



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS.

CURSO ACADÉMICO

2022 – 2023

TRABAJO FIN DE GRADO

Private Equity en España.

Private Equity in Spain.

AUTOR/A

Carmen Sardina Pereira.

DIRECTOR/A

Irene García González.

FECHA

Febrero 2023.

INDICE:

1	INTRODUCCIÓN.....	4
2	DEFINICIÓN CAPITAL RIESGO.....	4
2.1	DEFINICIÓN.....	4
2.2	ORIGENES DEL CAPITAL RIESGO.....	5
2.3	CONTEXTO REGULATORIO.....	6
2.4	VENTURE CAPITAL VS PRIVATE EQUITY.....	8
2.5	TIPOS DE INVERSIÓN.....	10
3	ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.	11
3.1	ENTIDADES SEGÚN SU NATURALEZA.....	11
3.2	ENTIDADES SEGÚN SU FORMA JURIDICA.	12
4	ASOCIACION ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (ASCRI).....	14
5	FOND – ICO, PRIMER FONDO DE FONDOS EN ESPAÑA.....	15
6	EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO.	16
6.1	SITUACION ECONOMICA DEBIDO A LA CRISIS DEL 2008.....	17
6.2	SITUACIÓN ECONOMICA TRAS LA SALIDA DE LA CRISIS DE 2008.....	24
6.3	SITUACION ECONOMICA DEBIDO LA CRISIS SANITARIA COVID –19.	25
7	CASO NATURGY ENERGY GROUP S.A.	29
7.1	ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA.	29
7.2	VENTA DE LAS ACCIONES DEL GRUPO REPSOL.	30
7.2.1	Valoración antes de la venta de acciones.	31
7.2.2	Valoración tras la venta de las acciones:	32
8	CONCLUSIONES.	36
9	BIBLIOGRAFÍA.	38

RESUMEN.

La forma en que las empresas financian sus proyectos ha ido evolucionando a lo largo del tiempo y han ido surgiendo alternativas a la financiación bancaria donde destaca el sector del capital riesgo. Se trata de una estrategia financiera en donde la empresa inversora se hace poseedora de una pequeña parte de la empresa receptora durante un determinado tiempo, mejorándola y vendiéndola posteriormente para sacar un rendimiento.

Durante los últimos años, la mayor estrategia de financiación que se ha implantado en España ha sido el Private Equity. Un instrumento de capital riesgo orientado a aquellas empresas que ya están desarrolladas y presentan un elevado potencial para obtener una mayor rentabilidad.

Dada es la gran presencia que tiene hoy en día dicho instrumento en nuestro país que a pesar de los diferentes obstáculos que se han presentado en los últimos años en la economía mundial ha conseguido alcanzar números históricos, así como aportar soluciones en momentos difíciles y lograr su principal objetivo que no es otro que mejorar la rentabilidad de las empresas.

SUMMARY.

The way in which companies finance their projects has evolved over time and alternatives to bank financing have emerged, with the venture capital sector standing out. This is a financial strategy in which the investing company becomes the owner of a small part of the recipient company for a certain period of time, improving it and then selling it to obtain a return.

During the last few years, the most important financing strategy that has been implemented in Spain has been Private Equity, a venture capital instrument oriented to those companies that are already developed and have a high potential to obtain a higher profitability.

Given the great presence that this instrument has today in our country, despite the various obstacles that have arisen in recent years in the global economy, it has managed to reach historic numbers, as well as provide solutions in difficult times and achieve its main objective, which is none other than to improve the profitability of companies.

1 INTRODUCCIÓN.

Durante el siglo XXI, la economía española ha tenido que enfrentarse a grandes obstáculos como la gran crisis económica del 2008, la salida de Inglaterra de la Unión Europea, la crisis sanitaria del COVID – 19 o el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

Debido a estos acontecimientos la economía ha tenido la necesidad de adaptarse en un tiempo limitado. Uno de los sectores que ha obtenido una mayor fortaleza ha sido el sector del capital riesgo. Principalmente por la dificultad que tienen los nuevos proyectos de obtener financiación para poder desarrollarse dada la falta de confianza por parte de las entidades financieras debido a la ausencia de información.

Dentro del sector cabe diferenciar entre dos grandes conceptos: el Venture Capital y el Private Equity. Es este último quién ha presentado un mayor crecimiento dentro del sector. Bien es cierto que durante los años ha sufrido periodos de gran éxito como han sido 2004 – 2007 o 2014 – 2019 y periodos de fracaso. Aun así, el sector ha sabido aprovechar los obstáculos convirtiéndolos en oportunidades, así como el negocio en empresas con dificultades que aparecieron con la crisis de 2008 consiguiendo de esta forma una mayor notoriedad dentro de la economía española.

Durante los años el modelo de negocio de las empresas Private Equity han estado en continuo cambio y han alcanzado grandes logros como la profesionalización de los agentes que operan en el sector, el gran interés por parte de inversores internacionales y la aparición de las Megadeals.

En la actualidad su sistema de inversión ha evolucionado hasta tal nivel que están dispuestas a invertir tanto en empresas que coticen en bolsa como en empresas privadas, sin importar el sector o el tamaño.

2 DEFINICIÓN CAPITAL RIESGO.

2.1 DEFINICIÓN.

Se entiende capital riesgo como un tipo de fuente de financiación utilizada principalmente por pequeñas y medianas empresas, dirigida por una sociedad especializada en este tipo de instrumentos que adopta una posición de forma temporal en la sociedad donde se lleva a cabo la operación.

Este tipo de operaciones se llevan a cabo en empresas o sociedades que presentan niveles de riesgo importantes ya que se encuentran en fase de crecimiento lo que supone para ellas dificultades para encontrar capital con el que poder financiarse.

Es normal que la sociedad financiera adopte un papel en la parte accionarial de la empresa, lo que significa que esta también tiene interés sobre el éxito de la empresa motivándole así a asesorar sobre acciones estratégicas o contratación de personal clave, proporcionando contactos en ámbitos jurídicos, bancas de inversión y otros negocios dentro del sector.¹

2.2 ORIGENES DEL CAPITAL RIESGO.

Para poder entender el significado de capital riesgo, así como la evolución de las empresas debido a la incorporación de este tipo de sociedades en la industria es importante conocer su origen.

Como suele suceder con casi todos los conceptos del mundo financiero, el inicio de la actividad del capital riesgo aparece en la economía estadounidense.

Es durante la década de los años 50 y 60 donde aquellas familias que disponían de elevados recursos económicos realizaban inversiones en compañías que se encontraban en la fase inicial para poder desarrollar su actividad, lo que en la actualidad corresponde a actividades de “venture capital”

Es a partir de los años 70 – 80 que el gobierno crea un marco jurídico y normativo para poder promover y facilitar las inversiones dando lugar así a la aparición de las primeras compañías privadas que se centran en llevar a cabo estas actividades, creando también los primeros fondos de capital riesgo.

En el caso de España no es hasta los años 70 que se comienza a conocer el concepto y aparecen las primeras sociedades de carácter regional. En este caso, no son las familias con gran poder adquisitivo las que realizan las primeras inversiones si no, empresas del sector público.

¹ Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Portal PYME: Instrumentos financieros. Disponible en: <http://www.ipyme.org/ES/InsFinan/Paginas/DetalleInstrumento.aspx?Nombre=Capital+Riesgo> [Consultado 3 - 11 - 2022].

En 1986 se crea la Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo (ASCRI) y con ella las primeras compañías privadas de capital riesgo en España.²

2.3 CONTEXTO REGULATORIO.

Como ya hemos nombrado antes no es hasta los años 70 que se comienza a conocer el concepto de capital riesgo en España, siendo en 1976 año en que se aprueba el primer *Real Decreto-ley 18/1976, de 8 de octubre, sobre medidas económicas*, siendo esta ley quien inicio la divulgación de las sociedades de desarrollo industrial en el país.

El marco jurídico del capital riesgo nace de los *artículos 12 a 16 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales*.

Esta ley se ve modificada por la ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riego y sus sociedades gestoras. Con esta ley lo que se estableció es un régimen de autorización, supervisión, inspección y sanción de las entidades, sociedades y fondos gestionados por sociedades gestoras, siendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) encargada de dichas actividades. Por otro lado, con esta ley se establece un régimen de inversiones diferenciando entre el coeficiente obligatorio de inversión de las empresas no financieras no cotizadas que forman parte de su objetivo y el coeficiente de libre disposición. Y también se establecen límites de grupo y diversificación de las inversiones.

La ley modificada en 1999 supuso un gran avance para el régimen jurídico del capital riesgo, pero no proporcionaba a las entidades los instrumentos financieros suficientes para situar al capital riesgo de nuestro país a un nivel competitivo similar al resto de países del entorno ya que la ley mostraba ciertos rasgos de rigidez y limitaciones en la propia regulación de dichas entidades.

Para solucionar dichos problemas se crea la ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Manteniendo el esquema que se recoge en la anterior ley se establece: una agilización del régimen administrativo de las entidades capital riesgo, flexibilidad de las reglas de inversión e

² Berrio Bonilla, M. (Julio 2015). *Impacto del Capital Riesgo* (p. 8). Trabajo Fin de Mater. Universidad Pontificia Comillas ICADE.

introducción de figuras financieras parecidas a las que utilizan en otros países del entorno.

Esta ley supuso la consolidación de las entidades de capital riesgo en el sistema financiero español.

Tras la necesidad de adaptar las leyes a la nueva normativa de la Unión Europea y fomentar el crecimiento de manera equitativa en el sector se aprueba la *ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado*, ley vigente en la actualidad.

Las novedades que incluye esta ley frente a la que deroga son:

- Flexibilidad en el régimen financiero de las entidades de capital riesgo. Permite el uso de un mayor número de instrumentos financieros, para de esta forma ser más transigente con los cálculos de los plazos de cumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión y permitiendo así que los fondos puedan distribuir resultados de forma periódica.
- La figura de las entidades de capital riesgo pyme, donde se permite a las entidades invertir el 70% de su patrimonio en participaciones de pymes, participando en su gestión y ofreciendo asesoramiento. Ofrecen a este tipo de entidades mayor flexibilidad en cuanto a su régimen financiero, para fomentar el impulso del sector de capital riesgo que se orienta a las etapas de inicio del desarrollo de la empresa que no presentan un gran crecimiento, permitiéndoles hacer uso de préstamos participativos o deuda para proporcionarles financiación.
- Por imposición de la *directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011*, se amplía la aplicación de dicha ley a todas aquellas entidades de inversión colectiva que presentan una política predefinida, así como el reparto de retorno de la inversión a todos los inversores.

Se elimina la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en términos administrativos sobre las entidades de capital riesgo, así como de inversión colectiva de tipo cerrado. Su gestión será competencia de la sociedad gestora encargada siendo el registro de estas en la CNMV la única obligación de estas.³

³ Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado. (2022). BOE. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714#top> [Consultado 10 – 11 – 2022].

2.4 VENTURE CAPITAL VS PRIVATE EQUITY.

Dentro del capital riesgo podemos diferenciar dos grandes conceptos de inversión como son: el *venture capital* y el *private equity*.

Se entiende *venture capital* como el conjunto de inversiones a través de acciones que se utilizan para financiar empresas de pequeño o mediano tamaño que presentan un gran potencial de crecimiento, generalmente las denominadas en la actualidad “startups” (empresas en primera fase temporal con muy pocos años de vida).⁴

Suele ser una fuente de financiación útil para nuevos negocios, ya que asumen grandes riesgos, donde no solamente aportan financiación si no también conocimientos y experiencia minimizando así el riesgo y errores que se puedan cometer en la fase de inicio de creación del negocio.

Las ventajas que tiene este tipo de financiación son:

- Se le facilita capital de inversión de manera casi inmediata a la empresa que es intervenida.
- No debe devolver el préstamo, ya que el acuerdo con la entidad de financiación es proporcionarle una parte de la empresa, por lo que el éxito del negocio le proporcionara rentabilidad.
- Como ya hemos explicado antes la entidad de financiación no solo proporciona financiación si no también aporta sus conocimientos y experiencias con la empresa.

Como toda operación también presenta una serie de desventajas:

- La empresa pierde parte de su capital cediéndoselo al inversor, en ciertas ocasiones si es necesario capital adicional puede perder la mayor parte de las acciones.
- La entrada de inversores en el accionariado de la empresa puede suponer la pérdida del control de las decisiones.⁵

⁴ Alfonso Peiro Uchá (2015). Venture Capital. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/venture-capital.html> [Consultado 11 - 11 – 2022].

⁵ ONEtoONE Corporate Finance (2021). ONEtoONE Corporate Finance. Disponible en: <https://www.onetoonecf.com/es/diferencias-entre-venture-capital-y-private-equity/> [Consultado 15 – 11 – 2022].

Por otro lado, se conoce el *Private Equity* como una estrategia de inversión que consiste en participar en el capital social de una empresa privada que se encuentra ya en fase de madurez, siempre y cuando esta no cotice en bolsa.⁶

La ventaja que presenta la participación de este tipo de entidades es que además de beneficiarse del efectivo que aporta la entidad, la empresa también se beneficia de su experiencia.

Los inconvenientes de este tipo de operaciones es que normalmente se les otorga la participación mayoritaria en la empresa, otorgándoles así la capacidad de hacer cambios en la estructura jerárquica del negocio o vender el negocio si creen que es la decisión más adecuada para sacar una rentabilidad de la operación.

Existen claras diferencias entre estos dos tipos de inversión donde podemos destacar:

- El tipo de negocio en el que se centran: Mientras que las entidades *Private Equity* se enfocan en negocios bien establecidos, siendo empresas que presentan problemas de liderazgo o procesos deficientes, las entidades *venture capital* se enfocan en empresas con potencial de crecimiento alto y capaces de asumir elevado riesgo.
- El control sobre el negocio: Como ya hemos mencionado las entidades *Private Equity* requieren la participación mayoritaria de la empresa, sin embargo, las entidades *venture capital* solo exigen una participación minoritaria. Si es verdad que en ciertas situaciones pueden reclamar más participación en el capital social de la empresa.
- La estrategia de negocio: Las entidades *venture capital* lo que buscan es el crecimiento a largo plazo de la empresa intervenida obteniendo un beneficio de dicho crecimiento, por lo que surge un compromiso hasta que eso sucede. Por

⁶ Alfonso Peiro Ucha. (2015). Capital Riesgo – Private Equity. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/capital-riesgo.html> [Consultado 22 - 12 – 2022].

el contrario, las inversiones Private Equity no tienen un interés a largo plazo, lo que pretenden es mejorar el negocio lo más rápido posible para poder venderlo.⁷

2.5 TIPOS DE INVERSIÓN.

Dentro del capital riesgo diferenciamos varios tipos de inversores que se pueden clasificar según la situación y necesidades de la sociedad que es intervenida dando lugar a:

- Capital semilla: En este caso la empresa realmente solo es una idea de negocio donde las expectativas de éxito son casi inexistentes y el nivel de riesgo es muy elevado. Normalmente los inversores suelen ser familia, amigos o los denominados “*business angels*” quienes además de aportar financiación aportan conocimientos y contactos para poder desarrollar la idea de negocio.

En esta fase también debemos destacar la importancia del “*crowdfunding*” que es una forma de financiación a partir del capital de numerosas personas que realizan pequeñas aportaciones. Esta fuente de financiación cada vez tiene más importancia gracias al desarrollo de las nuevas tecnologías.⁸

- Desarrollo inicial: Aunque sigue existiendo cierto riesgo sobre la viabilidad del negocio en esta fase ya se ha iniciado su actividad. Además de los “*business angels*” y el “*crowdfunding*” las sociedades que tienen un mayor papel en este tipo de situaciones son las sociedades “*venture capital*”.
- Capital expansión: La empresa se encuentra en situación de necesitar recursos para poder desarrollar el crecimiento de su proyecto, ya sea creciendo en mercados donde ya opera, con productos o servicios que ya desarrolla o bien buscando nuevos mercados donde trabajar o desarrollando nuevo productos o servicios. En este caso, aunque sí que pueden intervenir las sociedades “*venture capital*” quien realiza un papel más idóneo son las compañías “*Private Equity*”.

⁷ ONEtoONE Corporate Finance (2021). ONEtoONE Corporate Finance. Disponible en: <https://www.onetoonecf.com/es/diferencias-entre-venture-capital-y-private-equity/> [Consultado 23 - 12 - 2022].

⁸ Andrés Sevilla Arias. CFA. (2015). Crowdfunding. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/crowdfunding-micromecenazgo.html> [Consultado 2 - 1 - 2023].

- Adquisición o apalancamiento financiero: La empresa está en situación de madurez generando beneficios ofreciendo niveles de riesgo bastante bajos por lo que si puede disponer de otras fuentes de financiación como es la deuda bancaria.

En esta fase se producen operaciones de compra donde es normal que participe el equipo directivo dando lugar a:

- MBO: los directivos adquirientes ya forman parte de la sociedad adquirida.
 - MBI: los directivos adquirientes no forman parte de la sociedad adquirida.
 - BIMBO: En este caso algunos de los directivos adquirientes sí que forman parte de la sociedad mientras que otros no.
- Situaciones especiales: Existen empresas que se encuentran en situaciones especiales donde su viabilidad financiera se encuentra en duda, por lo que hay compañías de capital riesgo especializadas en invertir en empresas de este tipo que presentan elevados niveles de riesgo donde si se alcanza el éxito el nivel de retorno deberá ser bastante elevado.⁹

3 ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.

Según la ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado “*Se entenderá por entidades de capital-riesgo (ECR) aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal viene definido en el artículo 9 de esta Ley*”

3.1 ENTIDADES SEGÚN SU NATURALEZA.

Deberemos diferenciar las entidades entre entidades de carácter público y entidades de carácter privado:

⁹ Delicias de Capital. Tipos de Fondos de Capital Riesgo. Disponible en: <https://www.deliciascapital.com/tipos-fondos-capital-riesgo/> [Consultado 2 – 1 – 2023].

- Entidades de capital riesgo privado: en este tipo de entidades el capital que utilizan tiene naturaleza privada, es decir, quienes facilitan el capital a este tipo de entidades son inversores privados tanto nacionales como internacionales.
- Entidades de capital riesgo público: a diferencia del caso anterior el capital que se invierte tiene un origen público y su principal objetivo consiste en promover el desarrollo principalmente regional.¹⁰

3.2 ENTIDADES SEGÚN SU FORMA JURIDICA.

Existen diferentes tipos de sociedades que pueden adoptar estas entidades según su forma jurídica siendo estas:

- Sociedades de capital riesgo (SCR): Adoptan la forma jurídica de sociedad anónima. El capital mínimo es de 1.200.000 euros (para pymes será de 900.000 euros) siendo obligatorio el desembolso del 50% en el momento de la constitución. Su principal función consiste en la participación temporal de una empresa que no cotice en bolsa o en cualquier mercado regulado de la UE o de cualquier país que pertenezca a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Esta función puede realizarla por sí misma actuando como sociedad gestora o estipular en sus estatutos que la gestión puede ser realizada por una sociedad gestora de entidades de tipo cerrado (SGEIC) o sociedad de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)
- Fondos de capital riesgo (FCR): No presentan personalidad jurídica, siendo este formado por numerosos inversores. El capital mínimo en el momento de la constitución deberá ser de 1.650.000 euros. Las deudas serán respondidas con el límite del capital del fondo, por lo que los inversores que lo forman no serán responsables. El fondo no responderá a las deudas propias de sus participantes ni de las sociedades gestoras responsables de la gestión y administración.

Para constituir un FCR primero debe ponerse el efectivo en común y posteriormente realizar un contrato que exponga en escritura pública la constitución de dicho fondo.

¹⁰ Berrio Bonilla, M. (Julio 2015). *Impacto del Capital Riesgo* (p. 10). Trabajo Fin de Mater. Universidad Pontificia Comillas ICADE.

- Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC): También adoptan la forma jurídica de sociedad anónima, siendo su principal función la gestión de las inversiones de las SCR, así como el control de sus riesgos. Además, lleva a cabo otras funciones como son la de administrar las entidades, comercialización, gestión de muebles e inmuebles, etc.

Para constituir una SGEIC será necesario la autorización de la comisión nacional del mercado de valores. Para que esto suceda debe cumplir una serie de requisitos: tener un capital social desembolsado, presentar recursos propios adicionales o presentar un seguro de responsabilidad civil profesional.

Posteriormente deberá ser inscrita en el registro mercantil, así como su constitución deberá ser expuesta en escritura pública. Por último, se deberá inscribir también en el registro administrativo de la CNMV.

Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) y fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC): Ambos tipos siguen el mismo régimen explicado anteriormente que para las SCR y FCR respectivamente, aunque presentan una serie de particularidades. No se les aplicara el requisito obligatorio de capital mínimo, no se les aplicara los artículos 26.1 (Las SCR son entidades de capital-riesgo que revisten la forma de sociedades anónimas. Podrán realizar las actividades enunciadas en los artículos 9 y 10 por ellas mismas o a través de una SGEIC) y 30.1 (Los FCR son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Sus actividades, principal y complementarias, son las previstas, con carácter general, para las entidades de capital-riesgo definidas en los artículos 9 y 10 y corresponde a la sociedad gestora su realización) que aparecen en la ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, refiriéndose a su función tanto principal como complementaria, y por último, en el caso de los FICC las aportaciones deberán ser en efectivo exclusivamente.¹¹

¹¹ Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Plataforma PYME: Idea de negocio, Descripción formas jurídicas. Disponible en: <https://plataformapyme.es/es-es/IdeaDeNegocio/Paginas/FormasJuridicas->

4 ASOCIACION ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (ASCRI).

ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) es una sociedad sin ánimo de lucro que surge en 1986 con el fin de representar la industria del Venture Capital y Private Equity en España.

La estructura de esta sociedad está formada por socios gestores (que representan el 90% de las entidades de capital privado existentes en España) asesores e inversores. Estos pagan una cuota anual que varía en función de una serie de aspectos como pueden ser: el capital que gestiona la entidad o el número de empleados.¹²

Entre sus responsabilidades se encuentran: Representar al sector del Capital Riesgo frente a las autoridades, gobierno, instituciones, inversores, empresarios y medios de comunicación. Se encarga de emitir y proporcionar estadísticas e información de forma actualizada sobre la evolución del marco fiscal y legal. O también ofrece una serie de actividades tales como: cursos de formación, eventos y mesas redondas para los socios y el público con el objetivo de difundir y reforzar la actividad del capital riesgo, así como el crecimiento de las pymes en la economía española.

Además de su principal finalidad, que como ya hemos nombrado antes es representar a la industria inversora, presenta una serie de objetivos donde cabe destacar:

- Promover las inversiones Venture Capital y Private Equity a través de fondos de pensiones, aseguradoras y empresas.
- Desarrollar un marco regulador para seguir estimulando el desarrollo de este sector. Lo que pretende es proteger los intereses del sector impulsando el emprendimiento, la innovación y el crecimiento en el país.
- Difundir el efecto positivo que genera la inversión desde el ámbito del capital privado.
- Crear una red de contacto entre todos los agentes que forman parte del sector.
- Garantizar la transparencia y buen gobierno en el ámbito profesional.

[Descripcion.aspx?cod=SCR&nombre=Entidades+de+Capital-Riesgo&idioma=es-ES](https://www.ascris.com/Descripcion.aspx?cod=SCR&nombre=Entidades+de+Capital-Riesgo&idioma=es-ES)
[Consultado 3 - 1- 2023].

¹² Startup Xprore (2017). ASCRI. Disponible en: <https://startupxplore.com/es/inversores/ascr> [Consultado 7 - 1 – 2023].

- Potenciar la sostenibilidad y el progreso económico y social.¹³

En 2022 con el fin de impulsar la evolución del capital privado hacia la sostenibilidad la sociedad ha realizado un cambio de nombre pasando a denominarse SPAINCAP – Capital por un Futuro Sostenible.

Con este cambio de imagen lo que pretenden es resaltar el impacto que tiene en la actualidad las entidades Venture Capital y Private Equity habiéndose convertido en un pilar fundamental dentro de la industria inversora en España.¹⁴

5 FOND – ICO, PRIMER FONDO DE FONDOS EN ESPAÑA.

Ya hemos comentado con anterioridad que el capital riesgo está presente en España desde los años 70 – 80 siendo en 1986 cuando se crea AXIS, la primera sociedad gestora registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como iniciativa de la Banca con el fin de impulsar el sector del capital riesgo en España.

Su actividad consistía en gestionar un fondo: Fondo Especial de Capital Riesgo, para así desarrollar la creación de empresas y como consecuencia generar mayor empleo. En 1993 debido a la privatización de la banca pública esta sociedad pasa a formar parte del Instituto de Crédito Oficial (ICO) y se constituye Fond – ICO Pymes (un fondo que tiene como principal función apoyar a las empresas que se encuentran en situación de expansión, con financiación y visión a largo plazo en los negocios)

En 2009 esta sociedad es seleccionada para dirigir un fondo de capital para financiar infraestructuras y energía (Fond – ICO infraestructuras) y años después será la creadora de Fond – ICO Global.

Fond – ICO Global es el primer fondo de fondos publico creado en España con el objetivo de desarrollar y consolidar el ecosistema de fondos de capital riesgo de gestión privada.

Fue creado e inscrito en la CNMV en 2013 como consecuencia de los ruegos del colectivo que solicitaban una mayor participación por parte del sector público en un

¹³ Nerea Díaz (2021). Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo – ASCRI. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/asociacion-espanola-de-entidades-de-capital-riesgo-ascr.html> [Consultado 7 - 1 -2023].

¹⁴ Funds People (2022). Funds People. Disponible en: <https://fundspeople.com/es/ascr-la-asociacion-de-private-equity-espanola-cambia-de-nombre-ahora-es-spaincap/> [Consultado 8 – 1 – 2023].

Private Equity en España.

momento crítico para la inversión y captación de fondos en España. Inicialmente se consolidó con un capital de 1.200 millones de euros.

En la actualidad el fondo está dotado de 4.500 millones de euros y cuenta con más de 70 fondos en cartera habiéndose convertido en una clave importante para el sector ya que facilita la financiación a las PYMES españolas en todas las etapas (Venture Capital, expansión, desinversión, reestructuración, etc.)¹⁵

6 EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO.

Antes de comenzar a comentar como ha ido evolucionando la figura del capital riesgo en España tras los diferentes acontecimientos que han ido surgiendo en la sociedad en la época de los 2000 debemos dejar claro que el capital riesgo tiene cada vez más peso en la economía española, siendo el año 2022 su segundo mejor año en la historia (El año finalizó con un registro de 7.257 millones de euros repartidos en un total de las 190 inversiones)¹⁶

Además, debemos mencionar que en septiembre de 2022 se ha publicado una de las normas más importantes del sector financiero en la actualidad ya que supone un gran impulso en el funcionamiento del capital riesgo beneficiando la actividad económica.

Dentro de esta nueva norma es importante destacar dos puntos, el primero; se suprime la norma que exige a los minoristas un importe mínimo de 100.000 euros para poder invertir en este tipo de productos, proporcionando así mayor flexibilidad e incentivando el interés por invertir en este tipo de negocios.

El segundo punto importante en esta nueva norma hace referencia a la ampliación del objetivo principal de las entidades de capital riesgo permitiéndoles invertir en empresas Fintech (Se refiere a cualquier negocio que tiene como objetivo principal hacer uso de la tecnología e innovación para poder mejorar o actualizar servicios y procesos financieros, así como diseñar nuevos productos) pretendiendo así satisfacer la demanda de los gestores que ven una oportunidad de inversión en este tipo de empresas,

¹⁵ AXIS. AXIS: Historia. Disponible en:
https://www.ico.es/web/axis/ico/que_es_axis/historia [Consultado 9 - 1 – 2023].

¹⁶ N Hernández (2023). El español. Disponible en:
https://www.elespanol.com/invertia/disruptores-innovadores/disruptores/inversores/20230120/cerro-record-inversion-capital-privado-espana-millones/734926693_0.html [Consultado 21 - 1 – 2023]

favoreciendo también a las empresas Fintech ya que de esta manera se les facilita una nueva forma de financiación.¹⁷

6.1 SITUACION ECONOMICA DEBIDO A LA CRISIS DEL 2008.

La situación económica a finales del 2007 presentaba muy buenas expectativas ya que llevaba acumulando 14 años de crecimiento económico ininterrumpido. En estos años se habían alcanzado los objetivos necesarios para poder incorporarse a la Unión Económica y Monetaria (estabilidad de precios, tipos de interés, tipos de cambio y sostenibilidad en las finanzas públicas) provocando así la expansión del país.

Entre 2000 y 2007 la economía española mostro un crecimiento del PIB real en 34,5% con una tasa media anual del 3,8%. Esta evolución tan positiva se vio reflejada en el aumento de la tasa de empleo, sobre todo en la participación femenina, y en el crecimiento demográfico (siendo el 90% entradas de inmigrantes). Aunque debemos tener en cuenta que este cambio también trajo consigo una serie de consecuencias como la reducción en los tipos de interés. La incorporación a un sistema macroeconómico más estable hizo que los tipos de interés fueran mucho más sensibles al cambio.

Respecto al sector privado durante esta época el crecimiento financiero estuvo centrado en el sector inmobiliario (en 2003 la financiación en este sector alcanzaba tasas de crecimiento anuales del 25% en créditos para adquirir viviendas y del 44% en créditos a empresas constructoras e inmobiliarias) lo que genero un gran exceso en ambos sentidos, tanto en la construcción de viviendas como en sus precios.

Como conclusión a lo explicado lo que se produjo en estos años de expansión fue la aglomeración de desequilibrios respecto al endeudamiento del sector privado, dependencia de la financiación externa, peso del sector inmobiliario en la economía, sobrevaloración del precio de los inmuebles, y pérdida de competitividad.

Es a mediados de 2007 donde se comienzan a manifestar los primeros efectos que se producen debido a la crisis financiera que se fue formando en el mercado inmobiliario

¹⁷ FinReg360 (2022). FinReg360. Disponible en: <https://finreg360.com/alerta/la-ley-18-2022-trata-de-fomentar-la-creacion-y-crecimiento-de-empresas/> [Consultado 9 – 1 – 2023]

americano donde la morosidad de las hipotecas de alto riesgo comienza a aumentar con intensidad.

Estos efectos lo que generaron fue la paralización de los principales mercados financieros (bancos y entidades financieras) que fueron llevados a la quiebra tras no poder recuperar las grandes inversiones que habían hecho durante los últimos años en el sector inmobiliario transformándose en 2008 en una trágica situación económica mundial debido al gran aumento de la inflación, así como las caídas de consumo y un aumento del paro.

Para poder afrontar esta situación en España lo que se implanto fue un plan de austeridad (política económica basada en la sencillez, moderación y reducción del gasto público para favorecer la eficiencia y transparencia administrativa sin afectar al funcionamiento de las entidades del gobierno) como consecuencia principalmente del elevado desempleo que presentaba el sector de la construcción. Es en octubre cuando se produce la caída de la Bolsa de Madrid lo que trajo consigo un mayor aumento del paro, problemas de liquidez financiera, una gran disminución del PIB nacional y gran desconfianza por parte tanto de los consumidores como de los inversores.¹⁸

En cuanto al sector del capital riesgo se observaban las mismas líneas que la situación económica del país, en 2007 alcanzaba niveles máximos presentando una gran tendencia de crecimiento. Es el verano de dicho año que se observa un cambio en la tendencia del sector debido a la crisis del mercado inmobiliario. Aunque no podemos decir que la crisis afectara de forma directa al sector del capital riesgo y Private Equity, si tuvo un gran impacto en el sector ya que en mayor o menor medida el cierre de gran cantidad de operaciones sí que dependen de financiación bancaria.

En 2008 se produce una gran disminución en el número de inversiones de capital riesgo debido a la gran falta de liquidez en los mercados de crédito, así como restricciones en el acceso a la deuda y casi inexistencia de grandes operaciones.¹⁹

¹⁸ Banco de España (2017). Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria en España, 2008 – 2014. pp. 30 – 31.

¹⁹ De la Cruz Munguira (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Trabajo fin de grado. Universidad Pontificia Comillas ICADE. P. 40.

Para poder entender mejor lo sucedido en el sector la siguiente tabla mostrara una comparativa entre los resultados de los ejercicios obtenidos en los años 2007 – 2008:

	(Millones de euros)		
	2007	2008	Variación
Frundaising	5.240,30	2.778	-47%
Fondos gestionados	20.679,40	23.183	12%
Inversión	4.329,60	3.026,30	-30%
Desinversión	1.576,60	711,6	-55%

Tabla 1: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe de actividad de SPAINCAP.

Esta tabla nos confirma lo ya explicado con anterioridad, la crisis se vio manifestada en el sector a través de una gran caída de los fondos captados (Frundaising) disminuyendo un 47% respecto al año anterior, una disminución de las inversiones realizadas (30%) y una reducción de las desinversiones (55%). Si es verdad que durante el año 2008 los fondos gestionados aumentaron en un 12% y esto fue gracias a la gestión de las ECR ya existentes, así como la incorporación de los recursos de los 15 nuevos operadores registrados durante ese año.²⁰

No es hasta el año 2009 que el sector del capital riesgo sufre realmente las consecuencias de la crisis económica, siendo un año fatídico para este, alcanzando unos niveles mínimos históricos en casi todos los ámbitos (captación de fondos, capital gestionado, inversión y desinversión) según un informe de ASCRI (2010) *“el peso del sector en la economía española se vio reducido, gran parte de la materialización de los fondos levantados en años previos no se pudo llevar a cabo, algunas empresas necesitaron refinanciaciones complejas y poco productivas y los procesos de fusiones y adquisiciones se alargaron”*.²¹

La siguiente tabla muestra los resultados obtenidos en el ejercicio del año 2009 comparándolo con el año anterior:

²⁰ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2009 Venture Capital y Private Equity en España.

²¹ De la Cruz Munguira (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Trabajo fin de grado. Universidad Pontificia Comillas ICADE. P. 46.

	(Millones de euros)		
	2008	2009	Variación
Frundaising	2.778	1.173	-58%
Fondos gestionados	23.183	22.771	-2%
Inversión	3.026,30	1.668,60	-45%
Desinversión	711,6	858	21%

Tabla 2: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe de actividad de SPAINCAP.

Como podemos observar, la captación de fondos se reduce en un 58% frente al año anterior (habiendo captado únicamente 1.173 millones de euros) el cual ya había sufrido un gran descenso frente al 2007.

Según el informe de ASCRI (2010) las principales fuentes de financiación como son los bancos y cajas de ahorro fueron adelantados por los inversores públicos quienes proporcionaron la mayor parte de los recursos dicho año.

Los fondos gestionados disminuyeron un 2% siendo el primer año en España que se producía una reducción en dichos fondos gestionados.

Por último, por segundo año consecutivo las inversiones sufren una caída disminuyendo en un 45% respecto al año 2008. Esta caída fue consecuencia principalmente de la reducción en el número de operaciones de gran tamaño y la falta de middle marker debido al impedimento de encontrar financiación bancaria de acompañamiento.²²

Los siguientes años lo que presentaban era una gran inestabilidad y recesión tanto en el ámbito económico general del país como en el sector del capital riesgo. En 2010 sí que se comenzaron a realizar gran número de operaciones y se comenzó a recuperar la inversión y desinversión realizada, pero la captación de nuevos fondos seguía sin tener éxito.

²² SpainCap (2022). Informe ASCRI 2010 Venture Capital y Private Equity en España.

Aunque sí que se había comenzado a realizar otra vez un gran número de operaciones, a mediados de 2011 vuelven a desaparecer las expectativas optimistas debido a la crisis de la deuda que sufría España, dejando claro que el país seguía dentro de la recesión económica. Por lo que debido a esta posición la captación de fondos durante el 2011 fue mínima y las inversiones realizadas dentro del sector fueron realizadas mayoritariamente por inversores internacionales. El 2012 también presentó grandes caídas en el número de inversiones y desinversiones, así como una gran escasez de fondos.²³

En la siguiente tabla podemos ver la evolución de los ejercicios desde el 2009 hasta el 2012:

	(Millones de euros)			
	2009	2010	2011	2012
Frundaising	1.173	3.205	2.368,50	2.024,70
Fondos gestionados	22.771	24.807	25.558	24.795,60
Inversión	1.668,60	3.456	3.233	2.472,40
Desinversión	858	1.532	1.550,70	1.196,60

Tabla 3: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe de actividad de SPAINCAP.

	Variación 2009 - 2010	Variación 2010 - 2011	Variación 2011 - 2012
Frundaising	173%	-26%	-15%
Fondos gestionados	9%	3%	-3%
Inversión	107%	-6%	-24%
Desinversión	79%	1%	-23%

Tabla 4: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe de actividad de SPAINCAP.

El 2013 fue un punto de inflexión en la economía española: se redujo la prima de riesgo, los tipos de interés disminuyeron, la bolsa comenzó a ascender nuevamente, el PIB

²³ De la Cruz Munguira (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Trabajo fin de grado. Universidad Pontificia Comillas ICADE. pp. 51 – 55.

creció siendo un hecho que suponía el fin de la recesión y el mercado laboral también mejoró dejando de destruir empleo.

Para el sector del capital riesgo el año 2013 también fue un punto de inflexión. El gobierno buscaba fomentar la intermediación financiera no bancaria pero el mayor problema que había surgido en este sector durante la crisis económica era la falta de fondos por lo que entre las medidas que se adoptaron para potenciarlo se creó Fond – ICO Global (comentado con anterioridad en el epígrafe 3).

Aunque el año comenzara siguiendo la línea de los anteriores sin mostrar cambios y obteniendo unos resultados peores incluso que los del 2009 (año trágico para el sector) la segunda mitad del año dio un giro radical que se vio reflejado en la actividad del 2014 (siendo un año radiante y confirmando que la tendencia del sector era positiva). Este cambio es debido principalmente a la mejora macroeconómica del país, produciendo el interés de inversores internacionales, así como el gran impacto que tuvo crear el fondo FOND – ICO Global (la primera operación fue cerrada a finales de diciembre de 2013).²⁴

En la siguiente tabla se muestran los resultados obtenidos al final del ejercicio 2013 comparándolo con el año anterior:

	(Millones de euros)		
	2012	2013	Variación 2012 - 2013
Frundaising	2.024,70	2.371,60	17%
Fondos gestionados	24.795,60	24.776	-1%
Inversión	2.472,40	2.357,40	-5%
Desinversión	1.196,60	1.563,90	31%

Tabla 5: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe de actividad de SPAINCAP.

Como se observa la captación de fondos muestra un aumento sobre los años anteriores, aunque se encuentra muy alejado de las cifras alcanzadas los años previos a la crisis. Los fondos gestionados disminuyen un 1%. Y con respecto a la inversión, como ya hemos explicado antes, el año 2013 fue un año de inflexión por lo que, la actividad en el segundo semestre fue mucho mayor, aunque esto no sirvió para compensar lo

²⁴ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2014 Venture Capital y Private Equity en España.

realizado al principio del año obteniendo una reducción de la inversión de un 5% respecto al 2012.

Para finalizar, podemos confirmar que el 2014 fue un año de éxito para España presentando un crecimiento económico en los cuatro trimestres y dentro del sector del capital riesgo siendo el primer año desde 2007 que realmente mostraba una tendencia creciente en sus operaciones.

La siguiente tabla muestra los resultados del ejercicio 2014:

	(Millones de euros)		
	2013	2014	Variación 2013 - 2014
Frundaising	2.371,60	4.800,70	102%
Fondos gestionados	24.776	25.134	1%
Inversión	2.357,40	3.465,30	47%
Desinversión	1.563,90	4.768,70	205%

Tabla 6: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe de actividad de SPAINCAP.

Como podemos observar la captación de fondos tuvo un gran éxito debido sobre todo a que se realizaron las tres primeras adjudicaciones del fondo Fond – ICO Global. El volumen de las inversiones también fue un gran logro ya que alcanzo cifras similares a las de ejercicios previos a la crisis aumentando en un 47% frente al año anterior. Además, en este año, aunque la mayoría de las operaciones que se realizaron fueron pequeñas se volvió a reactivar la actividad de grandes operaciones cerrando en este ejercicio un total de 11 operaciones de este tipo todas ellas internacionales. Por último, debemos destacar el gran aumento que presenta la actividad de desinversión, ya que en los últimos años debido a los precios bajos de las compañías y la necesidad de mejorar los procesos realizados por el capital riesgo en la cartera de las empresas esta actividad se había ido retrasando lo máximo posible. Por lo que podemos asegurar que tras un gran número de años en los que el sector habría sufrido grandes pérdidas por fin se ve recuperado mostrando otra vez una tendencia creciente.²⁵

²⁵ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2015 Venture Capital y Private Equity en España.

6.2 SITUACIÓN ECONOMICA TRAS LA SALIDA DE LA CRISIS DE 2008.

Tras los datos obtenidos en el año 2014 confirmando así que el capital riesgo en España por fin había conseguido dejar atrás la crisis, el 2015 supuso el comienzo de un nuevo ciclo para este. Aunque es importante destacar que la incertidumbre política reprimió bastante la captación de nuevos fondos, así como la realización de operaciones de gran volumen.

Durante este año las grandes protagonistas fueron las operaciones de middle marker, realizándose un total de 57 inversiones, y el venture capital apoyadas principalmente por inversores internacionales. La actividad desinversora que había sufrido un gran parón durante la crisis también se reactivó de forma muy positiva.²⁶

El año 2016 mostro las mismas líneas que el año 2015. Seguía existiendo una gran incertidumbre política que tenía como consecuencia la ralentización de las operaciones, pero gracias a la fuerte participación de fondos internacionales el segundo semestre reflejo un gran aumento en la inversión.

Respecto a la actividad de desinversión tras dos años muy intensos como fueron el 2014 y el 2015 el mercado presentaba buenas condiciones para realizar este tipo de operaciones: industrias con interés por invertir, valoraciones atractivas y gran cantidad de liquidez, pero la gran volatilidad de la bolsa supuso una frenada en este aspecto normalizando el número de operaciones (Se llevaron a cabo 314 operaciones).²⁷

El año 2017 y 2018 también mostraron tendencias positivas. El sector se veía fortalecido por los fondos internacionales, quienes aportaron el 72% y el 76% del volumen de inversión de las operaciones en 2017 y 2018 respectivamente. El middle marker y el venture capital seguían siendo los grandes protagonistas del sector. Por último, la actividad de desinversión también se encontraba en buena posición ya que ambos años se cerraron con un gran número de operaciones realizadas.²⁸

²⁶ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2016 Venture Capital y Private Equity en España.

²⁷ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2017 Venture Capital y Private Equity en España.

²⁸ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2018 Venture Capital y Private Equity en España.

Por lo que podemos asegurar que el sector del capital riesgo tras la salida de la crisis vivía unos años de gran éxito, presentando una tendencia de crecimiento muy positivo y consolidando su posición en la economía española.

6.3 SITUACION ECONOMICA DEBIDO LA CRISIS SANITARIA COVID –19.

Durante el año 2019 la economía mundial tuvo que enfrentarse a problemas como la salida de Reino Unido de la Unión Europea, la pérdida de fuerza de China, problemas en el sector automovilístico o la brusca ralentización de la zona euro, pero aun así la economía española consiguió finalizar el año con un crecimiento del 2% respecto al año anterior.

Es importante destacar que desde 2014, año en el que comenzó la recuperación de la crisis, el 2019 ha sido el año que ha presentado un menor ritmo de avances económicos.

Su crecimiento económico fue debido a la mejora que presento en su último trimestre, ya que la actividad se expandió y gracias a ello se crearon 402.300 nuevos empleos. Además, el sector exterior presentaba muy buenos números ya que las exportaciones habían aumentado y las importaciones disminuían.

Sin embargo, las señales que presentaba el final de este año no eran muy optimistas ya que el consumo de los hogares estaba estancado y la inversión mostraba una gran disminución.²⁹

En cuanto al capital riesgo consiguió finalizar el año con el récord histórico en la inversión de private equity y venture capital por tercer año consecutivo (la inversión en private equity fue de 7.743 millones de euros repartidas entre 172 inversiones y la inversión en venture capital fue de 721,9 millones de euros repartidos entre 588 millones) además consiguió cerrar 19 operaciones de inversiones superiores a los 100 millones de euros, cifras que no se habían alcanzado antes aportando más de la mitad del volumen total de capital invertido en España.³⁰

El 2020 fue un año duro para la economía mundial, generando en la actividad española una caída del 11%, datos que no se habían registrado desde la guerra civil. Esto fue

²⁹ Banco de España (2022). Informe anual 2019.

³⁰ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2020 Venture Capital y Private Equity en España.

debido a que el 31 de enero de 2020 se registra el primer caso de infección de Covid – 19 y es en los meses de marzo y abril que la enfermedad aumenta su repercusión en el país (presentaba una gran incidencia tanto en número de contagiados como en número de fallecidos).

Ante la necesidad de frenar la enfermedad y de evitar que se colapsase el sistema sanitario surgió la idea de imponer una serie de restricciones en la movilidad de las personas y el desempeño de la actividad económica, así como medidas extraordinarias en la gestión de los recursos sanitarios, todo ello expuesto en el estado de alarma que se declaró el 14 de marzo de 2020 y que fue impuesto en todo el territorio nacional.³¹

Entre las medidas que se adoptaron en el estado de alarma se encuentran: el confinamiento de la población en sus lugares de residencia, permitiendo la circulación de la vía pública para la realización de un número muy reducido de actividades de primera necesidad, la suspensión de la actividad del sector de hostelería y restauración, la actividad escolar presencial en todos los niveles educativos y un parón en casi el total de la actividad de los sectores.

Como es de esperar las medidas que se adoptaron en el estado de alarma han tenido un gran impacto sobre la evolución de la actividad económica en España. El inicio del año 2020 presentaba unas líneas de expansión similares a las del año anterior, pero tras la imposición del estado de alarma la situación se vio drásticamente alterada. Los efectos de esta crisis económica no solo tuvieron un gran impacto debido a su magnitud (se caracteriza sobre todo por la duración e intensidad que ha presentado) sino también por la heterogeneidad, ya que sus efectos han sido muy diferentes entre los sectores productivos, provincias, empresas, hogares y colectivos de trabajadores.

Esta crisis además ha sido un antes y un después en el comportamiento de los agentes económicos como consecuencia de adaptarse a toda costa ante la pandemia y las consecuencias que conllevaba, todo ello en un tiempo muy reducido, como, por ejemplo: los hábitos de consumo de los hogares, los patrones de movimiento de las personas, la provisión y organización del trabajo, o la imposición de medidas en un contexto desconocido.³²

³¹ Banco de España (2022). Informe anual 2019.

³² Banco de España (2022). Informe anual 2020.

En cuanto al capital riesgo la crisis sanitaria supuso una esperanza dentro de este sector, ya que como hemos explicado, ha condicionado un cambio en la forma de vida estableciéndose de una forma más consolidada aspectos como son el comercio electrónico, la salud digital, las videoconferencias y el teletrabajo siendo esto una nueva vía de crecimiento para el capital riesgo.

Al principio de la pandemia, el sector sufrió un parón de tres meses teniendo que centrarse en mantener sus participaciones y renegociar con proveedores, rentas y plazos, pero una vez que las medidas del estado de alarma fueron disminuyendo y siendo menos restrictivas, los efectos fueron muy heterogéneos. Dependiendo de la actividad que realizaban las empresas y los efectos que había tenido la pandemia en los sectores donde operaban las compañías sufrieron consecuencias diferentes, esto significa que hubo compañías que tuvieron que retrasar la salida de los fondos de uno a tres años y compañías que pudieron seguir su estrategia inicial beneficiándose de la gran demanda y liquidez que había dentro de su sector.

A pesar de las complicaciones que surgieron y las restricciones impuestas por el gobierno el sector consiguió finalizar el año siendo el segundo mejor registró histórico de inversión tanto en volumen como en número de operaciones, se invirtió un total de 6.257 millones de euros y se realizaron en total 838 inversiones cerradas.³³

El 2020 dio paso a un año excelente para el sector del venture capital y private equity siendo el 2021 el segundo mejor ejercicio de la historia del capital riesgo en España generando un crecimiento del 20% respecto al año anterior. No solo ha sido un buen año gracias al número de operaciones y el volumen de inversión realizado, sino que también destaca la captación de fondos realizada, siendo esto una muestra de que las gestoras del capital riesgo disponen de reservas suficientes para realizar inversiones significativas, señal de que los próximos años presentaran también números muy buenos.³⁴

³³ Muñoz, A (2020). "La pandemia abre las puertas a que el capital riesgo amplíe sus periodos de inversión" *El economista*. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10850036/10/20/La-pandemia-abre-las-puertas-a-que-el-capital-riesgo-amplie-sus-periodos-de-inversion.html> [Consultado 20 - 1 -2023]

³⁴ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2021 Venture Capital y Private Equity en España.

Para poder comprender mejor la evolución del sector tras la crisis sanitaria hemos realizado una tabla donde podemos observar la evolución a lo largo de estos tres años:

	(Millones de euros)				
	2019	2020	2021	Variación 2019 - 2020	Variación 2020 - 2021
Frundaising	1.920,20	2.134,60	2.960,90	11%	39%
Inversión	8.526,90	6.275,20	7572,7	- 26%	21%
Desinversión	2.977,30	1.623,00	2.667,90	-45%	64%

Tabla 7: Elaboración propia a partir de datos extraídos del informe de actividad de SPAINCAP.

Como podemos observar, aunque la crisis supusiese un gran obstáculo debido a que trajo consigo el cierre de fronteras y generó un parón y unos meses de mucha incertidumbre no supuso un impedimento para la captación de fondos que se reactivó en el segundo semestre del año. Esto fue principalmente gracias a que el mercado presentaba gran abundancia de liquidez, un gran atractivo como activo para los inversores y además contaba con el apoyo del sector público destacando programas como fondos Fond – ICO Global y el fondo europeo de inversiones.

En 2021 la captación de fondos se intensificó registrando números históricos (generó un crecimiento del 39% frente al año anterior). Esto se vio favorecido principalmente por factores como la abundancia de liquidez en el mercado global, las políticas monetarias que han generado tipos de interés bajos, la volatilidad que presentan en este momento los mercados bursátiles o el interés de los inversores hacia el capital riesgo fomentado por las elevadas rentabilidades que está ofreciendo en la actualidad frente a otros activos financieros entre otros.

Respecto a la inversión, aunque a pesar de las circunstancias el año 2020 presentó números muy buenos (6.275,20 millones de euros) sufrió una caída del 26% respecto al 2019, pero gracias a la reactivación de la actividad, el 2021 registra la segunda mejor cifra histórica de inversión generando un crecimiento del 20%.

La variable más afectada por la crisis sanitaria fue la desinversión que sufrió una caída del 45%. La principal razón que explica esta caída se debe a que la mayor parte de la actividad en el primer semestre se dirigió a gestionar las empresas en cartera para poder

evitar en la mayor medida posible las consecuencias generadas por la deceleración de la economía mundial, produciendo en algunos casos la paralización de los procesos de venta iniciados con anterioridad al Covid – 19, además la incertidumbre fue un gran impedimento para poder valorar adecuadamente las compañías. El 2021 también trajo una solución para esta variable ya que se produjo el cierre de algunas de las mayores desinversiones realizadas hasta el momento finalizando el año con un crecimiento del 64% frente al anterior.³⁵

Por lo que, como ya hemos nombrado con anterioridad, aunque la crisis sanitaria si ha generado efectos negativos dentro del sector podemos asegurar que ha sido superada con éxito, alcanzando unos números dentro del capital riesgo que claramente muestran una tendencia muy positiva en términos de crecimiento para años futuros.

7 CASO NATURGY ENERGY GROUP S.A.

7.1 ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA.

Naturgy Energy Group S.A. se trata de un grupo energético multinacional innovador y sostenible precursor del mercado de la electricidad y el gas. Opera alrededor de todo el mundo siendo poseedor de empresas principalmente en España, Latinoamérica y Australia con el objetivo de centrarse en la innovación, digitalización, simplicidad y globalidad.³⁶

Lleva operando en el sector energético alrededor de 175 años. Sus inicios comenzaron en el año 1843 bajo el nombre de Sociedad Catalana para el Alumbrado por el Gas (SCAG) donde comenzó a ofrecer sus servicios en Barcelona siendo encargado de dar luz a todas las calles de la ciudad, suponiendo esto una revolución para la calidad de vida de los españoles.

En 1866 decidió comenzar su expansión y se hizo dueño de las fábricas de gas de Sant Andreu del Palomar, Sevilla y Ferrol. Y es en 1911 cuando decide expandir su mercado entrando también en el sector de la electricidad, formando parte del proyecto de construcción de saltos de agua y centrales eléctricas en el pirineo.

³⁵ SpainCap (2022). Informe ASCRI 2022 Venture Capital y Private Equity en España.

³⁶ Naturgy (2022). Naturgy. Disponible en: https://www.naturgy.com/conocenos/el_grupo [Consulta 12 - 1 – 2023]

El año 1963 supuso un antes y un después en la historia de la compañía ya que se introdujo el petróleo en vez del carbón como materia prima en el mercado energético, lo que le permitió la expansión del negocio aumentando la capacidad de las fábricas para así poder promocionar el uso de la calefacción años más adelante.

Durante los siguientes años la empresa siguió realizando proyectos que le ayudaron a expandirse como la fusión entre Catalana de Gas (Nombre de la compañía en dicha época) y Gas Madrid dando paso a Gas natural. En 1992 se creó la actual Fundación Naturgy, una institución sin ánimo de lucro que tenía como objetivo concienciar al mundo de una mejor eficiencia energética. Además, decidió ampliar sus fronteras abriéndose camino en los mercados extranjeros.

7.2 VENTA DE LAS ACCIONES DEL GRUPO REPSOL.

En la actualidad el grupo español opera en 20 países y ha realizado grandes aportaciones en el mercado de la energía y el gas como la integración de las energías limpias y las nuevas tecnologías de generación. Además, en 2018 realizó un cambio significativo en la imagen de su marca que dio lugar a un cambio en el nombre: Naturgy, creando así una marca internacional la cual tiene presencia en todos los mercados globales.³⁷

El cambio de imagen de la marca no fue exclusivamente debido al cambio de nombre de la compañía si no que fue debido a que el grupo Repsol quien formaba parte del accionariado desde hace 27 años decidió vender el 20,1% de las acciones las cuales fueron adquiridas por Rioja Bidco un instrumento financiero mediante el cual se repartió el número de acciones entre el fondo de inversión británico CVC quienes obtuvieron el 74,3% de las acciones y la Corporación financiera Alba quienes obtuvieron el resto.³⁸

En los siguientes apartados realizaremos un análisis más profundo de la situación de la empresa antes y después de la entrada del private equity.

³⁷ Naturgy (2022). Naturgy: Nuestra historia. Disponible en: https://www.naturgy.com/conocenos/el_grupo/nuestra_historia [Consulta: 12 - 1 – 2023]

³⁸ Guindos Verde, B. Martín Martín, A. (2019). *La valoración de empresas desde la óptica del Private Equity*. Trabajo fin de Máster. CUNEF, Colegio Universitario de Estudios Financieros. P. 35.

7.2.1 Valoración antes de la venta de acciones.

En 2017 la compañía Gas Natural Fenosa (nombre por el cual respondía en aquel entonces) presentaba un modelo de negocio basado en:

- Los accionistas: Ofrecerles una rentabilidad creciente y sostenible.
- Los clientes: Mantener el liderazgo del sector y su presencia multinacional.
- Los empleados: Ofreciéndoles oportunidades de desarrollo y en general contribuir de una forma positiva a la sociedad.

Como ya hemos mencionado antes la compañía tiene presencia en un gran número de países donde sus beneficios en dicho año se dividían en:

- Distribución de gas: 41 % ebitda en España y Latinoamérica.
- Distribución de electricidad: 26% ebitda en España y Latinoamérica.
- Gas: 20% ebitda en infraestructura y comercialización.
- Electricidad: 15% en España e Internacional.³⁹

Su política de responsabilidad corporativa fue aprobada en 2015 basándose en 8 compromisos: compromiso con el resultado, excelencia en el servicio que ofrecen, gestión responsable del medio ambiente, interés en las personas, seguridad y salud, cadena de suministro responsable, compromiso social e integridad y transparencia.

Como indican en sus propios informes utilizan una serie de herramientas para analizar el éxito de su compañía: ebitda, resultado neto, inversiones, endeudamiento y pay out por lo que nos basaremos en dichos indicadores para analizar el desempeño de la compañía.

En 2017 el ebitda disminuyó un 16,1% respecto al año anterior. Además, sufrió un impacto negativo debido a la depreciación del dólar, el peso argentino y el peso mexicano.⁴⁰

El resultado neto aumentó un 1% respecto al ejercicio anterior.

³⁹ Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2017. Madrid. P. 184.

⁴⁰ Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2017. Madrid. P. 209.

Private Equity en España.

Las inversiones también disminuyeron. Esto fue justificado con la contratación de dos nuevos buques y la adquisición de nuevos puntos de suministro de GLP en el año 2016.

La compañía al finalizar el año presentaba un ratio de endeudamiento del 45,3% frente al 44,8% que presentaba en 2016.⁴¹

Por lo que a partir de estos datos podemos asegurar que el año 2017 presentaba una tendencia negativa ante el ejercicio anterior.

7.2.2 Valoración tras la venta de las acciones:

7.2.2.1 2018: año de transición.

Como ya hemos dicho el año 2018 supuso un año de muchos cambios: El nombramiento de un nuevo presidente ejecutivo como consecuencia de la venta de las participaciones del grupo Repsol y la aprobación de un nuevo plan estratégico basado en:

- Simplicidad: Reduciendo la estructura de su gobierno con el objetivo de facilitar y realizar de forma más rápida la toma de decisiones. Además, para alcanzar dicho objetivo también se realizaron cambios en la estructura organizativa del negocio basándolo en 4 unidades principales (Gas y electricidad, infraestructura EMEA, infraestructuras LatAm sur e infraestructuras LatAm norte)
- Optimización: Renovó el contrato de suministro de gas con Sonatrach con mejores condiciones, creo un nuevo plan que tiene como objetivo ahorrar 500 millones de euros para 2022. Y, por último, también se produjeron cambios en la estructura de capital utilizando parte del exceso de liquidez para amortizar la deuda bancaria.
- Disciplina de capital: La compañía trata de obtener un crecimiento en renovables, como los proyectos eólicos y solares adjudicados el año pasado en España. Además, durante el 2018 se adjudicó un proyecto eólico en Australia y se han adquirido dos proyectos fotovoltaicos. Por último, se ha producido la venta de los negocios en Italia y Colombia y el 20% de la participación en Nedgia.

⁴¹ Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2017. Madrid. Pp. 213 – 215.

- Remuneración al accionista: se ha incrementado el dividendo un 30% con un incremento del 5% anual desde dicho año. Además, dentro del plan estratégico se ha incorporado un nuevo plan de incentivos a largo plazo para ordenar los intereses de sus accionistas.⁴²

El 2018 fue un año difícil ya no solo por la incorporación de un nuevo plan estratégico sino también a aspectos externos como el impacto negativo de la evolución de los tipos de cambio en el mercado del gas y la electricidad. Aun así, podemos asegurar que gracias a la incorporación del nuevo plan la compañía cerró el año mostrando signos de fortaleza:

El ebitda aumento un 11,8%. Esto fue gracias a la estabilidad de los negocios de infraestructuras y la mejora en el negocio del gas y la electricidad que compensaron el efecto negativo que tuvieron los tipos de interés.

El resultado neto fue negativo, generando una pérdida de 2.822 millones de euros como consecuencia principalmente del deterioro de los activos. Aun así, el año finalizó con un crecimiento del 59,1% gracias al aumento de la actividad, la disminución de las amortizaciones y la reducción de los gastos financieros debido a la reducción de la deuda bancaria.

Respecto a la inversión también fue positiva, se realizó un 30,2% más que en el 2017. Dicha inversión fue dirigida principalmente a desarrollar una nueva capacidad renovable en distintas zonas en las que opera la compañía como ya hemos mencionado con anterioridad en el plan estratégico.

El flujo de caja aumento hasta 3.054 millones de euros principalmente porque durante el año se consiguieron consolidar varios procesos de venta que ya se habían iniciado anteriormente.

Respecto a la deuda podemos decir que disminuyó un 9,8% siendo un ejemplo de solidez financiera.⁴³

⁴² Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2018. Madrid. Pp. 189 - 190.

⁴³ Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2018. Madrid. P. 191.

7.2.2.2 Evolución de la compañía: 2019, 2020, 2021.

El 2019 destaco por el aumento de las actividades en el mercado internacional y la gestión activa de las operaciones de todos los negocios (Si recordamos lo mencionado anteriormente uno de los objetivos en el nuevo plan estratégico era la disciplina de capital)

El ebitda aumento un 6% y el patrimonio neto un 15% respecto al año anterior cumpliendo con el objetivo de la compañía.

Durante el año se produjo un total de 1.685 millones de euros en inversiones destinadas principalmente a las energías renovables siguiendo con el objetivo que marcaba la compañía en el ejercicio anterior.

Bien es cierto que durante dicho año la deuda aumentó, pero no ha supuesto una alerta significativa ya que se mantiene estable.⁴⁴

Como bien todos sabemos el 2020 fue un gran desafío debido a la crisis sanitaria del COVID – 19 que afecto a toda la economía por lo que el mercado del gas y la electricidad no iba a ser menos teniendo que hacer frente a una menor demanda del gas y la electricidad tanto en España como en Latinoamérica.

El 2020 opero en un contexto complicado ya que la compañía tuvo que hacer frente a una serie de factores externos:

- Presión constante sobre los precios del gas.
- Pérdida de competitividad en las condiciones de gas en actividades liberadas.
- Costes extraordinarios debido a renegociaciones en los contratos de suministro del gas.
- Nuevo marco regulatorio y menor retribución en la distribución de electricidad en España.

Con todas estas dificultades la compañía no pudo finalizar el año con datos positivos. El ebitda presento una reducción del 14,6% frente al año 2019. El resultado neto fue un

⁴⁴ Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2019. Madrid. P. 214.

Carmen Sardina Pereira.

36,7% menor que el año anterior. Las inversiones llevadas a cabo fueron de un 24,1% menores. Y, finalmente la deuda aumento hasta los 13.612 millones de euros.

Aun con estos datos la compañía ha seguido confiando en el plan estratégico que presento para los años 2018 – 2022 y ha decidido introducir ciertos avances relacionados con la simplicidad y responsabilidad, optimización de negocios, disciplina de capital y remuneración de los accionistas.⁴⁵

Durante el 2021 se produjo una recuperación progresiva de la demanda energética, así como un aumento en el precio de las materias primas teniendo una gran influencia tanto en el gas como en la electricidad.

Gracias a estos factores el año finalizo con un ebitda de 3.983 millones de euros, un 7% superior al del año anterior superando las previsiones esperadas.

El resultado neto también fue positivo, aumentando un 41% frente al 2020. Este resultado positivo ha sido principalmente gracias al aumento de valor obtenido en la venta de CGE Chile.

La deuda se encontraba en 12.831 al finalizar el ejercicio observando una disminución de esta gracias a la venta de las participaciones de Naturgy en la filial de redes eléctricas de Chile y los cobros en efectivo como consecuencia del acuerdo de la salida de UFG.

Además, siguiendo con la política del plan estratégico donde uno de sus objetivos principales era favorecer la remuneración de los accionistas en 2021 se llevó a cabo el reparto de un dividendo de 1,33 euros/acción, así como el dividendo complementario del 2020 de 0,63 euros/acción y los dividendos complementarios del año 2021. También se llegó al acuerdo de aumentar el dividendo a repartir del año 2022 para cumplir con el objetivo.⁴⁶

Como conclusión tras observar los datos que generaba la compañía antes de la operación private equity (año 2017) y los datos que ha generado una vez incorporado el nuevo presidente ejecutivo, así como el nuevo plan estratégico podemos asegurar que está siendo un gran éxito ya que aun con dificultades como fue la crisis sanitaria la

⁴⁵ Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2020. Madrid. P. 220.

⁴⁶ Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2021. Madrid. P. 195.

empresa ha sido capaz de hacerle frente, recuperar los datos que estaba obteniendo y mostrar una tendencia creciente en su rendimiento.

8 CONCLUSIONES.

El objetivo de este trabajo ha sido explicar los principales conceptos que forman parte del capital riesgo, así como la evolución que han ido desarrollando en la economía española tras los diferentes acontecimientos a los que ha tenido que enfrentarse.

A través del análisis de un caso real lo que se ha querido transmitir ha sido la influencia que tiene el Private Equity tanto en la financiación como en la evolución de las empresas.

Las conclusiones que se han podido obtener tras el estudio han sido:

Tras el análisis de la evolución del capital riesgo hemos podido comparar las situaciones antes y después de las crisis permitiéndonos así entender las características y comportamiento del sector en la actualidad.

La situación en los años 2000 – 2007 y la situación durante la crisis del 2008 presentan grandes diferencias ya que esta última generó gran incertidumbre y escasez de liquidez en el mercado generando así una gran desconfianza en los inversores. Lo que se manifestó en el sector a través de la captación de fondos, la inversión y la desinversión que como hemos visto en el análisis en dicha etapa han presentado números muy bajos.

A partir de la segunda mitad del 2013, fin de la crisis, el sector del capital riesgo junto con toda la economía (reducción de la prima de riesgo, mayor estabilidad en los mercados de capital, etc.) comenzó a mejorar siendo el inicio de un nuevo periodo de auge para el sector alcanzando en 2014 cifras similares a las alcanzadas antes de la crisis.

Esta tendencia positiva no pudo mantenerse muchos años debido a la crisis sanitaria del 2019 que generó un parón en la economía mundial produciendo en el sector una gran caída.

Aun así, el sector ha sabido recuperarse de manera veloz aprovechando las oportunidades que le ha brindado el mercado ya que han surgido nuevas ideas de negocio para adaptarse a la nueva vida que surgió tras la pandemia.

Carmen Sardina Pereira.

En 2021 el sector volvía a mostrar una tendencia muy positiva confirmando la reactivación de la actividad, mostrando números históricos en la captación de fondos y en la inversión como hemos podido ver en el análisis realizado.

Además, nos ha demostrado que el sector es capaz de hacer frente a todos los obstáculos que se le aparezcan y que sigue mostrando una tendencia creciente dentro de un mercado cada vez más competitivo y exigente.

Respecto al análisis del caso real podemos observar que cada cambio y toma de decisión de los gestores de la empresa Private Equity afecta de forma directa a la valoración de la empresa intervenida y como consecuencia a la futura rentabilidad que obtenga la empresa Private Equity a lo largo de la inversión.

Además, a través del caso Naturgy hemos podido observar que la incorporación de alguien de la empresa Private Equity en el accionariado de la empresa intervenida puede suponer un gran potencial para revalorizar la empresa. Gracias a las ideas propuestas por el nuevo presidente ejecutivo se ha conseguido mejorar la rentabilidad de la empresa.

Por lo que como conclusión podemos afirmar que al Private Equity tiene una gran presencia en la economía española, mostrando una gran capacidad para hacer frente a las dificultades que surgen y alcanzando su objetivo principal que no es otro que identificar empresas con un elevado potencial, convertirlas en un referente dentro de su sector y finalmente venderlas rentabilizando su inversión.

9 BIBLIOGRAFÍA.

Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado. (2022). BOE. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714#top> [Consultado 10 - 11 - 2022].

Alfonso Peiro Uchá (2015). Venture Capital. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/venture-capital.html> [Consultado 22 - 11 - 2022].

Andrés Sevilla Arias. CFA. (2015). Crowdfunding. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/crowdfunding-micromecenazgo.html> [Consultado 2 - 1 - 2023].

AXIS. AXIS: Historia. Disponible en: https://www.ico.es/web/axis/ico/que_es_axis/historia [Consultado 9 - 1 - 2023].

Banco de España (2022). Informe anual 2019.

Banco de España (2022). Informe anual 2020

Banco de España (2017). Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria en España, 2008 - 2014.

Berrio Bonilla, M. (Julio 2015). *Impacto del Capital Riesgo*. Trabajo Fin de Mater. Universidad Pontificia Comillas ICADE.

De la Cruz Munguira (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Trabajo fin de grado. Universidad Pontificia Comillas ICADE.

Delicias de Capital. Tipos de Fondos de Capital Riesgo. Disponible en: <https://www.deliciascapital.com/tipos-fondos-capital-riesgo/> [Consultado 2 - 1 - 2023].

FinReg360 (2022). FinReg360. Disponible en: <https://finreg360.com/alerta/la-ley-18-2022-trata-de-fomentar-la-creacion-y-crecimiento-de-empresas/> [Consultado 9 - 1 - 2023]

Funds People (2022). Funds People. Disponible en: <https://fundspeople.com/es/ascri-la-asociacion-de-private-equity-espanola-cambia-de-nombre-ahora-es-spaincap/> [Consultado 8 - 1 - 2023].

Guindos Verde, B. Martín Martín, A. (2019). *La valoración de empresas desde la óptica del Private Equity*. Trabajo fin de Máster. CUNEF, Colegio Universitario de Estudios Financieros. P. 35.

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Plataforma PYME: Idea de negocio, Descripción formas jurídicas. Disponible en: <https://plataformapyme.es/es/IdeaDeNegocio/Paginas/FormasJuridicas-Descripcion.aspx?cod=SCR&nombre=Entidades+de+Capital-Riesgo&idioma=es-ES> [Consultado 3 - 1 - 2023].

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Portal PYME: Instrumentos financieros. Disponible en: <http://www.ipyme.org/es->

<ES/InsFinan/Paginas/DetalleInstrumento.aspx?Nombre=Capital+Riesgo> [Consultado 3 - 11 - 2022].

Muñoz, A (2020). "La pandemia abre las puertas a que el capital riesgo amplíe sus periodos de inversión" *El economista*. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10850036/10/20/La-pandemia-abre-las-puertas-a-que-el-capital-riesgo-amplie-sus-periodos-de-inversion.html> [Consultado 20 - 1 - 2023]

Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2017. Madrid.

Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2018. Madrid.

Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2019. Madrid. P. 214.

Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2020. Madrid. P. 220.

Naturgy (2022). Informe anual consolidado 2021. Madrid. P. 195.

Naturgy (2022). Inicio Naturgy. Disponible en: https://www.naturgy.com/conocenos/el_grupo [Consulta 12 - 1 - 2023]

Naturgy (2022). Naturgy: Nuestra historia. Disponible en: https://www.naturgy.com/conocenos/el_grupo/nuestra_historia [Consulta: 12 - 1 - 2023]

Nerea Díaz (2021). Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo – ASCRI. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/asociacion-espanola-de-entidades-de-capital-riesgo-ascr.html> [Consultado 7 - 1 - 2023].

N Hernández (2023). El español. Disponible en: https://www.lespanol.com/invertia/disruptores-innovadores/disruptores/inversores/20230120/cerro-record-inversion-capital-privado-espana-millones/734926693_0.html [Consultado 21 - 1 - 2023]

ONEtoONE Corporate Finance (2021). ONEtoONE Corporate Finance. Disponible en: <https://www.onetoonecf.com/es/diferencias-entre-venture-capital-y-private-equity/> [Consultado 23 - 12 - 2022].

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2009 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2010 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2014 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2015 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2016 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2017 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2018 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2020 Venture Capital y Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2021 Venture Capital y Private Equity en España.

Private Equity en España.

SpainCap (2022). Informe ASCRI 2022 Venture Capital y Private Equity en España.

Startup Xprore (2017). ASCRI. Disponible en:
<https://startupxplore.com/es/inversores/ascr> [Consultado 7 - 1 – 2023].