



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

2020/2021

TRABAJO FIN DE GRADO

MENCIÓN EN FINANZAS

**EL AUGE DEL CAPITAL RIESGO FRENTE A
LA BOLSA TRADICIONAL**

**THE PRIVATE CAPITAL RISE VERSUS THE
TRADITIONAL STOCK MARKET**

HÉCTOR TEJIDO AMAVISCA

IRENE GARCÍA GONZÁLEZ

13/07/2021

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. RESUMEN.....	5
2. INTRODUCCIÓN.....	6
3. MARCO TEÓRICO	7
3.1. CONCEPTO DE CAPITAL RIESGO	7
3.2. VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY	8
3.2.1. Venture Capital.....	8
3.2.2. Private Equity	10
3.3. REGULACIÓN ESPAÑOLA DE LA GESTIÓN DE CAPITAL RIESGO	12
3.3.1. Formas jurídicas.....	12
3.3.2. Los business angels.....	13
3.4. EL PROCESO Y DESARROLLO DE LA INVERSIÓN	14
3.4.1. Captación de fondos	14
3.4.2. Inversión	16
3.4.3. Seguimiento y control de la inversión	17
3.4.4. Desinversión.....	17
4. EL CAPITAL RIESGO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA ESPAÑOLA.....	19
4.1. LA EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA	19
4.1.1. La captación de fondos	19
4.1.2. La inversión en los últimos años.....	21
4.1.3. La desinversión	22
4.2. EL CAPITAL RIESGO EN LAS PYMES.....	24
5. FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LA BOLSA TRADICIONAL	30
5.1. FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES.....	31
5.2. LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE DURANTE LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS	32
5.2.1. Evolución de la cotización	32
5.2.2. Las salidas a bolsa y las ampliaciones de capital	33
5.2.3. Los índices sectoriales.....	34
5.3. EL BME GROWTH	35
6. CONCLUSIONES.....	37
7. BIBLIOGRAFIA	38

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.2.1. <i>Inversión de Private Equity y Venture Capital por fase de desarrollo de la empresa invertida</i>	11
Gráfico 3.4.1. <i>Captación de nuevos recursos en entidades de Private Equity y Venture Capital privadas españolas por tipo de inversor (2019)</i>	15
Gráfico 3.4.2. <i>Principales vías de desinversión por volumen desinvertido (2019)</i>	18
Gráfico 4.1.1. <i>Captación de nuevos fondos total entre 2007 y 2019</i>	19
Gráfico 4.1.2. <i>Captación de fondos según tipo de inversor entre 2015 y 2019</i>	20
Gráfico 3.1.3. <i>Volumen total de inversión en capital riesgo en España (2015-2019)</i>	21
Gráfico 4.1.4. <i>Mecanismos de desinversión según volumen de euros desinvertidos (2015-2019)</i>	23
Gráfico 4.1.5. <i>Evolución de los reconocimientos de minusvalías en España (2008-2019)</i>	24
Gráfico 4.2.1. <i>Evolución del volumen de inversión de entidades de Venture Capital (2015-2019)</i>	25
Gráfico 4.2.2. <i>Volumen de inversión según fase de Venture Capital (2015-2019)</i>	27
Gráfico 4.2.3. <i>Distribución porcentual de la inversión de Venture Capital según sector económico en 2019</i>	28
Gráfico 4.2.3. <i>Volumen de inversión en Venture Capital según región (2019)</i>	29
Gráfico 5.2.1. <i>Evolución del IBEX 35 entre el año 2015 y 2019</i>	33
Gráfico 5.2.2. <i>Número total de ampliaciones de capital en España (2015-2019)</i>	34
Gráfico 5.2.3. <i>Capitalización por sectores (2015-2019)</i>	35

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1.1. <i>Principales operaciones cerradas en el large market en España en 2019</i>	22
Tabla 4.2.1. <i>Principales operaciones de Venture Capital en 2019</i>	26

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 3.2.1. <i>El ciclo de vida de las startups</i>	9
---	---

1. RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo el estudio del auge que ha experimentado la metodología de inversión conocida como capital riesgo durante los últimos años. Se tratarán las cuestiones sobre este tema desde un punto de vista objetivo, explicando detalladamente qué es, como funciona y que implicación tiene en las empresas de nuestro país. Se analizará su evolución durante los últimos años en base a documentos e informes oficiales elaborados por instituciones reconocidas, de tal forma que se pueda entender cuál ha sido la evolución reciente del capital riesgo.

En adición, se estudiará la financiación de las empresas mediante la Bolsa tradicional y se comparará esta con el capital riesgo, poniendo énfasis en la evolución que han presentado ambos métodos de financiación y su posible relación.

ABSTRACT

The aim of this work is to study the rise that the investment methodology known as private capital has experienced in recent years. The questions on this subject will be dealt with from an objective point of view, explaining in detail what it is, how it works and what implication it has in the enterprises of our country. Its evolution in recent years will be analysed based on official documents and reports prepared by recognized institutions, in such a way that it is possible to understand what the recent evolution of private capital has been.

In addition, the financing of companies through the traditional Stock Market will be studied and it will be compared with private capital, emphasizing the evolution that both financing methods have presented and their possible relationship.

2. INTRODUCCIÓN

Desde la crisis financiera que sacudió España en 2008, las empresas han comenzado a fijarse cada vez más en métodos de financiación alternativos. A raíz de esa crisis quedó claro que el sistema de financiación empresarial a través de deuda bancaria no era el más indicado a largo plazo, ya que ante situaciones de crisis las consecuencias eran nefastas y las recuperaciones lentas.

La obtención de financiación mediante endeudamiento con entidades de crédito era el sistema mayoritario de Europa y en especial de España, mientras que en países como Estados Unidos era mayoritaria la financiación mediante la cotización en el mercado de valores. Tras la crisis de 2008, la economía americana se recuperó a mayor ritmo que la europea, siendo especialmente dificultosa la recuperación de España.

Las corporaciones se dieron cuenta de esto y a partir de entonces han centrado sus miras en la financiación mediante la cotización en Bolsa, fundamentalmente las grandes compañías, que son las que tienen una mayor capacidad para salir a cotizar en Bolsa o para llevar a cabo ampliaciones de capital. Por otro lado nos encontramos con la situación de las PYMES, las cuales son de gran importancia para el país al conformar el 99% del tejido empresarial español, pero al mismo tiempo han sido de las más perjudicadas por la crisis y sus efectos posteriores.

Las empresas pequeñas y de reciente creación han sido las que han presentado mayores dificultades para crecer y desarrollar su negocio, principalmente debido a la dificultad de obtener financiación. A pesar de ser empresas conformadas por auténticos profesionales y que en muchos casos se sitúan en sectores dinámicos de la economía, los bancos son muy restrictivos a la hora de conceder préstamos y la salida a Bolsa muchas veces no es una opción para estas empresas ya que no cumplen los requisitos necesarios para cotizar en el mercado de valores.

En este contexto surge el capital riesgo, una actividad económica centrada en invertir a largo plazo en empresas que presentan unas altas expectativas de crecimiento y que se encuentran en sectores dinámicos de la economía, normalmente tecnológicos y de innovación. El capital riesgo invierte en empresas de todo tipo, tanto de reciente creación, como empresas pequeñas con ansias de crecer o incluso empresas maduras que buscan llevar a cabo una reestructuración. Además de aportar financiación, las entidades de capital riesgo también aportan los conocimientos de sus profesionales para que la empresa invertida pueda crecer y generar valor.

Por todo esto, el capital riesgo es un método de financiación de gran importancia para las empresas españolas y conviene estudiarlo para comprender exactamente su funcionamiento, sus efectos en la economía del país y su relación con métodos tradicionales de financiación como la Bolsa.

3. MARCO TEÓRICO

3.1. CONCEPTO DE CAPITAL RIESGO

El capital riesgo, también conocido como capital privado, es una actividad financiera desarrollada por entidades especializadas, que consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal (de 3 a 10 años), a cambio de una participación, a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento. El objeto del capital riesgo es contribuir al nacimiento, expansión y desarrollo de la empresa participada, para que su valor aumente y así obtener una plusvalía cuando se venda la participación en dicha empresa.

A diferencia de otros intermediarios financieros, los inversores de capital riesgo no solo se limitan a aportar financiación, sino que además aportan servicios de valor añadido, como puede ser asesoramiento estratégico y comercial, apoyo en la gestión de la empresa, proveer de una red de contactos, etc.

Los recursos necesarios para desarrollar la actividad del capital riesgo proceden de las aportaciones que los inversores ponen a disposición de unos agentes especializados, con la intención de que estos los inviertan correctamente para que así les retorne una rentabilidad. No podemos olvidar que aunque el capital riesgo ayuda a las empresas a desarrollarse, no realiza este trabajo desinteresadamente, sino que a fin de cuentas siempre busca un beneficio económico.

Uno de los retos del capital riesgo es alinear los intereses de accionistas y gestores, para que ambos puedan beneficiarse al máximo de la inversión: los accionistas gracias al crecimiento de la empresa y los gestores gracias a los beneficios obtenidos en la desinversión.

En términos generales, el capital riesgo busca invertir en proyectos prometedores con altas probabilidades de éxito, así como en empresas que presenten un alto potencial de crecimiento, situadas en sectores dinámicos e innovadores. Al invertir en este tipo de empresas siempre se asumen un nivel más o menos alto de riesgo, por ello las entidades de capital riesgo suelen tener una cartera de inversión diversificada, de esta forma se pueden compensar las pérdidas de algunas inversiones con las ganancias de otras, minimizando la probabilidad de acabar con un balance negativo.

3.2. VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY

Partiendo de la premisa de que la inversión de capital riesgo puede realizarse en cualquier etapa de la vida de la empresa, se distinguen dos segmentos claramente diferenciados: Venture Capital y Private Equity.

La principal diferencia entre el Venture Capital y el Private Equity son que, mientras que el Venture Capital se dirige a empresas en sus fases más tempranas de formación o en plena fase de crecimiento inicial, el Private Equity se enfoca en empresas ya formadas y consolidadas, que tienen ambiciosos proyectos de expansión o reestructuración. De todas formas, estos dos segmentos del capital riesgo tienen más diferencias y peculiaridades, que se explicarán detalladamente a continuación.

3.2.1. Venture Capital

Venture Capital se refiere a inversiones de menor importe y durante las fases más tempranas de la empresa, o cuando quiere acometer un proceso de crecimiento. Está especialmente dirigido a PYMES que se encuentran en sectores de alto componente tecnológico, riesgo y con fuertes expectativas de crecimiento, que gracias a esto puede reportar una considerable rentabilidad futura. Asimismo, es una interesante fuente de financiación para emprendedores que no tienen acceso a otras fuentes de financiación, debido a las reticencias que presentan muchos agentes económicos a la hora de financiar proyectos que aún no han comenzado o que no son capaces de presentar garantías suficientes.

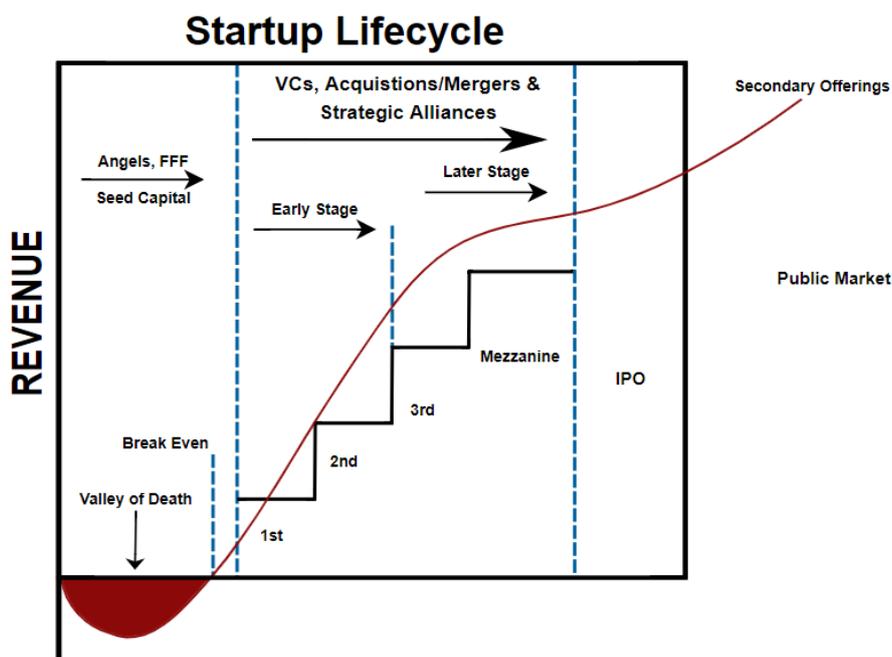
El Venture Capital por su modelo de negocio no solo aportará financiación, sino que su inversión vendrá acompañada de diversos servicios de potencial añadido. Su canal para aportar la financiación es a través del capital social de la compañía financiada y por tanto, el Venture Capital se convertirá en socio del emprendedor en su aventura empresarial. A priori ambos deberían tener un interés común en el buen fin de la empresa, el emprendedor porque es el canal para ejecutar su "idea", y el Venture Capital porque necesita recuperar el dinero invertido en las empresas que componen su cartera de participadas con plusvalía para retomar ese dinero a sus inversores. Por tanto, a un mejor desempeño de la compañía esta experimentará un incremento en su valoración y mayores plusvalías latentes. Esto propiciara que el Venture Capital tenga una importantísima motivación para implicarse en la compañía financiada tratando de aportar servicios que potencialmente generen valor añadido en la evolución de la empresa (Ruano Marrón, 2018).

Las inversiones del Venture Capital se pueden denominar de diferente forma en función de la fase de vida en la que se encuentre la empresa. La inversión por excelencia del Venture Capital es la conocida como *financiación de siembra* (seed financing), que consiste en financiar un proyecto sobre el cual todavía no existe una estructura empresarial o se encuentra en una fase preliminar.

Al invertir en una empresa que se encuentra aún en fase de creación, se asume un elevado riesgo. De todos modos, el volumen de recursos requerido es menor en comparación con el necesario en las demás fases, y las plusvalías esperadas son muy altas debido a la alta capacidad de crecimiento de la empresa y, por consiguiente, de aumento de valor.

El Venture Capital también es atractivo para empresas de nueva creación, las cuales son demasiado pequeñas como para acceder a préstamos bancarios o emitir deuda. Esta fase es conocida como *puesta en marcha/arranque* y a las empresas que la conforma se las denomina *startups*, las cuales tienen el denominador común de estar estancadas en las primeras fases de producción o distribución de su producto/servicio y necesitan apoyo financiero para poder iniciar dichos procesos.

Figura 3.2.1. El ciclo de vida de las startups



Fuente: EBAN (www.eban.org)

Al igual que en el caso anterior, en contraprestación por el elevado riesgo asumido al tratarse de una empresa de reciente creación, la entidad de capital riesgo suele obtener una gran participación de la empresa participada y además espera obtener elevadas plusvalías de ella.

Según ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), cuando la Start-up está en una fase más avanzada puede recibir rondas de financiación de mayor tamaño denominadas "*other early stage*" (participación en una serie B o C de una Start-up) y "*late stage venture*" (inversión en empresas con crecimiento con ventas y EBITDA positivo).

Actualmente las Star-ups estas adquiriendo gran relevancia en países de todo el mundo, incluyendo España. Algunos casos de éxito de Star-ups españolas son Cabify, Glovo o 21 Buttons.

3.2.2. Private Equity

El Private Equity se trata de operaciones de mayor inversión, que se suelen realizar en fases avanzadas de la vida de la empresa. La inversión de Private Equity se dirige a empresas en crecimiento o ya consolidadas. Dentro de este segmento se suele distinguir varios tipos de operaciones, en función del uso que se haga de los fondos.

El *Capital expansión o desarrollo* (Growth Capital) busca empresas prometedoras que ya estén en funcionamiento, pero que cuenten con un alto potencial de crecimiento. Los recursos invertidos en la empresa son destinados a financiar la expansión de esta, mediante la ampliación de la capacidad de producción, desarrollo de nuevos productos o acceso a nuevos mercados. En comparación con las inversiones anteriormente descritas, la financiación de crecimiento se caracteriza por acarrear menos riesgo, pero exigir mayor volumen de recursos financieros. La disponibilidad de datos históricos de la empresa hace que haya menos incertidumbre.

Por otra parte, se conoce como operaciones de *Capital sustitución* (Replacement) a las caracterizadas porque la entidad de capital riesgo releva a parte del accionariado de la empresa participada. Al adquirir una posición en la empresa participada, no se realiza un aporte de nuevos capitales, sino que el capital riesgo se limita a relevar a un grupo de accionistas pasivos, que no se encuentran interesados en continuar en la empresa, y de esta forma generar nuevas dinámicas en la empresa.

Es frecuente en empresas familiares y en situaciones de sucesión. También se puede producir en algunas oportunidades de ventas de activos o ramas de actividad no estratégicas de empresas muy grandes, donde sus gestores busquen un mayor apoyo financiero en el capital riesgo.

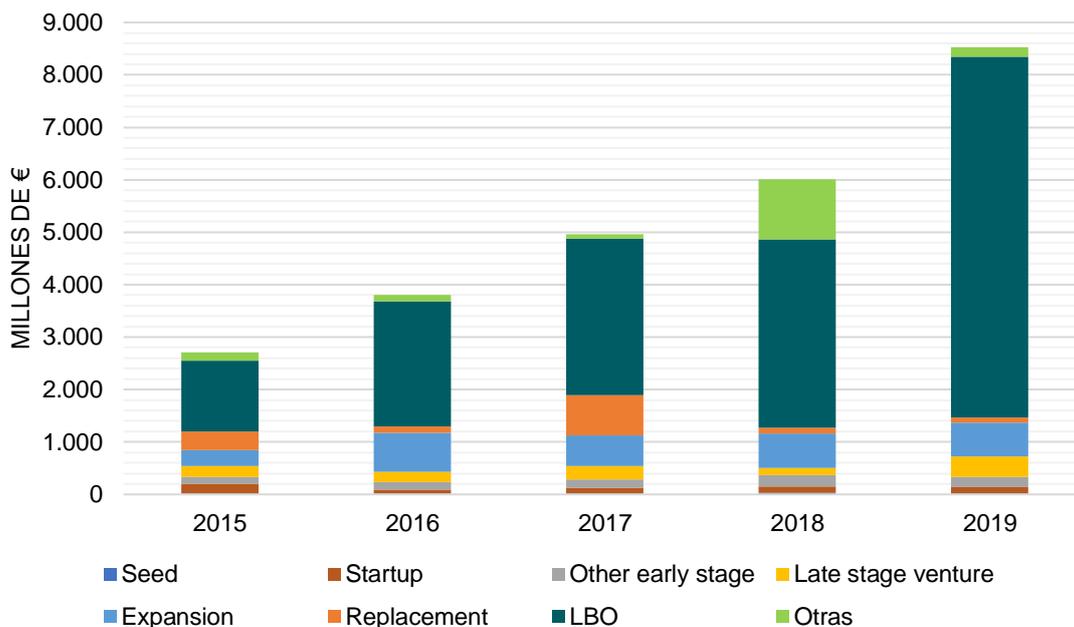
Una de las estrategias de Private Equity más importantes son las denominadas *Operaciones apalancadas* (Leveraged buyout). Una Operación apalancada consiste en la adquisición de una empresa, financiando parte del coste de adquisición con deuda. Los activos de la empresa que adquirida se utilizan a menudo como garantía de los préstamos, junto con los activos de la empresa adquirente. El uso de deuda tiene un coste de capital menor que una ampliación de capital, ya que los gastos de los intereses son deducibles (mientras que los pagos de dividendos no) y minoran las obligaciones fiscales de las empresas. En estas operaciones lo habitual es que la empresa objetivo tenga unos flujos de caja consistentes, estables y lo suficientemente elevados como para poder hacer frente al pago de los intereses y amortización del principal de la deuda.

Las Operaciones apalancadas pueden presentar diferentes formas, como Management Buyout (MBO), Management Buy-In (MBI) o Buy-in Management BuyOut (BIMBO).

Para terminar, cabe mencionar el *Capital de reestructuración o reorientación* (Turnaround), que consiste en la inversión de recursos en empresas que atraviesan dificultades financieras, durante un periodo prolongado de tiempo y que necesitan un gran apoyo financiero para realizar grandes transformaciones que faciliten su reflote. Suelen requerir una intensa reestructuración en áreas como la cartera de productos, las instalaciones, el personal, etc. A menudo requieren tanto de equipos, como de gestoras muy especializadas en este tipo de temas.

Cada vez es más común que las entidades de capital riesgo realicen grandes inversiones, normalmente acompañadas de apalancamiento para poder hacer frente al desembolso de recursos. Según datos de ASCRI (2020), las operaciones apalancadas son las que tienen más peso dentro de la actividad del capital riesgo, en 2019 alcanzaron los 6.880,2 millones de euros invertidos, que es equivalente a un 80,7% sobre el total del volumen de inversión del capital riesgo.

Gráfico 3.2.1. *Inversión de Private Equity y Venture Capital por fase de desarrollo de la empresa invertida*



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2020)

3.3. REGULACIÓN ESPAÑOLA DE LA GESTIÓN DE CAPITAL RIESGO

Para entender cómo se estructura el capital riesgo en la actualidad, conviene dar un breve repaso sobre la regulación a la que se ha sometido esta actividad durante los últimos años. Para ello, extraemos la siguiente información del Boletín Oficial del Estado número 275, del 13 de noviembre de 2014.

Los antecedentes legislativos del capital riesgo en España datan de 1976, año en que se aprueba el Real Decreto Ley 18/1976, de 8 de octubre, que fue el promotor de las sociedades de desarrollo industrial, como precedentes de las sociedades de capital riesgo. El régimen jurídico del capital riesgo actual tiene sus orígenes en los artículos 12 a 16 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, que a su vez fue profundamente modificado por la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus sociedades gestoras. Esta Ley introdujo (entre otras cosas) las dos modalidades de entidades, las sociedades y los fondos, y los sujetó a un régimen de autorización, supervisión, inspección y sanción por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La regulación de 1999 supuso un gran avance en el régimen jurídico del capital riesgo, aunque no consiguió situarlo al nivel de los países de nuestro entorno. Aun se advertían ciertas limitaciones en la propia regulación financiera de las entidades de capital riesgo.

Por todo ello, la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, supuso un impulso al capital riesgo en España. Esta Ley, respetando el esquema básico de la Ley de 1999, se articuló sobre los siguientes pilares: agilización del régimen administrativo de las entidades de capital riesgo, flexibilización de las reglas de inversión e introducción de figuras financieras similares a las existentes en otros países del entorno.

En los años siguientes se produjo la emisión de diversas Directivas, por parte del Parlamento Europeo y del Consejo, que modifican aspectos legislativos referentes al capital riesgo. Además, la Ley de 2005 propiciaba un desigual desarrollo en las empresas que han obtenido financiación a través de capital riesgo, beneficiando el private equity y las operaciones apalancadas, en perjuicio del venture capital. Estos dos factores motivaron la creación de una nueva Ley que aborde estas cuestiones, la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, la cual sigue en vigor a día de hoy. Esta Ley introduce una serie de modificaciones frente a su sucesora, como la flexibilización del régimen financiero de las entidades de capital riesgo, la creación de la entidad de capital-riesgo-pyme o la adecuación a las Directivas europeas, entre otras cosas.

3.3.1. Formas jurídicas

Según la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, las Entidades de Capital Riesgo (ERC) pueden adoptar dos formas jurídicas diferentes, en función de sus necesidades y del desarrollo de su actividad.

Por un lado, las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) son sociedades anónimas cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en Bolsa.

Por otro lado, los Fondos de Capital Riesgo (FCR) son patrimonios sin personalidad jurídica, que pertenecen a diferentes inversores, y cuya gestión recaen sobre una sociedad gestora, la cual se dedica puramente a la gestión y representación del fondo y no tiene propiedad sobre él o su patrimonio.

3.3.2. Los business angels

Es muy común que las empresas de reciente creación tengan dificultades para sacar adelante su proyecto. Tanto la dificultad para obtener financiación en etapas tempranas, como la falta de experiencia de sus administradores, supone un reto importante que a menudo amenaza la supervivencia de estas compañías. Ante esta situación nace la figura del *business angel*, es decir, una persona con un elevado capital que decide invertir en empresas en fases iniciales de desarrollo y que pertenecen a sectores dinámicos, normalmente con alto componente tecnológico.

Un aspecto que diferencia a los business angels de los demás inversores es que, en vez de limitar su actuación a aportar capital para obtener una participación en la empresa y optar a unas plusvalías, además el business angel compromete sus conocimientos y su experiencia. El business angel hace un seguimiento cercano del proyecto, apoyando activamente a la gestión de la empresa y poniendo a disposición de los administradores sus ideas, conocimientos, red de contactos, visión de negocio...

A estos “ángeles” de la inversión se les incluye en la categoría de inversores “informales” y suelen ser personas con una amplia fortuna personal y una extensa experiencia en el mundo de los negocios. Por lo general, invierten entre 25.000 y 100.000 dólares en una empresa, aunque en ocasiones estas cifras pueden ser mayores (BBVA, 2018).

Según la Asociación Española de Business Angels (AEBAN, 2019), en el año 2019 la media de edad de los business angels rozaba los 53 años y aumenta cada año. Los inversores suelen ser personas experimentadas, ya que el 75% de ellos cuenta con al menos tres años de experiencia y el 32% acumulan más de ocho años. Pero además no solo tienen experiencia invirtiendo, sino también una amplia experiencia profesional, ya que las encuestas de 2019 muestran que el puesto ocupado más frecuentemente por los inversores al iniciarse en la inversión ángel es el de fundador o CEO de una empresa consolidada, seguido del de alto directivo. Para añadir, la mayoría proviene del sector de banca y finanzas, seguido muy de cerca de las TIC.

3.4. EL PROCESO Y DESARROLLO DE LA INVERSIÓN

Las entidades de capital riesgo se dedican a captar fondos de inversores, para luego invertir estos fondos en sociedades con necesidades de financieras, para eventualmente terminar liquidando la inversión y obteniendo unas plusvalías.

Una vez seleccionada la empresa objetivo, comienza el proceso de inversión, el cual se articula en tres fases: captación de fondos, inversión, desinversión.

3.4.1. Captación de fondos

El periodo de captación de fondos consiste en la aportación de recursos económicos por parte de los inversores, los cuales se utilizarán para invertir en la empresa objetivo.

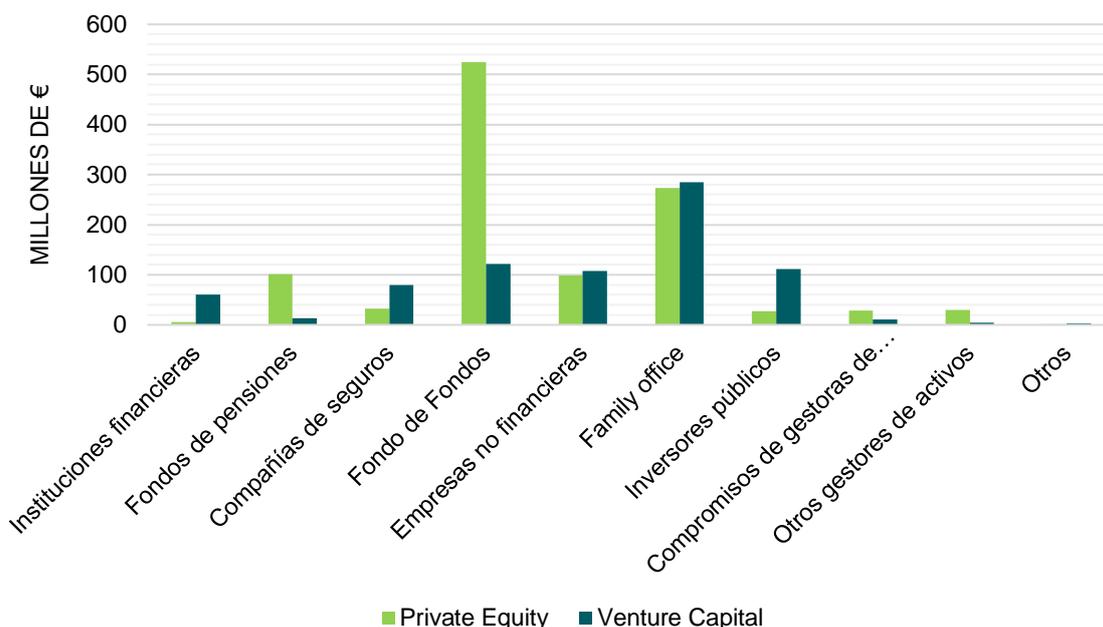
En España, como ya hemos visto anteriormente, existen dos vehículos de inversión: las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y los Fondos de Capital Riesgo (FCR). En el caso de las SCR, al tratarse de sociedades sus accionistas tienen la opción de gestionar ellos mismos la inversión o bien ceder esta tarea a una sociedad gestora. Por otro lado, en los FCR los inversores tienen que delegar indispensablemente la gestión en una sociedad gestora. Por ello es que, cuando los inversores se dedican exclusivamente a aportar fondos se les llama Limited Partners (LP) y a las sociedades gestoras se las denomina General Partners (GP).

Los inversores, también conocidos como Limited Partners, pueden ser personas físicas, instituciones financieras, empresas, compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de fondos o instituciones públicas. Igualmente, los Limited Partners pueden ser tanto inversores nacionales, como extranjeros. En el año 2019 los fondos de fondos se situaron como los principales inversores en entidades de Private Equity, mientras que en las entidades de Venture Capital los *family office* se posicionaron como el principal aportante (ASCRI, 2020).

Los encargados de gestionar el desarrollo de la actividad de la entidad de capital riesgo son los General Partners. Los General Partners son expertos financieros, que aparte de contar con una amplia formación, también poseen una gran experiencia en el campo de las inversiones y la administración de empresas, habitualmente siendo personas que forman o han formado parte de los consejos de administración de grandes corporaciones y que cuentan con gran prestigio en el sector. Los Limited Partners se limitan a aportar recursos económicos a la entidad de capital riesgo, mientras que los General Partners son los encargados de administrar estos recursos, invirtiéndolos en la o las empresas objetivo, y además deberán aportar apoyo y asesoramiento a estas.

Los General Partners realizan las gestiones del día a día, controlan la inversión y toman decisiones. Posteriormente, los Limited Partners son informados de todas estas acciones mediante folletos informativos y comunicados.

Gráfico 3.4.1. Captación de nuevos recursos en entidades de Private Equity y Venture Capital privadas españolas por tipo de inversor (2019)



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2020)

Los encargados de gestionar el desarrollo de la actividad de la entidad de capital riesgo son los General Partners. Los General Partners son expertos financieros, que aparte de contar con una amplia formación, también poseen una gran experiencia en el campo de las inversiones y la administración de empresas, habitualmente siendo personas que forman o han formado parte de los consejos de administración de grandes corporaciones y que cuentan con gran prestigio en el sector. Los Limited Partners se limitan a aportar recursos económicos a la entidad de capital riesgo, mientras que los General Partners son los encargados de administrar estos recursos, invirtiéndolos en la o las empresas objetivo, y además deberán aportar apoyo y asesoramiento a estas.

Los General Partners realizan las gestiones del día a día, controlan la inversión y toman decisiones. Posteriormente, los Limited Partners son informados de todas estas acciones mediante folletos informativos y comunicados.

El proceso de captación de fondos se inicia con la identificación y el análisis de los potenciales inversores que sean adecuados para convertirse en partícipes del fondo de inversión de capital riesgo. Este proceso que implica un esfuerzo por parte de los gestores de los fondos (General Partners), que deben presentar al fondo como una opción atractiva de inversión, sirviéndose de variables como la experiencia del fondo, reputación de los gestores o rentabilidad de inversiones precedentes.

Según datos de ASCRI (2020), en 2019 la captación de nuevos recursos de las entidades privadas de Private Equity y Venture Capital en España superó los 1.920,2 millones de euros, lo que significó una caída del 11,8% respecto a 2018 (€2.178M), segundo mejor registro desde que se inició la recuperación de esta variable hace 6 años. La cifra de recursos captados en España todavía está lejos de la de otros países de nuestro entorno como Reino Unido (€60.878M), que sigue captando más de la mitad de los fondos levantados en Europa, Francia (€21.166M), Alemania (€5.488,9M) o Suecia (€4.751).

3.4.2. Inversión

Una vez se han captado los fondos suficientes, comienza el proceso de inversión. Las entidades de capital riesgo analizan continuamente oportunidades de inversión, fijándose en parámetros como los flujos de caja, el sector económico o los administradores de la sociedad. Martí y Balboa (2004) señalan que, entre los factores principales en que se suelen fijar los inversores de capital riesgo destacan los aspectos relacionados con el equipo directivo de la empresa (experiencia, honestidad, conocimiento del mercado y de la competencia, capacidad de trabajo en equipo, etc.), el potencial del mercado y la ventaja competitiva del producto o servicio.

Mientras que las entidades de capital riesgo pueden invertir en todo tipo de compañías, siempre y cuando no coticen en bolsa, es frecuente que se especialicen en un tipo de empresa, según factores como el mercado al que pertenece o su fase de desarrollo. Por ejemplo, no es lo mismo invertir en una empresa dedicada a la producción de vino, que quiere crecer y comenzar a hacer exportaciones; que una empresa recién creada dedicada a la biotecnología. Como el capital riesgo no aporta solo capital, sino también experiencia y conocimiento, es recomendable y muchas veces incluso necesario, que los gestores de la entidad de capital riesgo tengan conocimientos o relación con el sector de las empresas en las que invierten.

En esta fase del proyecto es importante distinguir entre dos procedimientos diferentes de acceso a la sociedad *target*: en régimen de exclusividad o mediante procesos organizados (KPMG, 2007).

En los procesos de exclusividad, los acuerdos iniciales entre comprador y vendedor, así como los aspectos más relevantes del proceso de compra-venta, serán recogidos en un documento llamado "carta de intenciones". A partir de aquí se abre un proceso de due diligence, que consiste en una investigación del negocio para comprobar que la información aportada por los vendedores se corresponde con lo esperado y además determinar donde se están tomando posiciones de riesgo.

La fase final del proyecto terminará con la firma del contrato de compra-venta, que incluirá todas las cláusulas de representaciones y garantías.

En los procesos organizados o de subasta el vendedor adopta un papel activo en el proceso de compra-venta, apoyado por un asesor financiero. El proceso se inicia con la emisión de un documento que contiene información sobre la sociedad *target*, llamado *cuaderno de venta*. Dicho documento se presentará a los potenciales compradores, de los cuales se seleccionará a los más adecuados y se pasará a la fase de due diligence.

El due diligence atraviesa una fase inicial en la que el vendedor presenta su negocio y las expectativas de futuro con respecto a la evolución de este y la inversión, además de aportar otras informaciones mediante reuniones, informes externos, etc. Tras la fase inicial de due diligence, se procede a la emisión de ofertas vinculantes, acompañadas de un due diligence confirmatorio en el que se tratan áreas que no se trataron en el anterior.

El proceso se formaliza mediante la firma de un contrato de compra-venta, al igual que en el caso de los procesos de exclusividad.

3.4.3. Seguimiento y control de la inversión

Propiciado por el deseo de mantener el riesgo bajo control y hacer un seguimiento muy cercano de las inversiones, las entidades de capital riesgo suelen desarrollar una cercanía muy importante con sus empresas en cartera (Seco, 2008).

Es común que los gestores de las entidades de capital riesgo participen en los órganos de gobierno de las empresas participadas, tanto para realizar tareas de control y seguimiento del negocio, como para la toma de decisiones importantes.

En esta etapa es importante que haya total transparencia y cooperación entre los gestores de la entidad del capital riesgo y los administradores de la empresa objetivo, de tal forma que los gestores puedan seguir correctamente la evolución del negocio mediante el análisis de distintos indicadores y datos de información financiera cedidos por los administradores.

Una de las grandes diferencias entre la financiación por medio de capital riesgo y a través de otras fuentes es que en capital riesgo la empresa financiera se convierte en socio de la financiada, con lo que se produce un alineamiento de los intereses de ambas y que se materializa en una cooperación mucho más cercana que en cualquier otra forma de financiación (Seco, 2008).

3.4.4. Desinversión

La desinversión es la etapa final del proyecto de inversión de capital riesgo, en la cual se materializa (o no) el éxito de la inversión. Existe un riesgo de no recuperar la inversión o de que las plusvalías no sean las previstas. Para minimizar este riesgo es importante, tanto hacer un buen trabajo de selección, seguimiento y gestión de la inversión, como seleccionar una adecuada estrategia de desinversión.

Seco (2008) describe las siguientes estrategias de desinversión utilizadas por las entidades de capital riesgo:

- a) Venta en mercado de valores u oferta pública de venta. La oferta pública de venta (OPV) suele ser el método más rentable de liquidar una participación adquirida en el marco del capital riesgo. Para evitar que el mercado reciba esta salida a venta como una señal negativa, se suele esperar un tiempo prudencial antes de realizar dicha operación.
- b) Recompra (buy-back). Adquisición de las acciones por parte de los accionistas antiguos.
- c) Venta a terceros en una operación privada. Adquisición de las acciones por parte de terceros, tanto del entorno industrial como financiero, excepto otras entidades de capital riesgo.
- d) Venta a otra entidad de capital riesgo. Compra por parte de otra firma del sector, operación que se conoce como *secondary buy-out*.
- e) Absorción del capital de la sociedad de capital riesgo por parte de la empresa financiada vía endeudamiento. En este caso, la empresa se hace de nuevo con el control de sus acciones, endeudándose para comprar los títulos en poder de la entidad de capital riesgo.
- f) Liquidación de la operación por su propia naturaleza. En ocasiones, la inversión consiste en la adquisición de un determinado activo que posteriormente se vende. Podría ser el caso de una operación de carácter inmobiliario, no siendo

EL AUGE DEL CAPITAL RIESGO FRENTE A LA BOLSA TRADICIONAL

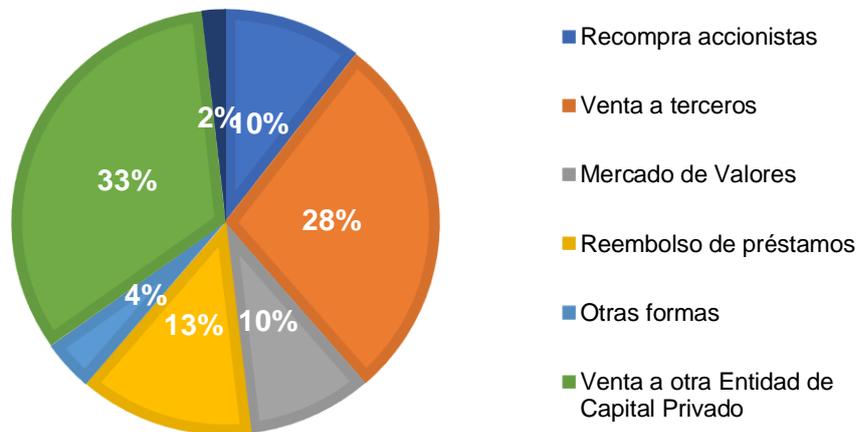
sin embargo este sector uno de los típicos de capital riesgo. Es uno de los mecanismos de desinversión menos frecuentes.

- g) Liquidación por insolvencia (reconocimiento de minusvalías). Esta opción queda reservada para el caso de que la empresa y el proyecto finalmente no sean viables, o que la rentabilidad no sea la esperada.

La elección de una u otra estrategia de desinversión dependerá principalmente de los acuerdos entre gestores y administradores, de las características de la empresa participada y de las circunstancias del sector en que se encuentre.

Según ASCRI (2020), el principal mecanismo de desinversión utilizado en 2019, según el volumen desinvertido, fue la venta a otra entidad de capital riesgo (secondary buy-out). Los SBO representaron el 33,1% en España y el 34% en Europa. Les siguió Venta a terceros (28,2%) y Recompra de accionistas (10,4%).

Gráfico 3.4.2. Principales vías de desinversión por volumen desinvertido (2019)



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2020)

4. EL CAPITAL RIESGO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA ESPAÑOLA

4.1. LA EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Para estudiar la importancia del capital riesgo en la actividad económica española es necesario analizar cuál es su situación actual y cuál ha sido su evolución durante los últimos años. Un análisis de la evolución del capital riesgo en el tiempo aporta ideas clave para el cometido de este trabajo, que es compararlo con la bolsa tradicional.

La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) es el organismo encargado de representar a la industria del capital riesgo (Venture Capital y Private Equity) en España. Además, emite comunicaciones sobre temas relacionados con el capital riesgo y proporciona estadísticas e información sobre este.

Para realizar este análisis sobre la evaluación de la situación del capital riesgo en España, se ha utilizado principalmente el Informe de ASCRI “*Venture Capital & Private Equity en España*”, publicado en 2020.

4.1.1. La captación de fondos

La crisis financiera de 2008 afectó negativamente a las fuentes de financiación empresarial, entre ellas el capital riesgo, que disminuyó su actividad notablemente. Muchos inversores dejaron de invertir a causa de la situación de crisis e incertidumbre, lo que provocó que la captación de fondos en España en 2008 disminuyese un 49% respecto a 2007, pasando de los 4.305 millones de euros registrados en 2007 (cifra que supuso un máximo histórico) a los 2.181 millones de euros en 2008 (ASCRI, 2009). Según los datos de ASCRI, en 2009 la reducción fue del 60% respecto al año anterior y los datos de captación de fondos se mantuvieron en cifras bajas hasta un cambio de tendencia producido en 2014, año en el que la captación de nuevos recursos aumentó un 268% respecto a 2013.

Durante los años siguientes se ha producido una recuperación de esta variable, aunque sin llegar a los niveles de 2007. En 2019 la captación total de nuevos fondos para el capital riesgo alcanzó los 2.191 millones de euros, una disminución del 7,8% respecto al año anterior.

Gráfico 4.1.1. Captación de nuevos fondos total entre 2007 y 2019



EL AUGE DEL CAPITAL RIESGO FRENTE A LA BOLSA TRADICIONAL

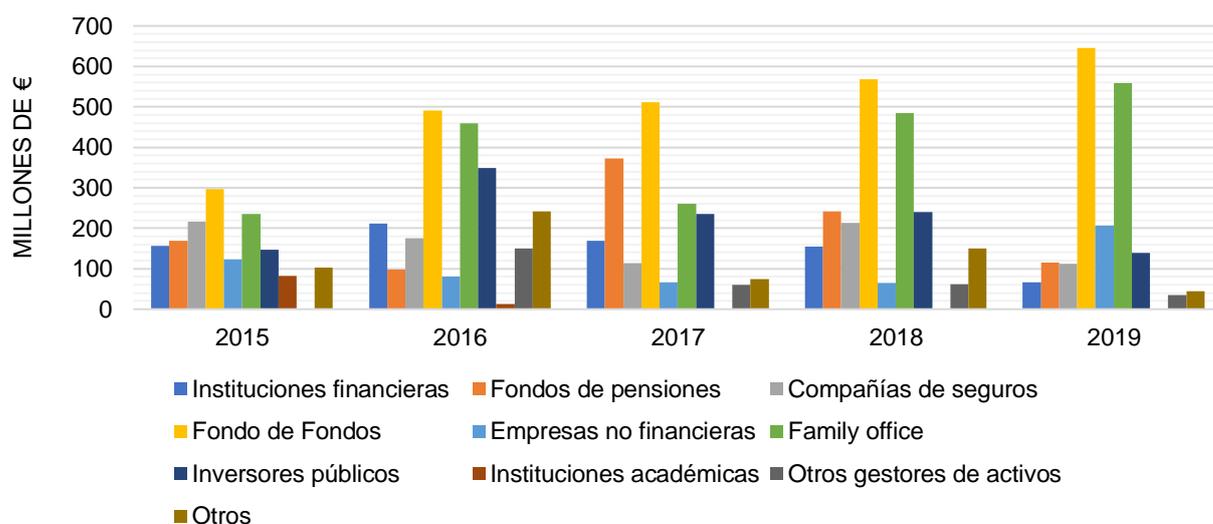
Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2008 – 2020)

Según ASCRI, en 2019 se observa una concentración de gran parte de los recursos captados en pocos fondos, destacando fondos de Private Equity como Miura Frutas Fund, Nazca V o GED VI España; y fondos de Venture Capital como Alma Mundi Insurtech Fund, Adara Ventures III o Sabadell Asabys Health Innovation Investment SCR.

Observando los fondos captados por las ECR nacionales privadas según el tipo de inversor, vemos que los Fondos de Fondos se posicionan a la cabeza en cuanto a capital aportado, como viene siendo costumbre en los últimos cinco años. En el 2019 los Fondos de Fondos aportaron 646,2 millones de euros, que representa el 33% de los recursos privados. Cabe recalcar que de estos 646,2 millones, 629,2 provienen de inversores internacionales, la mayoría de países europeos como Luxemburgo, Reino Unido, Holanda o Suiza. Aun así, en 2019 el inversor nacional se constituyó como la principal fuente de captación de fondos para el sector del capital riesgo español, aportando el 55,5% de los recursos totales captados.

A los Fondos de Fondos les siguieron de cerca los Family office, con el 29% y seguidamente se sitúan otras fuentes de recursos, como las empresas no financieras, los inversores públicos, los fondos de pensiones o las compañías de seguros.

Gráfico 4.1.2. Captación de fondos según tipo de inversor entre 2015 y 2019



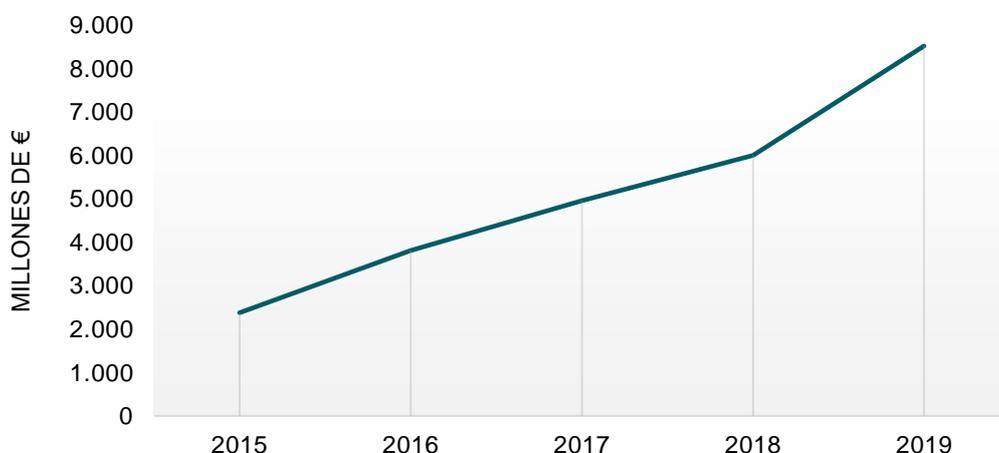
Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2016-2020)

4.1.2. La inversión en los últimos años

Según datos proporcionados por ASCRI, en 2019 se produjo un récord histórico tanto en términos de volumen invertido, como en cantidad de inversiones, cerrando el año con 8.526,9 millones de euros invertidos (un 41,8% más que en 2018) y un total de 760 inversiones (un 2,7% más que el año anterior).

Durante los últimos años la inversión en el sector del capital riesgo español ha seguido una tendencia alcista, batiendo récords año tras año. Los dos grandes segmentos del sector crecieron en volumen invertido, el Private Equity contó con un incremento del 40,6%, y el Venture Capital con un 42,8% respecto a 2018.

Gráfico 3.1.3. *Volumen total de inversión en capital riesgo en España (2015-2019)*



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2016-2020)

Uno de los sucesos que explica el aumento de recursos invertidos es el cierre de numerosas operaciones grandes (aquellas por encima de los 100 millones de euros), además del aumento de actividad en el middle market (operaciones de entre 10 y 100 millones de euros) y en el Venture Capital. La expansión del sector del capital riesgo en España durante los últimos años, ha atraído a numerosas gestoras internacionales, de tal forma que en 2019 el 78% del total del volumen invertido proviene de ECR internacionales. El 22% restante se reparte en un 19% por parte de las de ECR nacionales privadas y un 3% proveniente de ECR nacionales públicas.

El mercado de la grandes operaciones, también conocido como large market, es de gran importancia en España, ya que posee más del 60% del volumen invertido en 2019. Este segmento está dominado por las gestoras internacionales, cuya capacidad inversora es mucho mayor que las nacionales, gracias a que gestionan fondos con mayor volumen de capital.

Tabla 4.1.1. Principales operaciones cerradas en el large market en España en 2019

EMPRESA	ENTIDAD DE PRIVATE EQUITY	TIPO DE ENTIDAD
CEPSA	The Carlyle Group	Internacional
Dorna Sports	CPPIB, Bridgepoint	Internacional
Universidad Europea	Permira Asesores	Internacional
Áreas	PAI Management, Alpinvest	Internacional
Maxam	Rhône Capital	Internacional
Grupo Konecra	ICG	Internacional
Igenomix	EQT Partners, Charme Cap. Partners	Internacional
Vitaldent	Advent International	Internacional
Alfonso X El Sabio	CVC Capital Partners	Internacional
Telepizza	KKR, Torreal, Artá Capital	Internacional + Nacional
Grupo Alvic	KKR, Artá Capital	Internacional + Nacional
Miya Water	Bridgepoint	Internacional
MásMovil	Providence	Internacional
Neolith Distribution	Investindustrial	Internacional
Jeanología	The Carlyle Group	Internacional
Natra	Investindustrial	Internacional
Iberconsa	Platinum Equity, Portobello Capital	Internacional + Nacional
Accelya	Vista Equity Partners	Internacional

Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2020)

El número de empresas financiadas con fondos internacionales no ha hecho más que crecer durante los últimos años, en 2013 estos fondos cerraron un total de 47 inversiones en empresas españolas, mientras que en 2019 se contabilizaron 137 inversiones (ASCRI, 2020). La mayoría de estas operaciones realizan mediante apalancamiento (Leveraged Buy-Out), especialmente las operaciones grandes ya que suele ser necesario recurrir al uso de deuda para poder asumir semejantes desembolsos de capital.

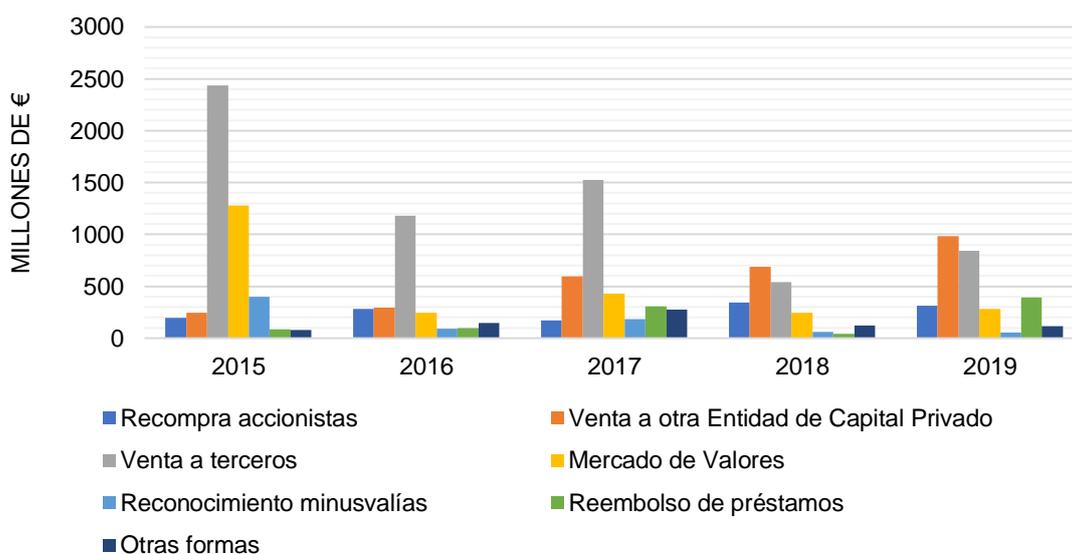
4.1.3. La desinversión

Durante los últimos años se está produciendo una notable mejora de condiciones en el mercado de compraventa de empresas en España, caracterizado por su abundante liquidez disponible y por los bajos tipos de interés. Esta situación favorecedora ha llevado a que el volumen de desinversión de 2019 (2.977,3 millones de euros) supere a de 2018, aumentando en un 46%. De todas formas, no se ha alcanzado los volúmenes registrados en 2014, 2015 y 2017, siendo el mayor en 2014, año en que la desinversión alcanzó un pico de 5.048,4 millones de euros (ASCRI, 2020).

Como ya hemos visto anteriormente, las gestoras internacionales son las dominantes a la hora de invertir en las operaciones grandes de capital riesgo, ya que debido a su condición de gran entidad internacional, tienen la capacidad de captar magnas cantidades de fondos y así poder hacer inversiones más considerables. De esta forma, es normal encontramos con que la desinversión está liderada por las gestoras internacionales, contando en 2019 con un 77% del volumen desinvertido. El porcentaje restante se reparte en un 20% y un 3% para las ECR naciones privadas y públicas, respectivamente.

Es de interés destacar los cambios producidos durante los últimos años a la hora de que mecanismo de desinversión elegir. Según las estadísticas que proporciona ASCRI todos los años, podemos fijarnos que en los últimos cinco años el mecanismo de desinversión predominante ha sido la venta a terceros, que consiste en una operación privada en la que la ECR vende su participación a otro agente, siempre y cuando este no sea otra Entidad de Capital Riesgo. La operación en la que una ECR vende su participación a otra ECR, es comúnmente conocida como Secondary Buy Out, la cual ha adquirido una creciente popularidad en los últimos años, siendo el mecanismo de desinversión más utilizado en 2018 y 2019.

Gráfico 4.1.4. *Mecanismos de desinversión según volumen de euros desinvertidos (2015-2019)*

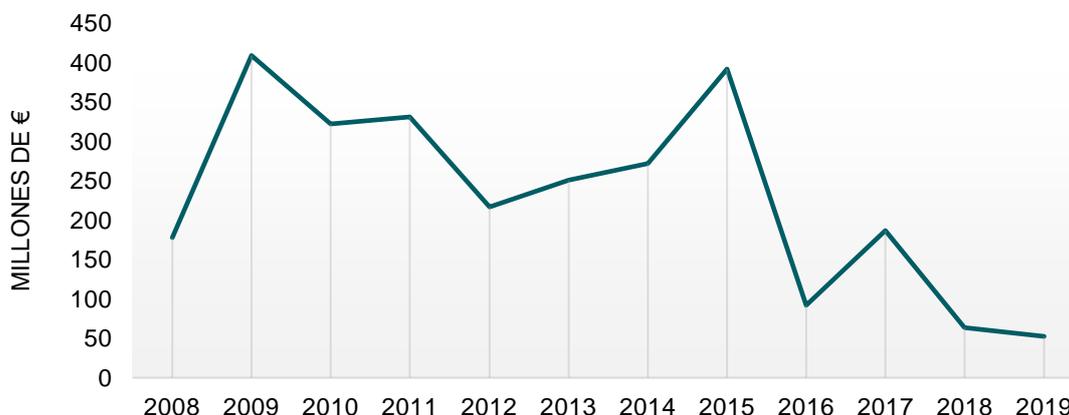


Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2016-2020)

Está claro que hoy en día los mercados privados prevalecen sobre los públicos como vía de desinversión, según ASCRI esto se debe a que la creciente volatilidad que han experimentado las bolsas desde los años 90, ha penalizado gravemente a las OPV a nivel mundial.

Cabe destacar la evolución que el reconocimiento de minusvalías (write offs) ha descendido notablemente estos últimos años. En épocas de crisis, cuando más dificultadas había en la coyuntura economía del país, los write offs alcanzaron cifras históricamente altas, como los 408,3 millones de euros en 2009. Desde entonces, con la recuperación económica las cifras han ido disminuyendo hasta alcanzar en 2019 su valor más bajo desde que empezó la crisis, con tan solo 52,5 millones de euros en write offs.

Gráfico 4.1.5. Evolución de los reconocimientos de minusvalías en España (2008-2019)



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2009-2020)

4.2. EL CAPITAL RIESGO EN LAS PYMES

España es un país que cuenta con un amplio tejido empresarial, compuesto en su mayoría por pequeñas y medianas empresas (PYMES). Según datos de la Dirección General de Industria y de la PYME, España cerró 2019 con un total de 2.880.123 de empresas registradas, de las cuales el 99% son PYMES. Además, las PYMES generaron el 65% de los puestos de trabajo en España, posicionando a estas como uno de los principales motores de la economía del país.

Un país en el que gran parte del empleo y la riqueza es aportado por PYMES, añade un cierto grado de incertidumbre, ya que estas cuentan con la desventaja de ser muy sensibles a las turbulencias económicas. Su pequeño tamaño y muchas veces su escaso potencial económico, hace que sean empresas frágiles y con riesgo a verse en aprietos cuando es necesario afrontar situaciones negativas. Por si esto fuera poco, a día de hoy muchas empresas pequeñas tienen problemas para acceder a la principal fuente de financiación de PYMES en este país, el crédito bancario.

Como fuente alternativa de financiación de pequeñas y medianas empresas, nace el Venture Capital, un segmento del capital riesgo centrado en apoyar a las empresas en sus primeras etapas de desarrollo y apostar por emprendedores e ideas innovadoras.

En muchas ocasiones se relaciona el Venture Capital con las *startups*. Podría definirse una startup como una empresa emergente, normalmente con un alto componente tecnológico, con grandes posibilidades de crecimiento y que, por lo general, respalda una idea innovadora que sobresale de la línea general del mercado (BBVA, 2020).

Tanto las startups como las PYMES en general son empresas con características especiales a la hora de financiarse. Al ser empresas pequeñas, no tienen unas necesidades de financiación muy elevadas, pero normalmente sus fundadores son pequeños empresarios que no disponen de grandes cantidades de capital y en ocasiones incluso pueden tener problemas para conseguir financiación, debido a la escasez de garantías que poseen. De esta forma, en muchas ocasiones recurren a fuentes de financiación alternativas, como las tres F's (Family, Friends and Fools), los Business Angels o el Venture Capital.

Gráfico 4.2.1. Evolución del volumen de inversión de entidades de Venture Capital (2015-2019)



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2016-2020)

El capital riesgo en España se ha caracterizado durante estos últimos cinco años por apostar cada vez más por empresas pequeñas en proceso de desarrollo y expansión, con un crecimiento anual del volumen de capital invertido en Venture Capital, alcanzando en 2019 la cifra récord de 721,9 millones de euros.

Gran parte del capital invertido procede de fondos internacionales de Venture Capital, atraídos por el crecimiento que están experimentando las startups españolas. Estos fondos aportan el 61% del total del capital invertido, centrado su participación en las etapas que requieren mayor financiación, debido a su mayor poder económico. Por su parte, los fondos nacionales privados se centraron en la financiación de las fases más tempranas empresariales.

Tal y como se ha comentado en ASCRI, desde el inicio de la crisis financiera de 2008 las entidades públicas han ido reduciendo su actividad inversora directa, debido principalmente a una menor disponibilidad presupuestaria. Paralelamente, su papel como financiador de la pyme y de la startup española, lo están ejecutando en los últimos años a través de los programas de fondos de fondos puestos en marcha por ICO (FOND-ICO Global, gestionado por Axis), el Instituto Catalá de Finances (ICF) y más recientemente Cofides, entre otros, los cuales canalizan recursos a los fondos de Venture Capital nacionales privados.

En 2019 se cerraron 588 inversiones de Venture Capital en un total de 431 empresas, además en los últimos cinco años se ha duplicado el número de empresas que recibieron financiación de Venture Capital por primera vez. En estos últimos años se puede apreciar un aumento progresivo tanto del volumen de inversión, como del número de empresas invertidas, en etapas tempranas de desarrollo, denominadas como seed, startup y other early stage. Sin embargo, en este último año se produce un notable aumento de las inversiones de en la etapa de late stage venture, caracterizada por tratarse de empresas más desarrolladas en plena fase de crecimiento y auge de ventas. Según nos explica ASCRI, el aumento de inversión en el late stage venture se debe a la madurez que están alcanzando cada vez más startups españolas, atrayendo mayores capitales y promoviendo ambiciosos proyectos de inversión.

Dentro de estas operaciones destacan algunas muy conocidas, como es el caso de la empresa de reparto a domicilio Glovo, que en 2019 se benefició de una inversión de 150 millones de euros por parte de una operación de Venture Capital liderada por el fondo suizo Lakestar y el fondo chileno Drake, contando con el apoyo de los inversores

EL AUGE DEL CAPITAL RIESGO FRENTE A LA BOLSA TRADICIONAL

franceses Idinvest Partners y Korelya Capital. La idea de negocio de Glovo atrajo la atención de los inversores, caracterizando a la empresa por la ambición de entregar cualquier cosa en menos de 30 minutos, lo cual cambiará el comportamiento del consumidor en torno al reparto de comida, productos de supermercado y mucho más, según aseguró Dharmash Mistry, socio de Lakestar. Un año antes, la empresa captó cerca de 100 millones de euros en otra ronda de inversión liderada por Seaya Ventures, Cathay Innovation y Rakuten Capital. Desde su nacimiento, la Start-up ha conseguido un total de 285 millones de euros vía Venture Capital (La Vanguardia, 2019).

Otro caso muy conocido es de la Start-up 21Buttons, una plataforma para compartir imágenes de moda muy popular en las redes sociales que acumula desde 2015 una financiación de más de 25 millones de euros (La Vanguardia, 2018). Su última ronda de financiación fue en 2018, captando 14,5 millones de euros en una operación liderada por Idinvest Partners, con la participación de Kibo Ventures, Breega, Samaipata, JME VC, 360 Capital Partners y Sabadell VC. Actualmente la compañía opera principalmente en España, Italia, Alemania y Reino Unido, pero utiliza la financiación recibida para crecer en nuevos mercados, como el estadounidense.

Tabla 4.2.1. Principales operaciones de Venture Capital en 2019

EMPRESA	ENTIDAD DE VENTURE EQUITY	TIPO DE OPERACIÓN	TIPO DE ENTIDAD
Glovo	Lakestar, Mubadala Capital, GP Bullhound Asset Management, Idinvest Partners, Korelya Capital	Later Stage Venture	Internacional
TravelPerk	Target Global, Spark Capital Partners, Amplo, Felix Capital, LocalGlobe	Later Stage Venture	Internacional
Jobandtalent	Quadrille Capital, FJ Labs, Atómico, DN Capital	Later Stage Venture	Internacional
KzemosTechnologies	Accel Partners, Rakuten Inc, 14W, Eight Road Ventures	Later Stage Venture	Internacional
Movo	Seaya Ventures, Mutua Madrileña VC	Start-up	Nacional
Bnext	DN Capital	Start-up	Internacional
Lookiero Style	MMC Ventures, Bonsai VC, Gestión de Capital Riesgo del País Vasco, Seed Capital de Bizkaia, All Iron Ventures	Later Stage Venture	Internacional + Nacional
Exoticca	Bonsai VC, Kibo Ventures, Milano Investment Partners, Kanoar Ventures, Nero Ventures, Sabadell VC	Other Early Stages	Internacional + Nacional
Buguroo	GED Iberian Private Equity, Seaya Ventures, Ten Eleven Ventures,	Later Stage Venture	Internacional + Nacional

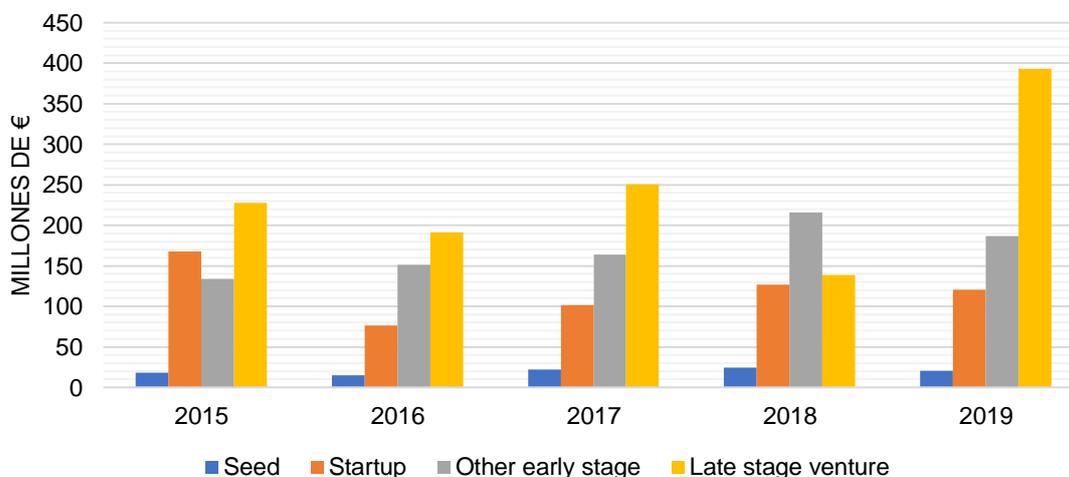
	Inveready Asset Management, Sabadell VC		
Anaconda Biomed	Asabys Partners, Innogest Capital, Ysios Capital Partners, Omega, Sabadell VC	Start-up	Internacional + Nacional
21Buttons	Idinvest Partners, 360 Capital, Breega, JME VC, Kibo Ventures Partners, Sabadell VC, Samaipata, Venturcap	Later Stage Venture	Internacional + Nacional
Housfy	Cathay, DN Capital, Torch Capital, Seaya Ventures	Other Early Stages	Internacional + Nacional
Casi Nuevo Kids	Seaya Ventures	Other Early Stages	Nacional

Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2020)

La financiación del Venture Capital juega un papel importante en las etapas posteriores del ciclo de vida de la innovación, el cual se caracteriza por ser el período en la vida de una empresa en el que comienza a comercializar su innovación. Se estima que más del 80% del dinero invertido por entidades de Venture Capital se destina a inversiones avanzadas del ciclo de vida de la empresa, como la construcción de la infraestructura necesaria para hacer crecer el negocio o inversiones de gastos de fabricación, marketing, ventas, etc. El dinero de riesgo no es dinero a largo plazo. La idea es invertir en el balance y la infraestructura de una empresa hasta que alcance un tamaño y credibilidad suficientes para que pueda venderse a una corporación o para que la empresa sea sacada a Bolsa y consiga liquidez mediante los inversores de los mercados de valores.

Mientras que los nuevos proyectos y las empresas más jóvenes reciben financiación principalmente de fondos privados nacionales, las startups más maduras se sirven en su mayoría de fondos internacionales para impulsar su crecimiento.

Gráfico 4.2.2. *Volumen de inversión según fase de Venture Capital (2015-2019)*



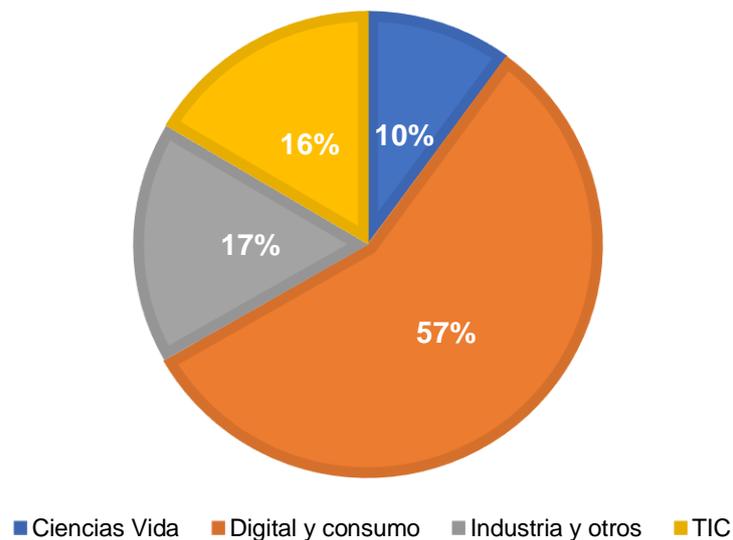
Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2016-2020)

EL AUGE DEL CAPITAL RIESGO FRENTE A LA BOLSA TRADICIONAL

Como ya se ha comentado en varias ocasiones, el Venture Capital se centra en sectores económicos caracterizados por un alto carácter dinámico, innovador, y por tanto con gran capacidad de desarrollo, ya que el fin último del capital riesgo es conseguir que la empresa invertida aumente notablemente su valor y así percibir una plusvalía al desinvertir.

En 2019, la distribución sectorial de la inversión se mantuvo muy similar a la registrada en los últimos cinco años. Hubo un gran dominio de la inversión en el sector Digital y Consumo, con 409 millones de euros invertidos en 2019, más del 50% de la inversión total. Le siguen los sectores de las TIC y el sector Industrial, con casi el 35% de la financiación. Como es de esperar, gran parte de estos recursos provienen de fondos internacionales, los cuales han aportado más del 73% de su inversión a startups con actividad en tecnologías de la información, atraídos por su gran potencial de crecimiento. Aunque el sector de Ciencias de la Vida es el que menos fondos atrae en comparación con los demás, no ha dejado de crecer en los últimos años, registrando máximos consecutivos durante los últimos cinco años.

Gráfico 4.2.3. *Distribución porcentual de la inversión de Venture Capital según sector económico en 2019*



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2020)

Por último, si analizamos la inversión en Venture Capital según región de España, vemos que Cataluña se posiciona como líder absoluto año tras año, con un total de 385 millones de euros de invertidos en startups catalanas en 2019. Le sigue la Comunidad de Madrid con una inversión de 209,6 millones. Entre las dos suman el 82% de toda la inversión de Venture Capital en España, denotando el gran atractivo que tienen estas dos regiones para atraer financiación, gracias principalmente a su dinamismo económico y a que conforma el centro neurálgico de la innovación y el emprendimiento en el país.

Les siguen por volumen de inversión: País Vasco (€33,3M), Baleares (€24,3M), C. Valenciana (€16,2M), Castilla-León (€14,8M) y Galicia (€13,6M).

Gráfico 4.2.3. *Volumen de inversión en Venture Capital según región (2019)*



Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2020)

5. FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LA BOLSA TRADICIONAL

La Bolsa es la respuesta a la necesidad de muchas empresas que quieren dar un salto de dimensión y consolidar su proyecto. Las empresas usan la Bolsa como una herramienta para encontrar la financiación que necesitan, poner en valor su potencial y obtener visibilidad en el mercado.

Según informa la Bolsa de Madrid en su página web, cotizar en Bolsa se identifica en el mercado como una garantía de solvencia, transparencia y prestigio. La propia admisión a Bolsa supone un reconocimiento a la solvencia de la empresa, ya que ésta debe demostrar su capacidad de generación de beneficios en los últimos períodos. Los inversores dispuestos a aportar fondos valorarán cada esfuerzo que se realice en la racionalización y profesionalidad de la gestión de la empresa. De este modo, se genera un incentivo constante a incrementar la competitividad de la empresa. En definitiva, una empresa que está preparada para salir a Bolsa ha alcanzado un alto grado de organización y control.

La Bolsa de Madrid también recalca que el interés de los analistas profesionales e inversores en la información sobre las empresas cotizadas conlleva una presencia en los medios superior al resto de empresas, sobre todo en prensa financiera, tanto nacional como internacional. Esta presencia en medios de comunicación complementa con gran eficiencia los esfuerzos del marketing y publicidad convencionales. Especialmente en el caso de las empresas que producen bienes de consumo o servicios de uso generalizado, la Bolsa contribuye a aumentar el grado de difusión de la marca.

El prestigio y la imagen de marca no es el único beneficio de cotizar en Bolsa, los accionistas de las compañías también se pueden beneficiar de la rápida obtención de liquidez que les permite la Bolsa. Los antiguos accionistas pueden encontrar en la Bolsa una contrapartida que les permita recoger los beneficios de su andadura empresarial en el momento más oportuno. Por tanto, puede ser una opción interesante para accionistas que quieran salir de la empresa vendiendo su participación a un precio objetivo, tanto si se trata de socios fundadores como de socios minoritarios.

Asimismo, en un entorno empresarial cada día más competitivo, el crecimiento continuo se ha convertido en uno de los objetivos básicos para la empresa. Una gestión eficaz debe perseguir no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino el mantenimiento del equilibrio entre fondos propios y ajenos. La forma eficiente de conseguir este tipo de financiación es la Bolsa, siendo las empresas capaces de obtener financiación a través de ampliaciones de capital

En todos estos casos, el mercado bursátil ofrece una solución viable, aportando la liquidez necesaria a un precio de venta que es el valor objetivo que el mercado establece en función de la situación de la empresa y del entorno económico. Asimismo, al vender sus acciones a un colectivo amplio de inversores se evitan situaciones de predominio y se diversifica el riesgo.

5.1. FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES

Las dos formas de financiación más usadas por las empresas son la banca y los mercados de valores. La primera es la más tradicional, casi todas lo usan especialmente empresas controladas por un grupo familiar que no está dispuesto a perder control sobre la compañía o a compartir esta con otros inversores. La segunda forma, acudir a los mercados de valores, es una manera menos conservadora de obtener financiación. En dichos mercados existen agentes con excedentes de recursos que están dispuestos a invertirlos para obtener una rentabilidad, lo que se conoce como inversores.

Cuando una empresa comienza a cotizar en un mercado de valores se conoce comúnmente como “Salir al Bolsa”, de forma que los títulos de dicha compañía comienzan a cotizar en el mercado de valores. Esta es una decisión muy importante que afecta enormemente a la estructura y funcionamiento de la empresa. El motivo fundamental por el que una compañía decide salir a Bolsa suele ser el de obtener financiación para poder desarrollar su negocio y llevar a cabo planes de crecimiento y expansión. En adición, otro motivo muy frecuente, que se puede complementar al anterior, es el de generar la oportunidad a sus accionistas privados de obtener liquidez mediante la venta de su participación en el mercado.

Además, también existen otras razones para acometer una salida a Bolsa, como puede ser el prestigio y la credibilidad que supone su sometimiento a la disciplina de mercado ante sus diferentes grupos de interés. Una vez ejecutada la salida a Bolsa, la evolución del precio de la acción será el reflejo de la percepción que tienen los inversores sobre la compañía y sus perspectivas a futuro, de tal forma que estos podrán aportar una valoración independiente de la compañía que podrá servir de apoyo para muchas decisiones estratégicas de la misma.

Una vez la empresa ya se encuentra cotizando en Bolsa, esta puede obtener más financiación acudiendo al mercado de valores. Esto puede hacerlo mediante dos modalidades: el endeudamiento a través de la emisión de nuevas acciones o títulos renta variable (aumento de capital) o por medio de obligaciones o títulos de renta fija (aumento de deuda). El aumento de capital se trata de un incremento del capital social de la empresa, el cual se realiza emitiendo nuevas acciones o aumentando el valor nominal de las ya existentes. Por otro lado, el aumento de deuda consiste en la emisión de bonos, obligaciones y otros valores análogos representativos de deuda.

5.2. LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE DURANTE LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS

Tal y como hemos analizado anteriormente en este trabajo la evolución que ha sufrido la variables más importantes del capital riesgo durante los últimos años, ahora podremos el objetivo en la evolución de los mercados de renta variable. De esta forma se expondrá cual es la situación actual y como ha sido la evolución de las variables más importantes relacionadas con los mercados financieros, de tal forma que posteriormente podamos comparar dicha información con la relativa al capital riesgo y así poder sacar conclusiones sobre el tema.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo supervisor y regulador de los mercados de valores en España. Esta elabora todos los años un informe sobre los mercados de valores y su actuación. Este informe repasa la evolución de los mercados de valores durante el ejercicio de referencia, los cambios acaecidos en el marco regulador y las actuaciones de la CNMV en el ejercicio de sus competencias.

Para realizar este análisis sobre la evolución de los mercados de renta variable en España, se ha utilizado los informes referentes a los años 2015 a 2019.

5.2.1. Evolución de la cotización

La evolución de las cotizaciones durante los años 2015 - 2019 fue desigual, concentrando una fuerte disminución entre mediados de 2015 y 2016, para posteriormente recuperarse y alcanzar de nuevo niveles normales.

Durante los últimos años los mercados de renta variable han experimentado retrocesos significativos en las cotizaciones y una volatilidad notable, alimentados como en otros mercados por las dudas sobre las economías emergentes. Según la CNMV, en 2016 se produjo caída de la cotización del IBEX tras conocerse el resultado del referéndum en el Reino Unido, país en el que la exposición al riesgo de algunas grandes empresas españolas es también significativa. Las expectativas sobre un cambio de orientación en la política monetaria en Estados Unidos y la posibilidad de que las subidas de los tipos de interés se trasladasen a los mercados europeos contribuyeron, asimismo, al descenso de las cotizaciones durante esa parte del año. Esta incertidumbre originada por el entorno internacional también se reflejó en la volatilidad del índice.

No será hasta 2017 cuando los mercados comiencen a recuperarse, con un descenso de la volatilidad, gracias a la confirmación del mantenimiento de la política monetaria expansiva del BCE, así como del ritmo de crecimiento de la economía española, que se vio favorecido por un entorno de mayor estabilidad política tras la formación del nuevo Gobierno (CNMV, 2017).

Según la CNMV, la evolución de las cotizaciones de las acciones durante 2019 fue desigual en el ejercicio, siguiendo una trayectoria en la que los ascensos se concentraron en el primer y último trimestres del año, lo que permitió que el Ibex 35 cerrara con ganancias cercanas al 12 %. Los avances se extendieron a la mayor parte de los sectores, con la excepción del sector financiero, penalizado sobre todo por el entorno de tipos de interés reducidos.

Gráfico 5.2.1. Evolución del IBEX 35 entre el año 2015 y 2019



Fuente: TradingView

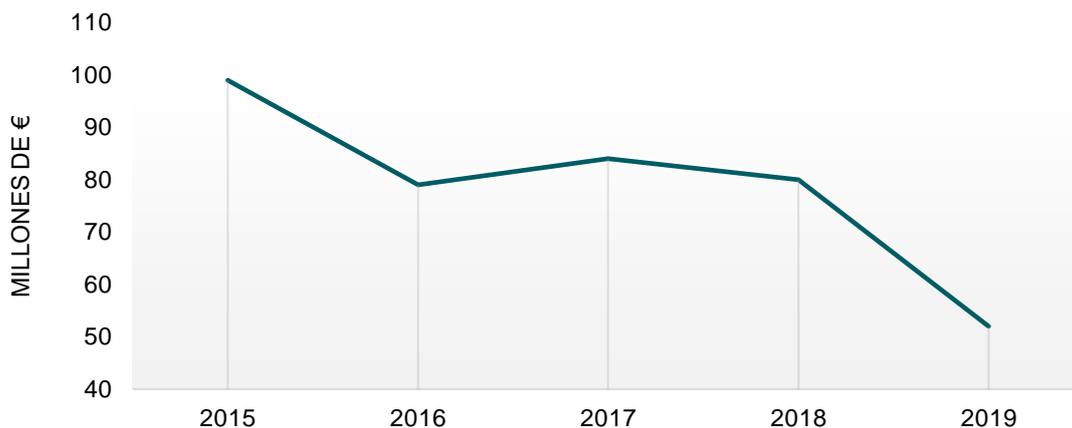
5.2.2. Las salidas a bolsa y las ampliaciones de capital

Durante los últimos años las ampliaciones de capital se han mantenido con valores estables, aunque las incertidumbres existentes en el mercado provocaron que muchas empresas cancelaran o retrasaran sus planes de salida a cotización en los mercados y las que ya están eviten realizar ampliaciones, por lo que la cifra cayó un 35% en 2019.

Según apunta la CNMV en su informe de 2019, el 84 % del importe de las ampliaciones registradas correspondió a operaciones con captación de recursos, frente al 65 % del año anterior, mientras que el 16 % restante correspondió a ampliaciones liberadas. El importe de las ampliaciones de capital con captación de recursos creció hasta superar los 8.200 millones de euros, un 11,5 % más que en 2018. Estas ampliaciones correspondieron sobre todo a compañías no financieras que, en la mayoría de los casos, destinaron los recursos a nuevos proyectos.

En 2018 se produjeron 80 ampliaciones de capital, según la CNMV, cifra que queda muy lejos de las obtenidas anteriormente, como las 99 del año 2015. La principal razón de esta disminución es la incertidumbre política y económica junto con la continuidad de los tipos de interés en mínimos históricos, que sigue minando la capacidad de la bolsa española como fuente de financiación para las empresas (elEspañol, 2019).

Gráfico 5.2.2. *Número total de ampliaciones de capital en España (2015-2019)*



Fuente: elaboración propia a partir de CNMV (2015-2019)

Según afirma la CNMV en su informe de 2019, que el 2019 fue un año de gran escasez en lo que respecta a salidas a bolsa. Este es un fenómeno preocupante porque los mercados de valores de renta variable deben animar a los inversores a invertir en las empresas, de tal forma que se permita que estas capturen capital. Esto favorece que las empresas se financien en mayor medida a través del mercado y sean menos dependientes de la financiación bancaria, ya que una excesiva dependencia de esta última puede generar problemas en situaciones de crisis.

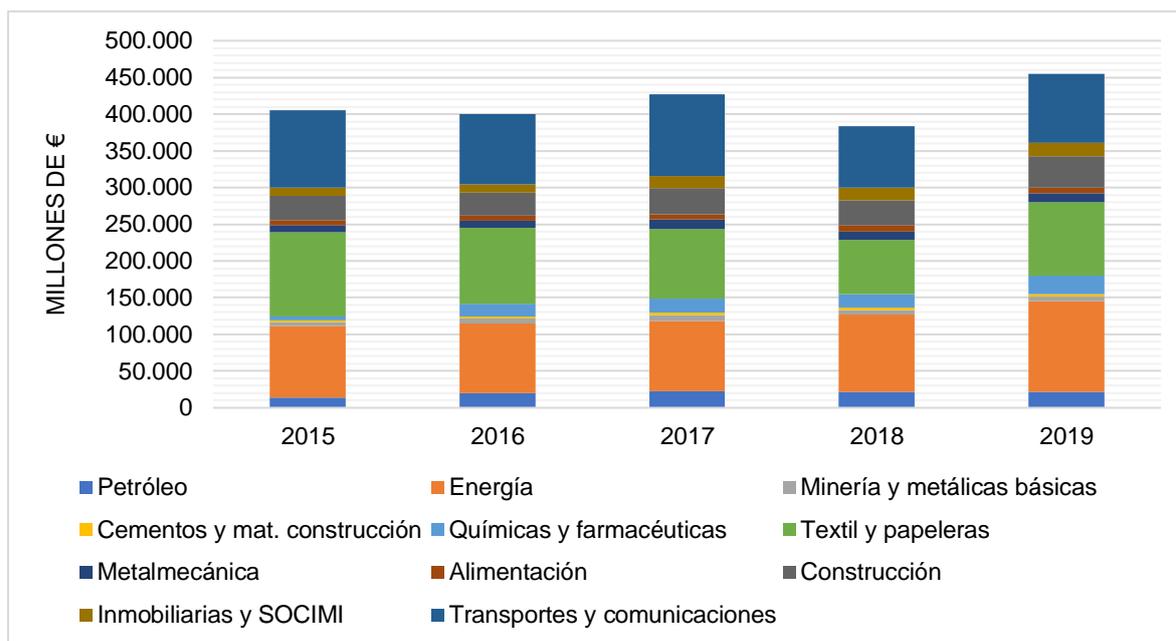
La escasez de salidas a bolsa en 2018 y 2019 se ha debido a razones diversas, entre ellas los bajos tipos de interés, que hacen fácil acudir a otras vías de financiación, y un ambiente algo pesimista, de fin de ciclo y de incertidumbre, agravado por factores como las disputas comerciales o el brexit.

5.2.3. Los índices sectoriales

En cuanto a la evolución de la capitalización de los sectores representados en la bolsa española en 2019, esta se mantuvo muy similar a la registrada en los últimos cinco años. Observamos que en términos de capitalización, los sectores dominantes son las compañías energéticas, seguidas muy de cerca del sector textil y las papeleras, los cuales aumentan cada año. También observamos una posición importante en el sector de transporte y comunicaciones, situándose en tercer lugar.

Por lo que respecta al valor de capitalización, las subidas se concentraron en los sectores del textil, la energía, las comunicaciones y la construcción, con un aumento de la capitalización del 35%, 17%, 12% y 26%, respectivamente.

Gráfico 5.2.3. Capitalización por sectores (2015-2019)



Fuente: elaboración propia a partir de CNMV (2015-2019)

5.3. EL BME GROWTH

Existe una clara concentración en el mercado en términos de capitalización, ya que un total de siete valores concentraron en torno a la mitad de la capitalización del mercado, si bien solo tres valores representaban casi un tercio del total (CNMV, 2019). Es común pensar que solo las grandes corporaciones tienen la capacidad suficiente para cotizar en bolsa, en cambio las pymes se mantienen al margen. Si bien es cierto que estos dos tipos de empresas compiten en ligas diferentes, las pequeñas empresas también tienen posibilidades para cotizar en los mercados de valores. Ya que anteriormente hemos tratado las formas de financiación dirigidas a empresas pequeñas en el capital riesgo, ahora trataremos como se pueden financiar estas empresas en la bolsa.

El BME Growth, anteriormente conocido como Mercado Alternativo Bursátil o MAB, es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características (BMEGrowth.es).

Según afirma el propio BME Growth en su página web, el tejido empresarial de España está formado por pequeñas y medianas empresas, que desempeñan un papel fundamental en la economía. Más del 99% de las empresas españolas son pymes que emplean al 80% de la fuerza laboral del país y representando el 65% del PIB español.

Debido a la gran importancia de estas empresas existe el BME Growth, un mercado de valores pensado para las PYMES, con una regulación a medida, costes y régimen de información y contratación adaptados a sus características. Sus características más

EL AUGE DEL CAPITAL RIESGO FRENTE A LA BOLSA TRADICIONAL

significativas es que proporciona capital a PYMES para crecer, posee un sistema de negociación de acciones que facilita liquidez sin perder el control, atrae inversores cualificados y es gestionado por BME y supervisado por la CNMV.

El BME Growth también ofrece a las pequeñas empresas la oportunidad de conseguir darse a conocer y aumentar su prestigio al cotizar en bolsa, como consecuencia de esto aumenta la entrada de inversiones en la empresa y por tanto crece más rápido. Además de esto, el BME Growth ofrece a los pequeños inversores la posibilidad de invertir en empresas diferentes, que en un momento dado pueden presentar un mayor crecimiento y rentabilidad que las empresas maduras que cotizan en la Bolsa tradicional.

Al ser el BME Growth un mercador bursátil, el inversor puede deshacer su posición cuando lo desee con una gran facilidad para encontrar una contrapartida, de tal forma que los inversores no tienen reparo en invertir en empresas pequeñas o startups, puesto que tienen la seguridad de que pueden vender su participación en cualquier momento y a un precio objetivo fijado por el mercado.

El BME Growth ofrece a las pymes el acceso a los mercados de capitales y a sus viabilidades de financiación, visibilidad y liquidez, con un coste inferior al del mercado tradicional (el de las Bolsas de Valores). Este menor coste deriva de las tarifas de incorporación y mantenimiento, de los requisitos de transparencia exigidos y de la incorporación de una figura denominada "Asesor Registrado", que actúa de entidad de enlace entre el emisor y el regulador del mercado, y mitiga la necesidad de contar con amplios equipos con dedicación casi exclusiva al cumplimiento de la normativa (García Stuyck, 2010).

Desde que se creó el BME Growth hace quince años, ha habido más de 300 ampliaciones de capital, lo que, de media, son unas tres por compañía. La financiación lograda alcanza un valor de 3.500 millones de euros (González Nieto, 2020).

En conclusión, el BME Growth es una alternativa seria y sostenible frente al limitado acceso a la financiación bancaria por parte de las pymes españolas, las cuales accederán a un mercado de capitales con requisitos normativos ajustados a su tamaño, presupuesto y capacidad. Además, los inversores tienen acceso a una mayor gama de productos de inversión y de diversificación de carteras.

6. CONCLUSIONES

Teniendo en cuenta toda la información expuesta anteriormente acerca del capital riesgo, podemos concluir que esta es una opción de financiación muy interesante para las empresas, las cuales se han visto necesitadas de una solución financiera que les aporte los recursos necesarios para subsistir durante los recientes años difíciles.

El impacto del capital riesgo en la economía ha sido muy positivo, colaborando en nuevos proyectos, acompañando a empresas en su crecimiento y motivando una gran creación de empleo. Cada vez son más las compañías respaldadas por el capital riesgo que consiguen crecer, cumplir sus objetivos, reestructurarse o expandirse internacionalmente.

El capital riesgo es una fórmula nueva que apuesta por las empresas que no pueden optar por otros métodos de financiación como la banca o la Bolsa, o estos no son suficientes. De esta forma, se centra en las compañías solventes, innovadoras, con altas expectativas de crecimiento, situadas en sectores dinámicos de la economía y que cuenten con un equipo directivo competente. Del mismo modo que el capital riesgo no va dirigido a un estereotipo estricto de cliente, sino que se adecúa a un espectro amplio, es necesario que se adapte a las particularidades de cada uno, aportando servicios de valor añadido como puede ser asesoramiento estratégico y comercial, apoyo en la gestión de la empresa, proveer de una red de contactos, etc.

Estas características hacen del capital riesgo una alternativa financiera muy favorable para las empresas españolas, que cada año optan más por ella, especialmente empresas pequeñas como las PYMES o las Startups, que al no poder cumplir los requisitos necesarios para cotizar en Bolsa se deciden por métodos de financiación como el Venture capital.

En conclusión, el capital riesgo ha presentado un auge durante los últimos años gracias a las ventajas que ofrece a las empresas, ya que no se limitan a ser unos meros accionistas, sino que a su vez aportan servicios de valor añadido a la compañía. Además, el capital riesgo posee todo un segmento, el Venture capital, dedicado en exclusiva a las pequeñas, medianas empresas y proyectos incipientes que no tienen la posibilidad de acceder a otros métodos de financiación, como la cotización en Bolsa.

7. BIBLIOGRAFIA

- AEBAN, 2019. *Business Angels*. [Consulta: 15 febrero 2021]. Disponible en: <https://www.aeban.es/business-angel/>.
- ASCRI, 2008-2020. Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España. Disponible en: <https://ascric.org/estadisticas-publicaciones/informes-de-actividad/>
- ASCRI, s.f. ¿Qué es el capital riesgo?. [Consulta: 15 febrero 2021]. Disponible en: <https://ascric.org/que-es-el-capital-riesgo/>
- BBVA, 2018. ¿Qué es un 'business angel'?. [Consulta: 15 febrero 2021]. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/que-es-un-business-angel/>.
- BBVA, 2020. ¿Qué es una «startup» y por qué se basa en «renovarse o morir»? [Consulta: 7 marzo 2021]. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/que-es-una-startup/>.
- BME GROWTH, s.f. ¿Qué es el BME Growth? [Consulta: 15 febrero 2021]. Disponible en: https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/Que-Es.aspx#se_top
- BOLETIN OFICIAL DEL ESTADO, 2014. Núm. 275, Jueves 13 de noviembre de 2014. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2014/11/13/>
- BOLSA DE MADRID, s.f. Ventajas de cotizar en Bolsa. [Consulta: 19 junio 2021]. Disponible en: <https://www.bolsamadrid.es/esp/ParaEmp/VenCotizar/VenCotizar1.aspx>
- CNMV, 2015-2019. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación, Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>
- EBAN, s.f. Angel Investing Explained. [Consulta: 25 febrero 2021]. Disponible en: <https://www.eban.org/angel-investing-explained/>
- ELESPAÑOL, 2019. La bolsa se seca: el número de ampliaciones de capital cae a mínimos de la década. [Consulta: 20 junio 2021]. Disponible en: https://www.elespanol.com/invertia/mercados/20200102/bolsa-seca-numero-ampliaciones-capital-minimos-decada/456705163_0.html.
- GARCÍA STUYCK, M., 2010. El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes. *Revista española de capital riesgo*, ISSN 1887-2697.
- GONZÁLEZ NIETO, J., 2020. González Nieto (BME Growth): «Tenemos que hallar la solución para que el pequeño inversor vuelva a las colocaciones en bolsa»
- El Economista* 2020, González Nieto (BME Growth): "Tenemos que hallar la solución para que el pequeño inversor vuelva a las colocaciones en bolsa" [Consulta: 20 junio 2021]. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10775691/09/20/Gonzalez-Nieto-BME-Growth-Tenemos-que-hallar-la-solucion-para-que-el-pequeno-inversor-vuelva-a-las-colocaciones-en-bolsa.html>.
- KPMG, 2007. *Fases de desarrollo de un proyecto de private equity*,
- La Vanguardia 2018, 21buttons cierra una ronda de 14,5 millones para crecer y entrar en EE.UU. [Consulta: 05 julio 2021]. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/economia/emprendedores/20180706/45708539342/21buttons-ronda-estados-unidos.html>

La Vanguardia 2019, Glovo consigue 150 millones de euros en una nueva ronda de inversión [Consulta: 05 julio 2021]. Disponible en:
<https://www.lavanguardia.com/economia/20190430/461974190543/glovo-ronda-startup.html>

MARTÍ PELLÓN, J. y BALBOA RAMÓN, M., 2004. Demand and liquidity impact on venture capital fundraising in Europe | Impacto de la demanda y la liquidez sobre la captación de nuevos fondos de capital riesgo en Europa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 33, no. 122. ISSN 02102412 02102412.

RUANO MARRÓN, L.A., 2018. Venture Capital y su Valor Añadido a los Emprendedores: Modelo de Análisis. , pp. 328.

SECO, M., 2008. *Capital riesgo y financiación de Pymes*. S.I.: s.n. ISBN 978-84-88723-90-1.