
Figura 6. España. Fuentes de los nuevos fondos captados .....	16
Figura 7. España. Inversión total en private equity .....	17
Figura 8. Inversiones totales en private equity por etapa de desarrollo.....	18
Figura 9. Inversión en <i>Venture Capital</i> .....	19
Figura 10. Inversión en <i>Venture Capital</i> por etapa de desarrollo y sector de actividad (2015) .....	20
Figura 11. España. Desinversión por tipo de salida.....	21
Figura 12. España. Cartera de inversiones acumuladas (a precios de coste).....	22
Figura 13. España. Evolución del crédito al sector no financiero. 1995-2015 (Variación respecto al año anterior).....	44
Figura 14.....	45
Figura 15. Percepción del capital privado como fuente de financiación .....	46
Figura 16. Confianza en la negociación con inversores de capital privado.....	47
Figura 18. Peso de las inversiones en España de los fondos en cartera de Fond-ICO en el sector de capital privado español .....	67
Figura 19. Captación de nuevos fondos de ECR <i>privadas</i> españolas por tipo de inversor. Papel del sector público y Fond-ICO Global).....	68
Figura 20. Distribución de los compromisos aprobados por estrategia de inversión– 947 M) .....	68
Figura 21. Compromisos aprobados por estrategia de inversión y enfoque inversor de los fondos participados (% de los compromisos aprobados).....	69
Figura 22. Fondos en cartera por estrategia de inversión (24 fondos - % de fondos) – A 30/6/16 .....	69
Figura 23. Compromisos suscritos por estrategia de inversión (552 M - 24 fondos) (% de compromisos suscritos) .....	69
Figura 24. Fondos en cartera por tamaño objetivo (30/6/16) (#24 fondos) (% de fondos) .....	70
Figura 25. Capital expansión. Fondos en cartera por tamaño objetivo del fondo (% de fondos).....	70
Figura 26. <i>Venture capital</i> . Fondos en cartera por tamaño objetivo (% de fondos).....	71
Figura 27. Compañías invertidas por tamaño (202 compañías - % de compañías).....	71
Figura 28 Capital expansión. Compañías en cartera por tamaño (% de compañías).....	72
Figura 29. <i>Venture capital</i> . Compañías en cartera por tamaño (% de compañías).....	72
Figura 30 Incubación. Compañías en cartera por tamaño (% de compañías).....	72
Figura 31. Deuda. Compañías en cartera por tamaño (% de compañías).....	72
Figura 32. Distribución de las inversiones de los fondos en cartera por segmento de capital inversión (1.879,0 M - % del importe total invertido).....	72
Figura 33. Compañías en cartera por segmento de capital inversión (200 compañías - % de compañías) ..	72

Figura 34. Tamaño de las inversiones (% de operaciones).....	73
Figura 35. Tipo de operación (% de operaciones).....	73
Figura 36. Tamaño de las inversiones (% de operaciones).....	73
Figura 37. Tipo de operación (% de operaciones).....	73
Figura 38. Tamaño de las inversiones (% de operaciones).....	74
Figura 39. Tipo de operación (% de operaciones).....	74
Figura 40. Tamaño de las inversiones (% de operaciones).....	74
Figura 41. Tipo de operación (% de operaciones).....	74
Figura 42. Fondos en cartera. Distribución de la inversiones por geografía - (1.879M - % del importe total invertido).....	75
Figura 43. Capital expansión. Distribución de la inversiones por geografía (1.701,4M - % del importe total invertido).....	75
Figura 44. <i>Venture capital</i> . Distribución de las inversiones por geografía (114,2M - % del importe total invertido).....	75
Figura 45. Incubación. Distribución de las inversiones por geografía (7,8M - % del importe total invertido).....	75
Figura 46. Deuda. Distribución de las inversiones por geografía (55,5M - % del importe total invertido).....	75
Figura 47. Capital expansión. Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido).....	76
Figura 48. <i>Venture capital</i> . Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido).....	76
Figura 49. Incubación. Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido).....	76
Figura 50. Deuda. Distribución de las inversiones por sector de actividad (% del importe total invertido).....	76
Figura 51. Capital Expansión - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías).....	77
Figura 52. <i>Venture capital</i> - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías).....	77
Figura 53. Incubación - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías).....	78
Figura 54. Deuda - Tamaño de las compañías españolas invertidas (% de compañías).....	78
Figura 55. Evolución del flujo de proyectos en los últimos 12 meses (en % promedio de los proyectos recibidos).....	91
Figura 56. Número de compañías en las que los fondos prevén invertir (en promedio).....	91
Figura 57. Capital Expansión. Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio).....	92
Figura 58. <i>Venture capital</i> . Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio).....	92
Figura 59. Incubación. Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio).....	92
Figura 60. Deuda. Factores de riesgo principales sobre el desempeño (Valoración promedio).....	92
Figura 61. Aportación de valor del fondo en las empresas participadas - (Valoración promedio).....	93
Figura 62. Dificultades y barreras para el desarrollo de la actividad de capital inversión - (Valoración promedio).....	94
Figura 63. Expectativas sobre la evolución del sector de capital privado en España (valoración promedio).....	94
Figura 64. Capital semilla/inicial. Oportunidades de inversión más atractivas en los próximos dos años.....	95
Figura 65. Capital expansión. Oportunidades de inversión más atractivas en los próximos dos años.....	95
Figura 66. Impacto/aportación de Fond-ICO Global en los fondos participados (valoración promedio).....	95
Figura 67. Papel de Fond-ICO Global en el sector de capital privado como fondo de fondos público.....	96
Figura 68. Compañías españolas analizadas. Distribución por tipo de financiación recibida.....	120

Figura 69. Compañías españolas analizadas. Distribución por tamaño empresarial (número de empleados)	120
Figura 70. CI - Tamaño de las compañías en el momento “inicial” del período de análisis (Diciembre 2014)	123
Figura 71. CI. Capital expansión	124
Figura 72. CI. <i>Venture capital</i>	124
Figura 73. CI-Capital expansión	125
Figura 74. CI- <i>Venture capital</i>	125
Figura 75. CII - Tamaño de las compañías en el momento “inicial” del período de análisis (Junio 2015)	126
Figura 76. CII-Capital expansión	127
Figura 77. CII- <i>Venture capital</i>	127
Figura 78. CII-Capital expansión	128
Figura 79. CII- <i>Venture capital</i>	128
Figura 80. CIII- Tamaño de las compañías en el momento “inicial” del período de análisis (Diciembre 2015)	128
Figura 81. CIII-Capital expansión	130
Figura 82. CIII- <i>Venture capital</i>	130
Figura 83. CIII-Incubación	130
Figura 84. CIII-Deuda	130
Figura 85. CIII-Capital expansión	131
Figura 86. CIII- <i>Venture capital</i>	131
Figura 87. CIII-Incubación	132
Figura 88. CIII-Deuda	132

## 11 Lista de cuadros

Cuadro 1. Ejemplos de iniciativas de fondos de fondos (FdF) promovidos por el sector público (lista no exhaustiva)	34
Cuadro 2. Estructura empresarial por tamaño de empresa en España, UE27, Alemania, Italia y Reino Unido	43
Cuadro 3. Fond-ICO Global FCR - Elementos principales	48
Cuadro 4. Fond-ICO Global FCR – Características de los fondos objetivo	50
Cuadro 5. Otros requisitos de capacidad para los fondos objetivo	52
Cuadro 6. Criterios de evaluación para las ofertas por estrategia de inversión	53
Cuadro 7. Compromiso máximo y desembolsos de Fond-ICO Global FCR	54
Cuadro 8. Criterios básicos para el diseño e implementación de programas públicos de capital inversión	56
Cuadro 9. Fond-ICO Global. Convocatorias realizadas. Resumen de los candidatos presentados y seleccionados por estrategia de inversión	65
Cuadro 10 Fond-ICO Global. Convocatorias realizadas. Fondos comprometidos, fondos movilizados y compromisos de inversión en España	66
Cuadro 11. Cartera de Fond-ICO Global. Cuadro resumen por estrategia de inversión a 30/6/16 (en M euros)	70
Cuadro 12	79
Cuadro 13- Datos de inversión de Fond-ICO Global 2014-2016 y supuestos 2017-2024	81
Cuadro 14. Capital Expansión. Análisis de Fond-ICO Global - Inversiones en España	81

Cuadro 15. <i>Venture capital</i> . Análisis de Fond-ICO Global - Inversiones en España.....	82
Cuadro 16. Incubación. Análisis de Fond-ICO Global Inversiones en España.....	82
Cuadro 17. Deuda. Análisis de Fond-ICO Global - Inversiones en España.....	82
Cuadro 18.....	84
Cuadro 19 Población de empresas españolas en cartera y de empresas reportadas en la encuesta con los gestores de fondos aprobados .....	86
Cuadro 20. <i>Cambio en la cifra de negocio (Datos agregados en M euros). Previsiones 2016-2018 (n=68 empresas españolas)</i> .....	89
Cuadro 21. <i>Cambio en el empleo (Datos agregados). Previsiones 2016-2018 (n=57 compañías españolas)</i> .....	90
Cuadro 22. Criterios de evaluación para las ofertas en Venture Capital y Capital Expansión.....	115
Cuadro 23. Criterios de evaluación para las ofertas en Incubación.....	116
Cuadro 24. Criterios de evaluación para las ofertas en Fondos o Vehículos de inversión en deuda.....	117
Cuadro 25. Fondos en cartera (formalizados) y empresas españolas invertidas.....	119
Cuadro 26. Empresas españolas en cartera en los fondos participados por Fond-ICO Global auditadas entre Octubre 2013 y Diciembre de 2015 - Impacto global en facturación** .....	121
Cuadro 27. Empresas españolas en cartera en los fondos participados por Fond-ICO Global auditadas entre Octubre 2013 y Diciembre de 2015 - Impacto global en empleo** .....	122
Cuadro 28. CI - Cambio en la cifra de negocios (Impacto global).....	124
Cuadro 29. CI – Cambio en el empleo (Impacto global).....	125
Cuadro 30. CII - Cambio en la cifra de negocios (Impacto global).....	126
Cuadro 31. CII. Cambio en el empleo (impacto global).....	127
Cuadro 32. CIII- Cambio en la cifra de negocios (Impacto global) .....	129
Cuadro 33. CIII-Creación de empleo (Impacto global).....	131



## 12 Referencias

- AFME & BCG (2015). Bridging the growth gap – Investor views on European and US capital markets and how they drive investment and economic growth. Report, Association for Financial Markets in Europe.
- Alemanya, L. & Marti, J. (2006): Productivity growth in Spanish venture-backed firms. En Grogoriou, G., Kooli, M. & Kraeussil, R. (ed.). *Venture Capital in Europe*. Elsevier
- Amit, R., Brander, J.A. & Zott, C. (1998). Why do venture capital exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13.
- Armstrong, C.; Dávila, A.; Foster, G. & Hand, J.R.M (2007). Biases in Multi-Year Management Financial Forecasts. Evidence from Private Venture-Backed U.S. Companies". *Review of Accounting Studies*, September 2007, 12(2-3).
- Anuario de Capital Riesgo 2015. Instituto de Capital Riesgo – Fundación ICO
- Argerich, J.; Hormiga, E. & Valls-Pasola, J. (2013). Financial services support for entrepreneurial projects: key issues in the business angels investment decision process. *Service Industry Journal*, 33/9-10.
- Arce, O., López, E. & Sanjuán, L (2011). El acceso de las PYMEs con potencial de crecimiento a los mercados de capitales. CNMV. Documento de Trabajo No 52.
- Arkelof, G.A. (1970). The market of 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Journal of Economics*, 84(3).
- ASCRI. Informes de Actividad del Capital Riesgo
- ASCRI (2013), Impacto económico y social del capital riesgo 2012
- Armour, J. & Cumming, D. (2008). Bankruptcy Law and Entrepreneurship. *American Law & Economics Review*. 10(2).
- Aubrey, T., Tillaye. R. & Reed, A. (2015). Supporting Investors and Growth Firms. *Policy Network*, 9, June. Disponible en SSRN: <http://www.policy-network.net/publications/4916/Supporting-Investors-and-Growth-Firms>
- Balboa, M., Marti, J. & Zieling, N. (2011). Impact of funding and value added on Spanish venture capital-backed firms. *Innovation. The European Journal of Social Science Research*, 24(4) December.
- BERR (Department for Business Enterprise & Regulatory Reform, UK). *Guidance for RDAs in appraisal, delivery and evaluation*, March 2008. Disponible en: <https://www.gov.uk/government/organisations/department-for-business-energy-and-industrial-strategy>
- Berger, A.N. & G. Udell (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance* 22(6-8), August.
- Bertoni, Croce & D'Adda (2010). Venture capital investments and patenting activity og high-tech start-ups: A microeconomtric firms-level analysis. *Venture Capital* 12(4)
- Bertoni, F. Colombo, M. & Grilli, L. (2011). Venture capital financing and the growth of high-tech startups. Disentangling treatment effects from selection effects. *Research Policy* 40(7)
- Bertoni, F., D'Adda, D. & Grilli, L. (2011). Cherry picking or frog kissing. The matching process of venture capital and high-tech entrepreneurial ventures. Working paper
- Bertoni, F. & Marti, J. (2011). Financing entrepreneurial ventures in Europe. The VICO dataset. Working paper 1904297. Social Science Research Network (SSRN).
- Bertoni, F. & Tykvová, T. (2012). Which form of venture capital is most supportive for innovation? Discussion paper. ZEW-Centre for Economic Research.
- Bertoni, F & Tykvová (2015). Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence fro Young European Biotech Companies, *Research Policy*, 44 (4.)
- BIS (2011). *Guidance on evaluating the impact of interventions on business*. August
- Bonini, S. & Alkan, S. (2012). The political and legal determinants of venture capital investments around the world. *Small Business Economics*, 39(4).

- Brander, J.A., Du, Q. & Hellmann, T. (2010). The effects of government-sponsored venture capital: international evidence. *NBER Working Paper N° 16521*
- Brander, J.A., Du, Q. & Hellmann, T. (2015). The effects of government-sponsored venture capital: international evidence. *Review of Finance*, 19(2).
- British Business Bank (2016). *Evaluation of start-up loans. Year 1 report*, Disponible en <http://british-business-bank.co.uk/research/>
- Buzzacchi, L., Scellato, G. & Ughetto, E. (2013). The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds. *Journal of Banking and Finance*. Mar2013, Vol. 37 (3)
- Chemmanur, Krishnan & Nandy (2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *Review of financial Studies* 24(12).
- Cobham, A. (1999). The financing and technology decisions of SMEs: I. Finance as a determinant of investment. *QEH Working Paper Series - QEHWPS24 Page*, Working Paper 24.
- Colombo, M.G., Cumming, D.J. & Vismara, S. (2014). Governmental Venture Capital for Innovative Young Firms. July. Disponible en SSRN [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2471469](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2471469)
- Comisión Europea (2015). *Libro verde. Construir una Unión de los Mercados de Capitales*. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=ES>
- Croce, A., Martí, J. and Murtinu, S. (2010): The Impact of Venture Capital on the Productivity of European High-tech Firms: Screening or Value Added Effect? SSRN working paper 1705225. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1705225>.
- Da Rin, M., Nicodano, G. & Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, 90(8-9).
- Davila, A., Foster, G. and Gupta, M. (2003): Venture Capital Financing and the Growth of Start-up Firms. *Journal of Business Venturing*, 18 (6).
- Denis, D.J. (2004). Entrepreneurial Finance: an overview of the issues of evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2).
- ECB (2016). Survey on the access to finance of enterprises in the Euro Area. October 2015 to March 2016. June 2016.
- Engel, D. (2002): The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. *ZEW Discussion Paper*, 02-02.
- Ernst & Young (2011). Branching out. How do private equity investors create value? A study of European exits.
- European Commission (2003). The new SME definition. User guide and model declaration. *Commission Recommendation 2003/361/EC*, May.
- European Commission (2015). Annual Report on European SMEs 2014-2015
- EVCA (2005). *Private Equity and Venture Capital. An Engine for Economic Growth, Competitiveness and Sustainability. Public Policy Priorities*. White Papers, Brussels.
- EVCA (2010). *Closing Gaps and Moving Up a Gear. The Next Stage of Venture Capital*.
- Fazzari S., Hubbard G. & Petersen B.C. (1988). Financing Constraints & Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 pp. 141-205.
- FICOPYME (2015). Estado y prevalencia de la PYME en la economía española ante una fase de recuperación. Amenazas y oportunidades en el contexto europeo e internacional. Cuaderno de investigación nº2, Cátedra de PYME-Fundación ICO. Citado en Navarro, Gómez & Fernández, M. (2015).
- Frontier Economics (2013). *Exploring the impact of private equity on economic growth*, May. EVCA (ahora Invest Europe).
- Griliches, Z. (1992). The search of R&D spillovers. *Scandinavian Journal of Economics*, 94.
- Gorman, M & Sahlman, W (1989). What do Venture Capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4
- Gompers, P. (1995). Optimal Investment, Monitoring & the Staging of Venture Capital”, *Journal of Finance*, 50.

- Gompers P. & Lerner J. (2001). *The Money of Invention*, Boston Harvard Business School Press.
- Gompers, P. & Lerner, J. (2002): *The Venture Capital Cycle*, MIT Press.
- Hall, B.H. (2002). The financing of research and development. *Oxford Review of Economic Policy*, 18.
- Hall, B.H. & Lerner J. (2010). The financing of innovation and R+D en B.H. Hall & N. Rosenberg (eds.). *Handbook of the Economics of Innovation*, Amsterdam: Elsevier.
- Hellmann, T. Schure, P. & Vo, D. (2015). Angels and Venture Capitalists: Substitutes or Complements? Said Business School WP 2015-2. Disponible en SSRN [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2602739](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2602739)
- Hirukawa, M. and Ueda, M. (2008): Venture Capital and Innovation: Which is First? *CEPR Discussion Paper DP7090*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1344669>.
- Informe Fundación BBVA – Ivie (2014). *Crecimiento y competitividad. Los desafíos de un desarrollo inteligente*. Fundación BBVA – Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Kalecki M. (1937). The Principle of Increasing Risk, *Economica*, 4, pp. 440-447.
- Kaplan, S.N. & Strömberg, P. (2004). Characteristics, contracts and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *Journal of Finance*, 59(5).
- Kelly, R. (2011). The performance and prospects of European Venture Capital. EIF Working paper 2011/09. May 2011
- Kerr, W.R, Lerner, J. & Schoar, A. (2010). The Consequences of Entrepreneurial Finance. A Regression Discontinuity Analysis. *Harvard Business School Entrepreneurial Management*, Working Paper 10.086, March.
- Kraemer-Eis; H. Lang, F., Torfs, W. & Gvetadze, S. (2013). Bottlenecks in SME Financing, en *Investment and Investment Finance in Europe*, Economics Department of the European Investment Bank (EIB). Disponible en [http://www.eif.org/news\\_centre/publications/Bottlenecks-in-SME-financing.htm](http://www.eif.org/news_centre/publications/Bottlenecks-in-SME-financing.htm)
- Kraemer-Eis; H. Lang, F., Torfs, W. & Gvetadze, S. (2015). *European Small Business Finance Outlook*. Working paper 2015/32. EIF Research and Science.
- Kraemer-Eis, H., Signore, S. & Prencipe, D. (2016a). *The European venture capital landscape. Volume I: The impact of the EIF on the VC ecosystem*. EIF. Working paper 2016/34. June 2016, Disponible en [http://www.eif.org/news\\_centre/research/index.htm](http://www.eif.org/news_centre/research/index.htm)
- Kraemer-Eis; H. Lang, F., & Gvetadze, S. (2016b). *European Small Business Finance Outlook*. Working paper 2016/35. EIF Research and Science. June 2016
- Leleux, B., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, 18, 81–104.
- Lerner, J. (2009). *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to do About It*, Princeton: Princeton University Press.
- Lerner, J. (2010). The Future of Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital, *Small Business Economics*, 35(3)
- Lerner, J. & Tag, J. (2013). Institutions and venture capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1).
- Martin. S & Scott, J.T. (2000). The nature of innovation market failure and the design of public support for private innovation. *Research policy*, 39.
- Myers S.C. & Majluf N.S. (1984). Corporate Financing & Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13 pp. 187-221.
- Munari, F. & Toschi, L. (2015). Assessing the impact of venture capital programmes in the United Kingdom. Do regional characteristics matter? *Journal of Business Venturing*, 30(2).
- Nanda, R. (2010). Entrepreneurial Finance. Paper presented at the OECD conference “The Role of Entrepreneurship in Fostering Innovation and Growth, Paris, March.
- Navarro, B., Gómez, C. & Fernández, M. (2015). El capital riesgo en España: evolución y retos. La aparición de Fond-ICO Global, en *Anuario del Capital Riesgo 2014*, Instituto de Capital Riesgo – Fundación ICO.
- OECD (1997). Government Venture Capital for Technology-Based Firms. OECD Publishing

- OECD (2011). Financing high-growth firms: The role of angel investors.
- OECD (2015). Policy lessons from financing young innovative firms. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 24. OECD Publishing, Paris. June 2015
- OECD (2016). Financing SMEs and Entrepreneurs 2016. An OECD Scorecard. OECD Publishing, Paris.
- Palá Laguna, Laguna, R. & Cuervo Arango, C. (2014). Alternativas de financiación bancaria en el nuevo régimen de formento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios de valores. Las plataformas de financiación participativa, en *Anuario del Capital Riesgo 2014*, Instituto de Capital Riesgo – Fundación ICO.
- Pelly, R. & Kraemer-Eis (2011). Creating a better business environment for financing business, innovation and green growth, *OECD Journal*, 1. Financial Market Trends
- Popov, A.A. and Roosenboom, P. (2009): Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe. *ECB Working Paper 1063*. Disponible en: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1414208>.
- Red.es (2008). Recomendaciones para superar el equity gap en la financiación de empresas de base tecnológica del sector de las tecnologías y de la información y las comunicaciones. Foro de Expertos en Capital Riesgo y TIC
- Red de Inversores Privados y Family Offices, IESE Business School (2016). Memoria de actividad, 2015.a
- De los Rios, S., Rodríguez García, I. & Sáenz-Diez Rojas, R. (2014). Claves para el éxito de las iniciativas públicas en el sector del capital riesgo, en *Anuario del Capital Riesgo 2014*, Instituto de Capital Riesgo – Fundación ICO.
- Roure, J. & Segurado, J.L. (2010). La financiación externa de empresas innovadoras en fases iniciales de desarrollo. Restricciones financieras, fallos de mercado y papel de los inversores privados, en *NEBTs2010*. Fundación Madrid para el conocimiento. Comunidad de Madrid.
- Roure, J.; San José, A. y Segurado, J.L. (2005): *El ciclo de capital riesgo en Europa: Su gestión y aportación de valor*, Papeles de la fundación nº 10, Fundación de Estudios Financieros, Madrid
- SAFE (2015). Survey on the Access to Finance of Enterprises, October 2015-March 2016, BCE-EC.
- Senley, O., Klage, B., Berndt, C. & Martin, R. (2005). Venture Capital Programmes in the UK and Germany: In What Sense Regional Policies?. *Regional Studies*, 39(2).
- Sheperd, D. & Zacharakis, A. (2001). The venture capitalist–entrepreneur relationship: control, trust & confidence in co-operative behaviour, *Venture Capital*, 3(2).
- Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review* 71(3).
- Stiglitz J. (1985). Credit Markets & the Control of Capital, *Journal of Money, Credit & Banking*, 17(2).
- Tykvová, T. Borell, M. & Kroencke, T. (2012). *Potential of venture capital in the European Union*. Directorate for Internal policies, European Parliament.
- VICO (2011): *Venture capital: Policy lessons from the VICO project*. [http://www.vicoproject.org/doc/policy/VICO\\_FinalPolicyBrief.pdf](http://www.vicoproject.org/doc/policy/VICO_FinalPolicyBrief.pdf)
- Webcapitalriesgo (2015). El *private equity* en España 2014
- Payne, W. & Macarty, M. (2002). The anatomy of an angel investing network: Tech Coast Angels. *Venture capital*, 4(4)
- Wilson, K. (2015). Policy lessons from financing young innovative firms. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 24. OECD Publishing, Paris. June 2015.
- World Economic Forum (2010): Globalization of Alternative Investments. Working Papers, Vol. 3 “The Global Economic Impact of Private Equity” Report 2010. Governments as venture capitalists: Striking the right balance. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_IV\\_PrivateEquity\\_Report\\_2010.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf)

## **13 Equipo de trabajo**

Juan Roure, Profesor, Departamento de Iniciativa Emprendedora  
IESE Business School

Juan Luis Segurado, Senior Lecturer, Departamento de Iniciativa Emprendedora  
IESE Business School

Alejandra Moreno  
Asistente de Investigación  
IESE Business School